

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Sturuktur Modal

Teori struktur modal akan menjelaskan apakah ada pengaruh struktur modal terhadap harga saham perusahaan. Ketika struktur modal berubah apakah dari modal sendiri menjadi hutang ataupun sebaliknya, maka terjadi perubahan terhadap harga saham. Jika ada pengaruh yang ditimbulkan dari hal tersebut menunjukkan adanya pemilihan struktur modal yang baik.

Struktur modal menurut Husnan dan Pudjiastuti (2002) ialah “kombinasi hutang dan ekuitas”. Berdasarkan penjelasan tersebut, struktur modal memperlihatkan bagaimana perusahaan mengkombinasikan modal yang dimilikinya dari hutang ataupun modal sendiri sehingga ditemukan komposisi yang baik bagi perusahaan.

Struktur modal menurut Sartono (2010) ialah “perbandingan atau imbangan pendanaan jangka pendek, jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri, dengan kata lain struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan.

Menurut Riyanto (2001) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah utang jangka panjang dengan modal sendiri.

Berdasarkan beberapa referensi tersebut peneliti dapat menyimpulkan bahwa struktur modal merupakan kombinasi hutang dan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan yang digunakan untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan, struktur modal mencerminkan perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri.

Kebijakan pendanaan atau struktur modal dikatakan optimal apabila terdapat keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001). Jika resiko lebih besar dibandingkan dengan tingkat pengembalian maka struktur modal dikatakan kurang optimal dan sebaliknya. Maka sebelum menentukan struktur modal yang akan digunakan, perusahaan perlu menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.

2.1.2 Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Perusahaan umumnya mengambil kebijakan struktur modal dengan mempertimbangkan faktor-faktor sebagai berikut:

1. Stabilitas Penjualan

Suatu perusahaan yang penjualannya relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil pula, sehingga dapat menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil (Sartono, 2010).

2. Struktur Aktiva

Perusahaan yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal yang

permanen yaitu modal sendiri sedangkan modal asing (utang) sifatnya hanya sebagai pelengkap. Sedangkan perusahaan yang sebagian besar aktivasnya terdiri dari aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan utang jangka pendek (Riyanto, 2001).

3. *Leverage* Operasi

Suatu perusahaan yang mempunyai lebih sedikit *operating leverage* dapat menggunakan *financial leverage* lebih baik karena interaksi dari *operating* dan *financial leverage* menentukan pengaruh total dari turunnya penjualan terhadap *operating income* dan *net cash flow*. Sehingga apabila *operating leverage* lebih kecil dari *financial leverage* maka risiko bisnis lebih kecil (Brigham dan Joel, 1995 dalam Setiawati, 2011).

4. Tingkat Pertumbuhan

Perusahaan yang pertumbuhannya cepat mempunyai kebutuhan dana yang besar untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba untuk investasi (Sartono, 2010).

5. Profitabilitas

Profitabilitas periode sebelumnya merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan lebih senang menggunakan laba ditahan sebelum utang (Sartono, 2010).

6. Pajak

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangi untuk tujuan perpajakan dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan utang. Semakin tinggi sumber penggunaan dana melalui hutang maka pajak yang dibayar oleh perusahaan akan semakin kecil sehingga beban pajak menjadi lebih rendah. Hal tersebut jelas akan sangat menguntungkan bagi perusahaan (Brigham dan Joel, 1995 dalam Setiawati, 2011).

7. Pengendalian

Jika manajemen mempunyai hak suara (lebih 50% saham) tetapi tidak dalam posisi membeli lebih banyak saham, mungkin akan memilih hutang untuk pendanaan barunya. Di lain pihak kelompok manajemen mungkin memutuskan untuk menggunakan saham dibandingkan hutang jika kondisi keuangan perusahaan lemah sehingga penggunaan hutang mungkin menyebabkan risiko kegagalan yang serius, karena jika perusahaan gagal, manajer mungkin akan kehilangan pekerjaannya. Tetapi jika terlalu kecil hutang digunakan, manajemen akan mengalami risiko pengambilalihan. Jadi pertimbangan mengendalikan mengarahkannya menggunakan baik hutang ataupun ekuitas karena modal menjadi perlindungan terbaik manajemen, yang akan bervariasi dari satu kondisi ke kondisi lainnya. Sehingga dapat membantu perusahaan untuk

menjalankan aktivitasnya dengan lebih baik (Brigham dan Joel, 1995 dalam Setiawati, 2011).

8. Sikap Manajemen

Sikap manajemen akan mempunyai pengaruh langsung dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan kebutuhan dana. Manajer yang bersikap optimis yang memandang masa depannya dengan cerah, mempunyai keberanian untuk menanggung risiko yang besar (*risk seeker*) akan berani membiayai perusahaan dengan utang meskipun memberikan beban finansial yang tetap. Sebaliknya seorang manajer yang bersikap pesimis yang takut untuk mengambil risiko (*risk averter*) akan lebih suka membiayai perusahaan dengan dana yang berasal dari sumber interen atau dengan modal saham yang tidak mempunyai beban finansial yang tetap. Sikap manajemen yang berbeda akan membentuk struktur modal yang berbeda (Riyanto, 2001).

9. Sikap Pemberi Jaminan dan Lembaga Penilai Peringkat

Perusahaan biasanya mendiskusikan struktur modalnya dengan *lender* dan *rating agencies* dan sangat mempertimbangkan nasehat-nasehatnya. Ini mempengaruhi keputusannya untuk membiayai ekspansinya dengan ekuitas atau saham biasa (Brigham dan Joel, 1995 dalam Setiawati, 2011).

10. Kondisi Pasar

Keadaan pasar modal sering mengalami perubahan disebabkan karena adanya gelombang konjungtur. Pada saat gelombang meninggi (*up-swing*) para investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya dalam

saham. Dikarenakan adanya hal tersebut maka perusahaan dalam menjual atau membeli *securities* harus menyesuaikan dengan keadaan pasar modal tersebut (Riyanto, 2001).

11. Kondisi *Internal* Perusahaan

Kondisi *internal* perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur pendanaan yang ditargetkan. Misalnya, andaikan suatu perusahaan baru saja menyelesaikan program litbangnya dan perusahaan tersebut meramalkan laba yang lebih tinggi dalam waktu dekat. Namun, kenaikan laba tersebut belum diantisipasi oleh investor, karena belum tercermin dalam harga saham. Ia lebih menyukai pembiayaan dengan utang sampai kenaikan laba tersebut terealisasi dan tercermin pada harga saham. Kemudian, pada saat itu perusahaan akan menerbitkan saham biasa, melunasi utang, dan kembali pada struktur pendanaan yang ditargetkan (Brigham dan Joel, 1995 dalam Setiawati, 2011).

12. Fleksibilitas Keuangan

Mempertahankan fleksibilitas keuangan berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai. Menentukan kapasitas yang memadai tersebut bersifat pertimbangan tetapi hal itu bergantung pada beberapa faktor termasuk ramalan kebutuhan dana perusahaan, ramalan kondisi pasar modal, keyakinan manajemen atas ramalannya, dan berbagai akibat dari kekurangan modal (Brigham dan Joel, 1995 dalam Setiawati, 2011).

13. Besarnya Jumlah Modal yang Dibutuhkan

Apabila jumlah modal yang dibutuhkan dapat dipenuhi hanya dengan satu sumber yaitu dengan mengeluarkan satu golongan *securities* saja. Sedangkan bila modal yang dibutuhkan sangat besar maka perusahaan perlu mengeluarkan beberapa golongan *securities* (saham biasa, saham preferen dan obligasi) secara bersama-sama (Riyanto, 2001).

14. Ukuran Perusahaan

Perusahaan dengan ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. Hal ini akan mempermudah perusahaan dengan ukuran lebih besar untuk memperoleh pinjaman atau dana *eksternal* (Sebayang dan Putra, 2013).

2.1.3 Komponen Struktur Modal

2.1.3.1. Utang

Menurut Riyanto (2001) utang adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di perusahaan, yang pada saatnya harus dibayar kembali oleh perusahaan. Utang dapat digolongkan menjadi 3 tiga jenis, yaitu :

1. Utang Jangka Pendek

Yaitu utang yang jangka waktunya paling lama satu tahun. Sebagian besar utang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan atau kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya.

Jenis-jenis utang jangka pendek antara lain kredit rekening koran, kredit dari penjual, kredit dari pembeli dan kredit wesel.

2. Utang Jangka Menengah

Yaitu utang yang jangka waktu atau umurnya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Utang jenis ini digunakan untuk membiayai kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi dengan kredit jangka pendek di satu pihak dan juga sukar untuk dipenuhi dengan kredit jangka panjang . Bentuk utama dari kredit jangka menengah adalah *tearm loan* dan *lease financing*.

3. Utang Jangka Panjang

Yaitu utang yang jangka waktunya panjang, umumnya lebih dari sepuluh tahun. Utang jangka panjang umumnya digunakan untuk membiayai perluasan perusahaan atau modernisasi dari perusahaan, karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut meliputi jumlah yang besar. Adapun jenis-jenis dari utang jangka panjang antara lain pinjaman obligasi dan pinjaman hipotik.

2.1.3.2. Modal Sendiri

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di perusahaan untuk waktu yang tidak tentu lamanya. Modal sendiri dapat berasal dari luar perusahaan dan berasal dari dalam perusahaan. Modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan adalah modal

yang berasal dari pemilik perusahaan sedangkan modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan adalah modal yang dihasilkan atau dibentuk sendiri di dalam perusahaan seperti keuntungan yang dihasilkan perusahaan (laba ditahan). Modal sendiri di dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT), terdiri dari :

1. Modal Saham

Modal saham dapat berupa saham biasa, saham preferen, dan saham kumulatifpreferen.

2. Cadangan

Cadangan dapat berupa cadangan ekspansi, cadangan modal kerja, cadangan selisih kurs, cadangan untuk mengatasi hal-hal atau kejadian-kejadian yang tidak diduga sebelumnya atau cadangan umum.

3. Laba Ditahan

Keuntungan yang diperoleh suatu perusahaan sebagian dapat dibayarkan sebagai dividen dan sebagian dapat ditahan oleh perusahaan. Bila penahanan keuntungan perusahaan tersebut sudah dengan tujuan tertentu, maka dibentuklah cadangan. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan keuntungan yang ditahan (*retained earning*). Adanya keuntungan

apabila keuntungan tersebut ditahan maka akan memperbesar *retained earning* yang berarti akan memperbesar modal sendiri. Sebaliknya adanya kerugian yang diderita perusahaan akan memperkecil *retained earning* yang ini berarti memperkecil modal sendiri (Riyanto, 2001).

2.1.4 Struktur Modal Optimal

Tujuan dari manajemen struktur modal ini adalah membuat bauran sumber dana permanen yang digunakan perusahaan dengan cara yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. dengan kata lain, ini berarti mencari bauran dana yang dapat meminimalkan biaya modal komposit yaitu struktur modal optimal (Keown *et al*, 2002).

Pendapat Brigham and Houston (2006) struktur modal yang optimal adalah struktur yang memaksimalkan harga dari saham perusahaan, dan hal ini biasanya meminta rasio hutang yang lebih rendah dari pada rasio yang memaksimalkan EPS yang diharapkan. Menurut Horne dan Wachowich (2007) dalam Kennedy dkk (2008), struktur modal optimal adalah struktur modal yang meminimalkan biaya modal perusahaan dan karenanya memaksimalkan nilai perusahaan.

2.2 The Pecking Order Theory

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan melakukan keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan *internal* ke *eksternal*.

Urutan pendanaan dimulai dari :

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi berwujud laba ditahan)
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis. Hal ini membawa implikasi bahwa kebijakan dividen lebih relevan dengan keputusan investasi daripada dengan keputusan pendanaan. Kebijakan manajemen meningkatkan dividen hanya dilakukan bila mereka memiliki keyakinan akan menjaga stabilitas dividen pada masa yang akan datang agar tetap *sticky* (Myers, 1984).
3. Jika pendanaan eksternal diperlukan pertama-tama harus perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling amanyaitu dimulai penerbitan utang dan alternatif yang paling akhir adalah saham
4. Fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi (Muhajir dan Triyono, 2009).

Pecking order theory didasari oleh :

- a. Tidak bersedianya pemegang saham lama membagi kontrol dengan pemegang saham baru
- b. Biaya penerbitan saham lebih mahal dibanding biaya penerbitan hutang
- c. Adanya *asymmetric information* sehingga setiap perilaku manajer sering dijadikan sinyal tentang kondisi dan prospek perusahaan (Muhajir dan Triyono, 2009).

Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan yang mempunyai profit tinggi akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah dan sebaliknya. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi memungkinkan mereka untuk menggunakan *retained earning* sebagai sumber pendanaan perusahaan. Alasannya biaya dana *internal* lebih murah dibanding biaya dana *eksternal* (Mutamimah, 2003). Di dalam *pecking order theory* terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan. Perusahaan lebih mengutamakan sumber-sumber dana *internal* terlebih dahulu sebelum menggunakan sumber *eksternal* yaitu hutang. Saham tidak akan pernah diterbitkan, kecuali biaya *financial distresses* perusahaan tinggi dan perusahaan hanya dapat menerbitkan *junk debt* (Sunder dan Myers, 1999).

2.3 The Trade Off Theory

Trade Off Theory dalam struktur modal pada intinya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan. Penggunaan hutang 100% sulit dijumpai dalam praktek dan hal ini ditentang oleh *trade off theory*.

Kenyataannya, semakin banyak hutang, semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti : biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya. Oleh karena itu teori ini menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi

keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang (Mutamimah, 2003).

Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut (Hartono, 2011). Pada intinya *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan. *Trade off theory* telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax*, dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih struktur modal tertentu (Husnan, 2000).

Secara umum teori ini menegaskan bahwa apabila perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan melalui indikator *earning per share* (EPS), maka pembiayaan investasi tambahan harus dibiayai oleh hutang. Hal ini terjadi karena dengan hutang perusahaan dapat memperoleh penghematan pajak sekaligus mempertahankan jumlah saham beredar. Keadaan ini mendorong pendapatan per lembar saham (EPS) akan lebih tinggi. Sebaliknya apabila perusahaan mengalami kegagalan dalam mengelola investasi yang berakibat pada ketidakmampuan membayar bunga dan pokok pinjaman, maka posisi perusahaan berada diambang kebangkrutan. Apabila semua biaya akibat kesulitan keuangan tersebut sama dengan jumlah tambahan pendapatan dari

penghematan pajak (*tax shield of debt*), maka struktur modal perusahaan dianggap sudah optimal (Harjito, 2011).

Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan (Hartono, 2003 dalam Erdiana dan Mawardi, 2008). Walaupun model *trade off theory* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, namun model tersebut memberikan kontribusi penting yaitu (Hartono, 2003 dalam Erdiana dan Mawardi, 2008) :

1. Perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang.
2. Perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah.

2.4 Herding Theory

2.4.1 Pengertian *Herding*

Banerjee (1992) mendefinisikan *herding* sebagai setiap orang melakukan apa yang orang lain lakukan. *Herding* dapat ditimbulkan oleh pemikiran individual, perasaan dan tindakan yang dipengaruhi oleh individu lain melalui kondisi tertentu seperti melalui ucapan, observasi tindakan, atau melalui observasi dari konsekuensi tindakan seperti imbal hasil yang diperoleh atau harga pasar (Hirshleifer dan Teoh, 2001).

Herding pada pasar modal adalah fenomena yang terjadi di pasar modal dimana investor atau sekumpulan investor cenderung berperilaku mengikuti investor lain. Menurut Brunnermeier (2001) dalam Ismiyanti dan Armansyah (2010) perilaku *herding* diasosiasikan oleh orang-orang yang dengan cara buta (*blindly*) mengikuti keputusan orang lain.

Terdapat pendapat lain yang menyatakan *herding* adalah perilaku ketika seseorang mengubah tindakannya agar sesuai dengan tindakan yang dilakukan oleh orang lain. Perilaku *herding* tersebut dilakukan oleh seseorang karena mereka mempertimbangkan penilaian pihak lain terhadap keputusan yang akan mereka ambil.

Herding di pasar keuangan diidentifikasi sebagai suatu kecenderungan perilaku investor mengikuti tindakan investor yang lain (Luong dan Ha, 2011) dalam (Tristantyo, 2014). *Herding* adalah kondisi psikologis, saat investor mengabaikan keyakinan pribadi mereka dan mengikuti keyakinan orang lain tanpa berpikir panjang (Devenow dan Welch, 1996). Asumsi inilah yang menyebabkan rendahnya kepercayaan diri investor, sehingga mengakibatkan kecenderungan pembuatan keputusan yang serupa antara orang yang satu dengan yang lainnya. Dalam dunia investasi, perilaku seperti ini dikenal dengan istilah perilaku mengikut antar investor (*herding*). Seperti contoh dalam perdagangan bursa, dimana *herding* menjadi suatu hal yang sepertinya memang terjadi secara alamiah. Beberapa dampak negatif dari perilaku *herding* ini adalah para investor mungkin saja

melakukan jenis investasi yang sebenarnya tidak mereka pahami dan mengambil risiko yang sebenarnya tidak diperlukan.

Herding juga dapat diartikan sebagai perilaku manajer perusahaan yang terjadi pada saat manajer perusahaan tersebut mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Trueman, 1994; Banerjee, 1992; Scharfstein dan Stein, 1990).

Menurut Patel *et al.* (1991) melakukan studi terhadap perilaku individu dalam mengambil keputusan untuk membeli saham di pasar modal. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal bertindak secara berkelompok atau bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh orang lain. Perilaku ini mereka namai *herd migration*. Perilaku ini juga menyebabkan ketidakpastian tentang nilai optimal struktur modal suatu perusahaan. Temuan sejenis tidak didukung oleh Filbeck *et al.* (1996), yang melakukan replikasi terhadap penelitian yang dilakukan oleh Patel *et al.* (1991) dengan menggunakan hipotesis yang dikembangkan dalam literatur psikologi tentang konsep *following the leader* yang dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979).

Konsep *following the leader* menyatakan bahwa suatu perusahaan mengambil keputusan pendanaan berdasarkan keputusan pendanaan perusahaan yang tergolong sebagai *leader*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, Filbeck *et al.* (1996) berpendapat bahwa manajer benar-benar bertindak rasional dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan struktur modal.

2.4.2 Penyebab *Herding*

Herding dapat disebabkan karena motivasi rasional dan irasional dari investor. Salah satu motivasi rasional yang menjadi pertimbangan dalam keputusan investasi adalah kinerja perusahaan. *Company institute* yang melakukan penilaian atas perilaku investor di Amerika, menyebutkan bahwa 75% investor melakukan investasi karena kinerja perusahaan (Pratomo dan Nugraha, 2001 dalam Annas, 2010). Investor melihat kinerja perusahaan melalui laporan keuangan, agar informasi yang tersaji menjadi lebih bermanfaat dalam pengambilan keputusan, laporan keuangan harus dikonversi menjadi informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan. Investor mempertimbangkan berinvestasi pada saham berdasarkan pada kinerja keuangan masa lalu dengan melakukan analisis pada laporan keuangan.

Perilaku *herding* dapat terjadi pada saat suatu perusahaan atau sekelompok perusahaan dalam industri yang sama harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan. Salah satu keputusan tersebut adalah keputusan pendanaan. Manajemen membandingkan struktur modal perusahaan mereka dengan struktur modal perusahaan pada industri yang sama (Safithri dan Siregar, 2010).

2.4.3 Macam-macam *Herding*

Perilaku *herding* memang bukan perilaku yang lazim terjadi. Namun bukan berarti bahwa perilaku seperti ini tidak pernah dilakukan oleh manajer

perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan adanya berbagai literatur keuangan tentang *herding* menyatakan bahwa terdapat macam-macam *herding* antara lain :

1. *Herding* pengabaian informasi

Pengabaian informasi menghasilkan perilaku *herding* karena manajer tidak menggunakan informasi yang dimiliki untuk mengambil keputusan. Seperti yang dinyatakan oleh Banerjee (1992) dan Bikhchandani *et al.* (1992) manajer melakukan keputusan bukan berdasarkan informasi pribadi yang dimiliki, melainkan mengikuti keputusan pihak lain. Misalnya manajer perusahaan A mempunyai informasi bahwa struktur modal perusahaan X merupakan struktur modal yang optimal. Namun manajer perusahaan A memperoleh informasi bahwa manajer perusahaan B tidak meniru struktur modal perusahaan X, tetapi meniru struktur modal perusahaan Y, maka manajer perusahaan A juga akan mengikuti manajer perusahaan B yang meniru struktur modal perusahaan Y.

2. *Herding* investigatif

Herding ini terjadi ketika investor saling melakukan investigasi sinyal-sinyal berhubungan yang dimiliki oleh pihak lain (Hirshleifer, *et al.*, 1994; Sias, 2004). Sinyal-sinyal yang berkorelasi satu dengan lainnya menyebabkan terjadinya perilaku *herding*. Sebagai contoh jika investor A mendapatkan sinyal pribadi pada waktu t bahwa sekuritas X bagus dan investor B mendapatkan sinyal pribadi yang sama dengan yang diperoleh

investor A pada waktu $t+1$ maka investor A dan investor B akan sama-sama membeli sekuritas X.

3. *Herding reputasional*

Terjadi karena orang menjadikan reputasi pihak lain yang lebih baik sebagai dasar untuk mengikuti keputusannya. Contoh dari *herding reputasional*, reksa dana akan lebih memilih berinvestasi dengan mengikuti keputusan investasi yang diambil oleh reksa dana lain daripada mengikuti keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan asuransi (Scharfstein dan Stein, 1990; Trueman, 1994). Contoh lain adalah temuan Sias dan Choi (2008) bahwa investor institusional yang perhatian terhadap reputasi lebih suka mengikuti keputusan investasi dari investor institusional dengan klasifikasi yang sama daripada klasifikasi investor institusional yang berbeda. Reksa dana lebih cenderung melakukan *herding* pada keputusan reksa dana lain daripada investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, dan investor institusional lain yang bukan reksa dana.

4. *Herding informasional*

Merupakan *herding* yang terjadikarena seseorang melakukan keputusan sekarang berdasarkan keputusan mereka di masa lalu. Sebagai contoh dalam perdagangan sekuritas, investor institusional berpendapat bahwa informasi yang dihasilkan dari perdagangan mereka pada masa lalu merupakan informasi terbaik bagi mereka dan kemudian mereka akan melakukan perdagangan yang sama dengan pola perdagangan mereka

pada masa lalu tersebut (Bikhchdanani *et al.*, 1992). Dengan demikian, perilaku *herding* berdasarkan informasi masa lalu terjadi ketika seseorang meniru keputusan yang telah dilakukannya pada masa lalu.

5. *Herding* karakteristik

Merupakan *herding* yang terjadi karena seseorang tertarik pada sesuatu yang memiliki karakteristik tertentu. Sebagai contoh di pasar modal, investor institusional melakukan *herding* karena mereka tertarik pada suatu sekuritas yang memiliki karakteristik tertentu. Masing-masing sekuritas memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Jika investor tertarik pada suatu sekuritas maka investor tersebut akan memiliki sekuritas tersebut dalam jumlah yang besar. Misalnya pada suatu saat investor mempunyai pilihan untuk membeli sekuritas A, B, dan C. Investor tersebut ternyata tertarik pada karakteristik sekuritas A, maka pada saat yang dimaksud investor akan memiliki sekuritas A dalam jumlah yang lebih banyak (Safithri dan Siregar, 2010).

Perilaku *herding* ini memunculkan satu grup investor yang melakukan *trading* dengan arah yang sama pada satu periode waktu (Nofsinger dan Sias, 1999). Hal ini sesuai dengan temuan Shleifer dan Summers (1990) yang menduga bahwa investor individual melakukan *herding* dengan mengikuti sinyal yang sama, seperti rekomendasi dari broker atau *forecaster* dan penekanan yang lebih besar pada informasi terkini.

2.5 Kerangka Pemikiran

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan yang digunakan untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan, struktur modal mencerminkan perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri.

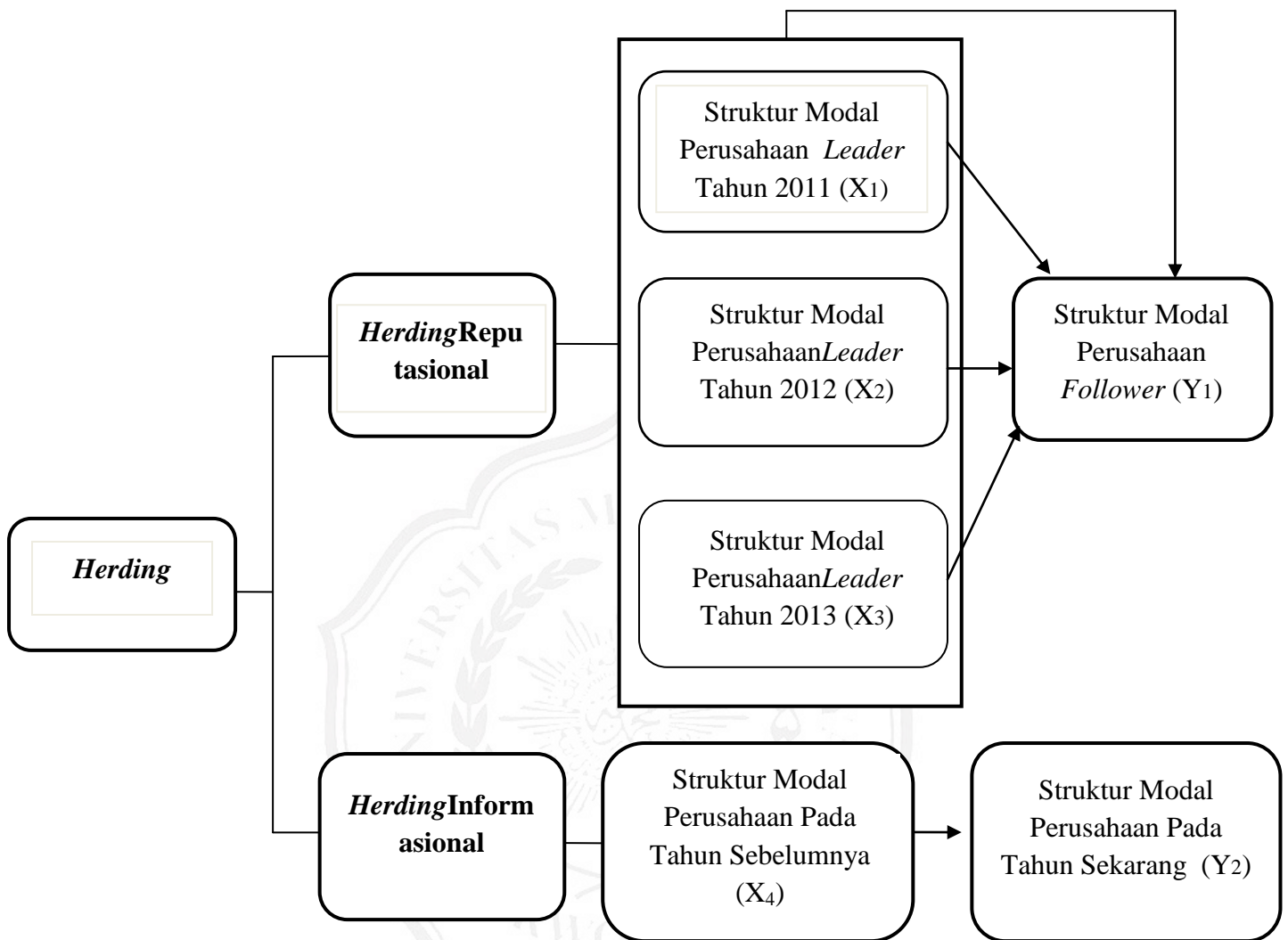
Keputusan struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting karena dapat berpengaruh pada nilai perusahaan. Sehingga manajer sebagai pengambil keputusan harus mempertimbangkan secara matang tentang keputusan struktur modal yang akan diambilnya agar tidak keliru dalam memutuskan struktur modal perusahaan. Kadang dalam mengambil keputusan manajer dapat melakukan tindakan *follow the herd* karena mempertimbangkan penilaian orang lain dalam keputusan yang diambil. Tindakan manajer tersebut juga sering disebut dengan *herding* adalah perilaku ketika seseorang mengubah tindakannya agar sesuai dengan tindakan yang dilakukan oleh orang lain. Perilaku *herding* tersebut dilakukan oleh seseorang karena mereka mempertimbangkan penilaian pihak lain terhadap keputusan yang akan mereka ambil. *Herding* juga dapat diartikan sebagai tindakan investor yang mengikuti investor yang lainnya dalam mengambil keputusan investasi.

Kategori *herding* sendiri terdiri dari *herding* pengabaian informasi, *herding* investigatif, *herding* reputasional, *herding* informasional, dan *herding* karakteristik. Pengabaian informasi menghasilkan perilaku *herding* karena manajer tidak menggunakan informasi yang dimiliki untuk mengambil keputusan. *Herding* investigatif terjadi ketika investor saling melakukan

investigasi sinyal-sinyal berhubungan yang dimiliki oleh pihak lain (Hirshleifer, *et al.*, 1994; Sias, 2004).

Herding reputasional terjadi karena orang menjadikan reputasi pihak lain yang lebih baik sebagai dasar untuk mengikuti keputusannya (Scharfstein dan Stein, 1990; Trueman, 1994). *Herding* informasional adalah *herding* karena seseorang melakukan keputusan sekarang berdasarkan keputusan mereka di masa lalu (Bikhchdanani *et al.*, 1992). Dari berbagai kategori *herding* yang paling sering terjadi adalah *herding* reputasional dan *herding* informasional, sehingga dalam penelitian ini hanya akan meneliti tentang *herding* reputasional dan *herding* informasional saja.

Dalam *herding* reputasional perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan *leader* dan *follower*. Perusahaan *leader* adalah perusahaan yang dianggap mempunyai reputasi paling baik dari perusahaan lain dalam suatu industri yang sama, sedangkan perusahaan *follower* adalah perusahaan yang mempunyai reputasi di bawah perusahaan *leader* atau perusahaan yang menjadi pengikut perusahaan *leader*. Sebuah perusahaan dikategorikan sebagai *leader* dalam penelitian ini apabila rata-rata aset perusahaan tersebut dalam periode penelitian paling besar dari perusahaan lain dalam industri yang sama. Dengan demikian kerangka pemikiran penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 1.1. Kerangka Pemikiran

2.6 Hipotesis Penelitian

Dari kerangka pemikiran di atas dapat diambil hipotesis penelitian sebagai berikut :

1. H1 : Struktur modal perusahaan *leader* tahun 2011 berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan *follower*.
2. H2 : Struktur modal perusahaan *leader* tahun 2012 berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan *follower*.

3. H3 : Struktur modal perusahaan *leader* tahun 2013 berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan *follower*.
4. H4 : Struktur modal perusahaan *leader* tahun 2011, 2012,2013 secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan *follower* tahun 2011-2013.
5. H5 : Struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan tahun berikutnya.

