

EFEK MEDIASI NILAI PERUSAHAAN PADA PENGARUH BIAYA MODAL TERHADAP RETURN SAHAM DI INDONESIA

Wishnu Okky Pranadi Tirta & Fitri Ismiyanti

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga

E-mail : wishnu_ok@yahoo.com

ABSTRAK

Investasi dalam aset riil ataupun aset keuangan semakin menjadi pilihan bagi masyarakat dalam mendapatkan imbal hasil (return) atau keuntungan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Biaya Modal terhadap Imbal hasil Saham melalui mediasi Nilai Perusahaan di Indonesia selama tahun 2013-2017. Sampel pada penelitian ini adalah 780 perusahaan. Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi untuk melihat pengaruh antar variabel dan analisis jalur untuk melihat efek mediasi dari variabel intervening atau mediasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Nilai Perusahaan dapat menjadi mediasi pada pengaruh Biaya Modal terhadap Imbal hasil Saham di Indonesia.

Kata kunci: biaya modal, nilai perusahaan, imbal hasil saham, sobel test

ABSTRACT

Investing in real assets or financial assets is increasingly becoming the choice for the public, forgetting a return or profit. This research aims to examine the effect of Cost of Capital on Stock Returns through Corporate Values as mediating variables in Indonesia during 2013-2017. The sample in this study was 780 companies. The method used in this study is regression analysis to see the influence between variables and path analysis to see the mediating effects of intervening variables. The results of this study indicate that the value of the Company can mediate the relationship between the cost of capital and stock return in Indonesia.

Keywords: *cost of capital, firm value, return, sobel test*

PENDAHULUAN

Investasi dalam aset riil ataupun aset keuangan semakin menjadi pilihan bagi masyarakat dalam mendapatkan imbal hasil (*return*) atau keuntungan. Pasar modal menjadi salah satu pilihan bagi investor untuk menanamkan modalnya pada aset keuangan. Pasar modal menjadi pilihan bagi investor untuk menanamkan modalnya pada aset keuangan. Pasar modal memiliki fungsi menyalurkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) kepada pihak yang membutuhkan dana (emiten) secara langsung. Investor akan mendapatkan imbal hasil atau imbal hasil dengan menanamkan kelebihan dana yang dimilikinya, sedangkan bagi emiten akan mendapatkan dana untuk mendanai kegiatan operasionalnya. Salah satu instrument investasi keuangan adalah saham. Harga saham bagi perusahaan atau emiten merupakan cerminan dari nilai perusahaan tersebut (Fama, 1978; dan Wright & Ferris, 1997).

Nilai perusahaan merupakan sesuatu yang penting bagi manajemen karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka akan diikuti oleh tingginya kesejahteraan pemegang saham. Hal ini dikarenakan pada awalnya perusahaan didirikan dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan atau pemegang saham, sehingga pernyataan tersebut bisa diringkas menjadi semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Optimalisasi dari nilai perusahaan akan selalu menjadi tanggung jawab manajemen untuk merealisasikan. Pihak manajemen akan dituntut untuk memutuskan segala sesuatu yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan yang salah satunya adalah Keputusan terkait keuangan. Keputusan keuangan merupakan salah satu faktor yang menentukan nilai suatu perusahaan melalui keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen (Sudana, 2011).

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana memperoleh dana secara optimal untuk kelangsungan hidup perusahaan. Ketika perusahaan mendapatkan pendanaan, secara otomatis akan muncul biaya yang timbul akibat perolehan dana tersebut yang disebut Biaya Modal atau *Cost of Capital*. *Cost of capital* sebagai biaya yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan Mardiyah (2002). Secara tidak langsung, dapat dikatakan bahwa biaya modal yang timbul akibat perolehan dana akan sangat berpengaruh pada nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya (Markowitz, 1952). Ketika nilai perusahaan meningkat maka harga saham akan meningkat dan otomatis imbal hasil yang didapatkan oleh investor atau pemegang saham juga akan meningkat.

Pentingnya biaya modal bagi perusahaan juga didukung oleh Frank and Shen (2016) yang menyatakan bahwa biaya modal saat ini secara esensial merefleksikan pergerakan perusahaan melalui investasi yang optimal. Selain itu, Frank & Shen juga menjelaskan bahwa ketika biaya modal ekuitas lebih besar nilainya dibandingkan dengan biaya modal hutang, maka biaya modal keseluruhan akan berpengaruh positif terhadap investasi perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan dan hal tersebut juga berlaku sebaliknya (*vice versa*) apabila biaya modal hutang nilainya lebih besar dari nilai biaya modal ekuitas. Penyebabnya karena pasar akan merespon keputusan-keputusan perusahaan terkait dengan alokasi pendanaan yang salah satunya adalah pemilihan investasi yang memiliki peluang mendapatkan keuntungan di masa depan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa penentuan biaya modal berdasarkan *expected return* bisa diterapkan di Indonesia. Penerapan biaya modal ekuitas berdasarkan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dapat menjelaskan hubungan antara risiko dan imbal hasil investor.

Saham biasa digolongkan sebagai investasi yang berisiko dalam penilaian mengenai risiko. Risiko atau beta adalah kemungkinan penyimpangan dari imbal hasil yang diharapkan (*expected return*). Saham berisiko dapat dikombinasi dalam sebuah portofolio menjadi investasi yang lebih rendah risiko dari pada saham biasa tunggal. Diversifikasi saham tersebut akan mengurangi risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*), tetapi tidak dapat mengurangi risiko yang sistematis (*systematic risk*). *Unsystematic risk* adalah bagian dari risiko perusahaan yang dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi sedangkan *systematic risk* adalah risiko yang tidak dapat dihilangkan meskipun sudah dilakukan diversifikasi.

Penelitian yang dilakukan Satriawan and Agustina (2016) memperlihatkan bahwa pengaruh mediasi dari Nilai Perusahaan terhadap Imbal hasil Saham tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena sampel penelitian adalah perusahaan LQ45, dimana dalam penelitiannya menyatakan bahwa investor tidak melihat besar kecilnya Nilai Perusahaan karena perusahaan LQ45 sahamnya banyak diperdagangkan dan cenderung stabil dalam meyakinkan investor dalam menanamkan modalnya. Selain itu, Shin and Slutz (2000) dalam penelitiannya menyatakan bahwa nilai perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko sistematis dan risiko tidak sistematis perusahaan. Hal ini membuat peneliti tertarik untuk melihat apakah nilai perusahaan juga memiliki pengaruh terhadap imbal hasil saham yang mana hubungan risiko dan imbal hasil menurut Eiteman *et al.* (2013) merupakan *trade off* dari ketidakpastian kejadian dimasa depan yang membuat investor mengharapkan imbal hasil minimal sepadan dengan risiko yang mungkin terjadi. Selanjutnya peneliti juga ingin melihat apakah terdapat factor mediasi dari Nilai Perusahaan pada pengaruh Biaya Modal terhadap Imbal hasil saham berpengaruh atau tidak pada seluruh perusahaan yang terdaftar tidak hanya di LQ45 tapi juga di Bursa Efek Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori keagenen (*Agency Theory*) merupakan basis teori yang telah banyak di gunakan oleh perusahaan selama ini. Teori keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Prinsip utama dari teori ini menyatakan adanya hubungan kerjasama antara pihak yang memberi wewenang (prinsipal) yaitu investor atau pemegang saham dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer dalam mengelola perusahaan. Pada hubungan kerjasama tersebut, diharapkan agensi dapat memaksimalkan dan memuaskan keinginan prinsipal serta prinsipal dapat menjamin agensi yang dapat memenuhi keinginannya untuk menerima penghargaan dari hasil aktivitas pengelolaan perusahaan milik investor. Manajer sebagai pihak yang mengelola kegiatan perusahaan sehari-hari memiliki lebih banyak informasi internal dibandingkan pemilik (pemegang saham) mengenai kondisi perusahaan. Manajer memiliki kewajiban untuk memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Laporan keuangan tersebut penting bagi para pengguna informasi eksternal terutama karena kelompok ini berada dalam kondisi yang paling besar ketidakpastiannya untuk melihat kondisi yang sebenarnya di perusahaan dengan harapan laporan tersebut dapat memuaskan investor (Ross *et al.*, 2015). Principal dapat menilai, mengukur, dan mengawasi sampai sejauh mana agen tersebut bekerja untuk meningkatkan kesejahteraannya dan nilai perusahaan, serta memberikan kompensasi kepada agen dengan berpedoman pada laporan keuangan yang dilaporkan oleh agen sebagai pertanggungjawaban kinerjanya (Watts & Zimmerman, 1986).

Investasi merupakan aktivitas transaksi berupa pembelian aset baik berbentuk riil maupun financial dan bertujuan untuk memperoleh imbal hasil di masa mendatang dengan tetap mempertimbangkan risiko. Investasi pada aset keuangan dibedakan menjadi dua, yaitu investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan cara membeli langsung aset keuangan dari suatu perusahaan yang diperjualbelikan di pasar. Pada jenis investasi ini, investor melakukan sendiri aktivitas penjualan atau pembelian sekuritas dan pemantauan atas pergerakan harga sekuritas. Pada jenis investasi langsung, investor akan mempunyai kontrol penuh terhadap instrumen investasi yang dimilikinya. Sedangkan Investasi tidak langsung merupakan salah satu cara berinvestasi dimana investor membeli dan atau menjual saham atau sekuritas lainnya melalui perusahaan investasi atau perantara (Bodie *et al.*, 2014).

Investasi tidak langsung melalui perusahaan investasi sangat menarik bagi sebagian investor terutama investor dengan modal kecil karena perusahaan investasi tersebut akan mengumpulkan dana dari beberapa investor kecil dan setelah itu menginvestasikannya. Hal

tersebut akan membuat investor yang memiliki modal kecil akan dapat menikmati keuntungan dengan pembentukan portofolio yang dilakukan oleh manager investasi.

Saham merupakan surat berharga bukti penyertaan kepemilikan terhadap sebuah perusahaan (Husnan, 2004). Masing-masing lembar saham mewakili satu suara tentang segala hal dalam pengurusan perusahaan dan dapat menggunakan suara tersebut dalam rapat tahunan perusahaan dan pembagian keuntungan. Bodie *et al.* (2014) menyatakan bahwa Imbal hasil (*return*) adalah penghasilan yang diperoleh selama periode investasi per sejumlah dana yang diinvestasikan. Secara umum, tingkat pengembalian suatu investasi adalah persentase penghasilan total selama periode investasi dibandingkan harga beli investasi tersebut. Apabila harga jual melebihi harga belinya maka terjadilah capital gain. Demikian sebaliknya, apabila harga jual lebih kecil dari harga belinya maka terjadi capital loss. Imbal hasil yang diterima oleh investor di pasar modal dibedakan menjadi dua jenis yaitu current income dan capital gain/capital loss. *Current income* adalah keuntungan yang didapat melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti dividen, sedangkan capital gain/capital loss merupakan selisih laba yang dialami oleh pemegang saham karena harga saham sekarang relatif lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan harga saham sebelumnya. Jika harga saham sekarang (P_t) lebih tinggi dari harga saham periode sebelumnya (P_v) maka pemegang saham mengalami capital gain. Jika yang terjadi sebaliknya maka pemegang saham akan mengalami capital loss. Rumus untuk menghitung imbal hasil saham pada penelitian ini adalah (Bodie *et al.*, 2014):

$$R_t = \frac{P_t - P_v}{P_v} \dots\dots\dots(1)$$

Dimana :

- R_t = Imbal hasil saham dan atau indeks pasar pada bulan ke-t.
- P_t = Harga saham dan atau indeks pasar pada bulan ke-t.
- P_v = Harga saham dan atau indeks pasar pada bulan ke t-1.

Nilai perusahaan memberikan gambaran kepada manajemen mengenai persepsi investor mengenai kinerja masa lalu dan prospek perusahaan di masa yang akan datang (Brigham & Houston, 2003). Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut. Nilai perusahaan dapat direfleksikan melalui harga pasar dimana harga pasar merupakan barometer dari kinerja perusahaan karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran atau keuntungan bagi pemegang saham jika harga perusahaan meningkat. Nilai pasar perusahaan ini merupakan nilai yang diberikan pada bursa kepada manajemen dan perusahaan sebagai organisasi yang terus tumbuh (Brigham & Houston, 2003). Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan,

**Wishnu Okky Pranadi Tirta
Fitri Ismiyanti**

salah satunya dengan price to book value (PBV). Price to book value merupakan pembagian nilai pasar saham dengan nilai buku per lembar saham (Damodaran; 1997).

Dengan kata lain, Rasio Price to Book Value ini dapat menunjukkan apa yang akan didapatkan oleh pemegang saham setelah perusahaan terjual dengan semua hutangnya telah dilunasi. Nilai PBV yang lebih dari 1 dikatakan sebagai *overvalued* yang dapat diartikan bahwa saham perusahaan dinilai lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya. Nilai PBV yang kurang dari 1 dikatakan sebagai *undervalued* yang dapat diartikan bahwa saham perusahaan dinilai lebih rendah dibandingkan nilai bukunya. Nilai PBV yang sama dengan 1 dapat diartikan bahwa saham perusahaan dinilai sama dengan nilai bukunya (Damodaran, 1997). Formula dari PBV adalah:

$$PBV = \frac{(EMV/OS)^t}{(EBV/OS)^t} \dots\dots\dots(2)$$

Dimana :

- PBV = Nilai Perusahaan
- OS = *Outstanding Share*
- EMV = Nilai Pasar dari Ekuitas
- EBV = Nilai Buku dari Ekuitas

Biaya modal merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham biasa atau menggunakan laba yang ditahan untuk investasi. Biaya modal didefinisikan sebagai tingkat pengembalian minimum suatu perusahaan yang diukur berdasarkan proporsi ekuitas dari seluruh investasi agar dapat mempertahankan harga pasar sekuritasnya (Brigham & Houston, 2003). Di dalam memenuhi modal yang dibutuhkan tersebut perusahaan dapat menerbitkan dan menjual surat berharga berupa obligasi (modal pinjaman) dan saham (modal sendiri). Menurut Brigham dan Houston (2003), ada tiga alasan mengapa biaya modal adalah hal penting, yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan, manajer harus meminimalkan biaya dari semua masukan, termasuk modal. Agar dapat meminimalkan biaya modal, manajer harus mampu mengukur biaya modal dan memerlukan estimasi dari biaya modal agar dapat mengambil keputusan yang tepat di bidang penganggaran barang modal dan untuk berbagai macam keputusan lainnya yang dapat diambil oleh manajer keuangan. Perhitungan untuk Biaya Modal adalah sebagai berikut :

$$WACC = \frac{E}{D+E} (rE)^{t-1} + \frac{D}{D+E} (rD)^t (1-T) \dots\dots\dots(3)$$

Dimana,

- D = Liabilitas
- E = modal sendiri (equity)
- rD = *cost of debt*
- rE = *cost of equity* dengan model CAPM
- T = tarif pajak

Puwanenthiren *et al.* (2018) meneliti tentang pengaruh Biaya modal terhadap nilai perusahaan pada negara Australia dan Sri Lanka. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa biaya modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan di negara Australia, sedangkan di negara Sri Lanka menunjukkan hasil yang sebaliknya yaitu biaya modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal-hal yang membuat hasil penelitian tersebut berbeda diantaranya adalah perbedaan *human capital*, dimana manajemen di perusahaan-perusahaan Australia yang memiliki tingkat *human capital* yang tinggi cenderung menggunakan banyak variasi dalam mengukur biaya modal dibandingkan manajemen di perusahaan-perusahaan di negara Sri Lanka yang memiliki tingkat *human capital* yang rendah. Peranan mediasi dari Nilai Perusahaan terhadap Imbal hasil saham dikemukakan oleh Satriawan dan Agustina (2016) setelah melihat adanya pengaruh yang besar antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan dan pengaruh nilai perusahaan terhadap imbal hasil saham. Menurut Satriawan dan Agustina, hal ini memperkuat kemungkinan bahwa nilai perusahaan mampu menjadi mediasi dari profitabilitas terhadap imbal hasil saham.

Pengaruh signifikan biaya modal terhadap imbal hasil saham terjadi karena biaya modal merupakan *required rate of return* yang disyaratkan oleh investor ketika menginvestasikan dananya ke perusahaan, sehingga harga saham perusahaan di akhir tahun diharapkan minimal meningkat sebesar biaya modalnya (Hughes *et al.*, 2009). Dalam menilai apakah harga saham sebuah perusahaan sudah mencerminkan kinerja dan performa yang bagus, investor dapat melihatnya dari nilai perusahaan tersebut. Tujuannya adalah untuk memastikan bahwa perusahaan tersebut memang memiliki prospek yang menjanjikan dalam memaksimalkan kekayaan investor. Octora *et al.* (2003) melakukan penelitian di Indonesia untuk melihat bagaimana pengaruh nilai perusahaan dan kinerja perusahaan terhadap imbal hasil saham. Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa nilai perusahaan dan kinerja perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat imbal hasil saham.

Puwanenthiren *et al.* (2018) meneliti tentang pengaruh Biaya modal terhadap Nilai Perusahaan pada negara Australia dan Sri Lanka. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa Biaya modal berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan di negara Australia, sedangkan di negara Sri Lanka menunjukkan hasil yang sebaliknya yaitu Biaya modal berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. Hal-hal yang membuat hasil penelitian tersebut berbeda diantaranya adalah perbedaan *human capital*, dimana manajemen di perusahaan-perusahaan Australia yang memiliki tingkat *human capital* yang tinggi cenderung menggunakan banyak variasi dalam mengukur Biaya modal dibandingkan manajemen di perusahaan-perusahaan di negara Sri Lanka yang memiliki tingkat *human capital* yang rendah. Sattar (2015) juga meneliti bahwa Biaya modal secara parsial berpengaruh

terhadap Nilai Perusahaan di Negara Pakistan ketika menggunakan proxy *Capital Asset Pricing Model* dalam mengukur biaya modal ekuitasnya.

Tujuan dari investor dalam menginvestasikan modalnya menurut Tandelilin (2010) adalah untuk mendapatkan kemakmuran dimasa depan, untuk mengurangi tekanan inflasi dan dorongan untuk menghemat pajak. Sehingga memaksimalkan imbal hasil saham merupakan tujuan utama dari investor karena hal itu mencerminkan seberapa besar suatu perusahaan dapat memberikan keuntungan atas investasi yang sudah dilakukannya. Agar dapat memaksimalkan imbal hasil, perusahaan dihadapkan pada tiga keputusan keuangan yang salah satunya adalah keputusan pendanaan. Pendanaan tersebut bisa didapatkan salah satunya melalui penerbitan saham. Ketika pendanaan sudah diperoleh, otomatis akan muncul biaya atas perolehan dana tersebut. Ketika manager bisa memenuhi keinginan investor atas imbal hasil saham melalui penentuan biaya modal, maka hubungan keagenan antara manajemen dan investor akan berjalan baik sehingga konflik keagenan antara kedua kubu tidak terjadi dan biaya keagenan juga tidak akan muncul. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat dibuat kaitan antara Biaya Modal terhadap Imbal hasil Saham yang akan dimediasi oleh Nilai Perusahaan dengan hipotesis sebagai berikut :

H₁ : Terdapat pengaruh Biaya Modal terhadap Imbal hasil Saham

H₂ : Terdapat pengaruh Biaya Modal terhadap Nilai Perusahaan

H₃ : Terdapat pengaruh tidak langsung Biaya Modal terhadap Imbal hasil Saham dengan Di Mediasi Nilai Perusahaan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, yaitu penelitian yang menitikberatkan pada pengujian hipotesis, data yang digunakan adalah data sekunder, dan akan menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasikan. Metode yang digunakan untuk menganalisis data dalam penelitian ini menggunakan metode regresi, yaitu teknik statistik yang digunakan untuk mencari jawaban secara mendasar mengenai sebab-akibat dari variabel penelitian, dengan menganalisis faktor-faktor penyebab terjadinya maupun munculnya suatu fenomena atau kejadian tertentu. Pengujian hipotesis dilakukan untuk menguji pengaruh Biaya Modal yang diitung berdasarkan *Capital Asset Pricing Model* terhadap Imbal hasil Saham dengan di mediasi oleh Nilai Perusahaan. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan sampel dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013 sampai 2017 dengan menerapkan Purposive Sampling yaitu Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013 sampai tahun 2017, Perusahaan mempunyai data harga saham selama tahun penelitian, Perusahaan tidak memiliki nilai ekuitas dengan nilai *negative* dan Nilai beta perusahaan tercantum dalam Perfindo Beta Stock yang dikeluarkan

oleh PT. Pemeringkat Efek Indonesia. Hasil dari *purposive sampling* tadi menghasilkan sampel 780 perusahaan. Definisi operasional pada penelitian ini adalah:

1. Imbal hasil Saham yang diperoleh berdasarkan persamaan 1;
2. Nilai Perusahaan yang diperoleh berdasarkan persamaan 2;
3. Biaya Modal yang diperoleh berdasarkan persamaan 3.

Model analisis pada penelitian ini akan menggunakan analisis regresi untuk melihat hipotesis H₁ dan H₂. Sedangkan untuk hipotesis H₃ akan menggunakan analisis jalur dengan uji Sobel Test (Sobel, 1982) untuk melihat apakah terdapat efek mediasi dari nilai perusahaan. Model analisis regresi dan analisis mediasi adalah sebagai berikut:

$$\text{Return} = \alpha + \beta_{\text{coc}} \text{Cost of Capital} + \epsilon \dots\dots\dots (4)$$

$$\text{Firm Value} = \alpha + \beta_{\text{coc}} \text{Cost of Capital} + \epsilon \dots\dots\dots (5)$$

$$\text{Return} = \alpha + \beta_{\text{coc}} \text{Cost of Capital} + \beta_{\text{fv}} \text{Firm Value} + \epsilon \dots\dots\dots (6)$$

Indikator penilaian untuk variabel mediasi menggunakan Sobel Test sendiri merupakan uji untuk mengetahui apakah hubungan yang melalui sebuah variabel mediasi secara signifikan mampu sebagai mediator dalam hubungan tersebut. Uji sobel dilakukan dengan cara menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel independen (X) ke variabel dependen (Y) melalui variabel mediasi (M). Sobel Test dapat dihitung dengan rumus:

$$t = \frac{ab}{\sqrt{b^2 Sa^2 + a^2 Sb^2}} \dots\dots\dots (7)$$

Dimana :

- a : koefisien pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel mediasi
- b : koefisien pengaruh langsung variabel mediasi terhadap variabel dependen
- Sa : *standart error* dari koefisien a
- Sb : *standart error* dari koefisien b

Nilai t hitung ini dibandingkan dengan nilai t tabel yaitu $\geq 1,96$ untuk *level of confidence* 5%. Jika nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi.

HASIL DAN DISKUSI

Hasil dari penelitian ini didapatkan beberapa informasi berupa nilai rata-rata, nilai maksimum dan nilai minimum dari sampel penelitian yang bisa dilihat pada Tabel 1. Variabel penelitian ini adalah imbal hasil saham, nilai perusahaan dan biaya modal. Nilai tertinggi imbal hasil saham berada pada nilai 2,0582 atau 205%, sedangkan nilai terendah imbal hasil saham adalah -0,9093 atau -90,9% dan nilai rata-rata imbal hasil saham selama penelitian adalah 0,1098 atau 10,9%. Hal tersebut menunjukkan variasi yang tinggi antar perusahaan dalam memperoleh imbal hasil. Rata-rata nilai perusahaan adalah 0,9084 dengan nilai maksimum dan minimum adalah 0,0441 dan 1,9504. Nilai perusahaan yang nilainya berada dibawah

angka satu menunjukkan bahwa nilai pasarnya masih dibawah nilai bukunya sehingga kedepan harga sahamnya masih bisa naik. Sedangkan perusahaan yang nilai perusahaannya di atas angka 1 menunjukkan bahwa perusahaan itu *overvalued* atau harga sahamnya berada diatas nilai bukunya. Nilai rata-rata Biaya Modal selama penelitian adalah 0,0632 dengan nilai maksimum dan minimum sebesar -0,2349 dan 0,2970. Analisis model regresi pada penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 1.

Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-Rata	Minimum	Maximum
Return	0,1098	-0,9093	2,0582
Firm Value	0,9084	0,0441	1,9504
Cost of Capital	0,0632	-0,2349	0,2970
N = 780			

Berdasarkan hasil analisis tabel 2 untuk ketiga model regresi, variabel independen dan variabel mediasi berpengaruh positif terhadap variabel dependen dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dan 0,028. Hal ini menunjukkan bahwa Biaya Modal berpengaruh signifikan positif terhadap Imbal hasil saham dan nilai perusahaan juga berpengaruh signifikan positif terhadap Imbal hasil saham. Kemampuan biaya modal dan nilai perusahaan dalam menjelaskan variasi dari imbal hasil saham terlihat pada nilai *adjusted R²* sebesar 0,046 atau 4,6% dimana hal ini menunjukkan bahwa kemampuannya sangat kecil dalam menjelaskan variasi Imbal hasil saham. Sedangkan sisanya sebesar 95,4% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian. Hasil regresi secara parsial juga menunjukkan hasil yang signifikan dimana regresi pada pengaruh biaya modal terhadap imbal hasil saham dan pengaruh biaya modal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan positif dengan nilai signifikansi 0,000 dan nilai koefisien beta sebesar 0.104 dan 0.206 sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis alternatif H₁ dan H₂ di terima.

Tabel 2.

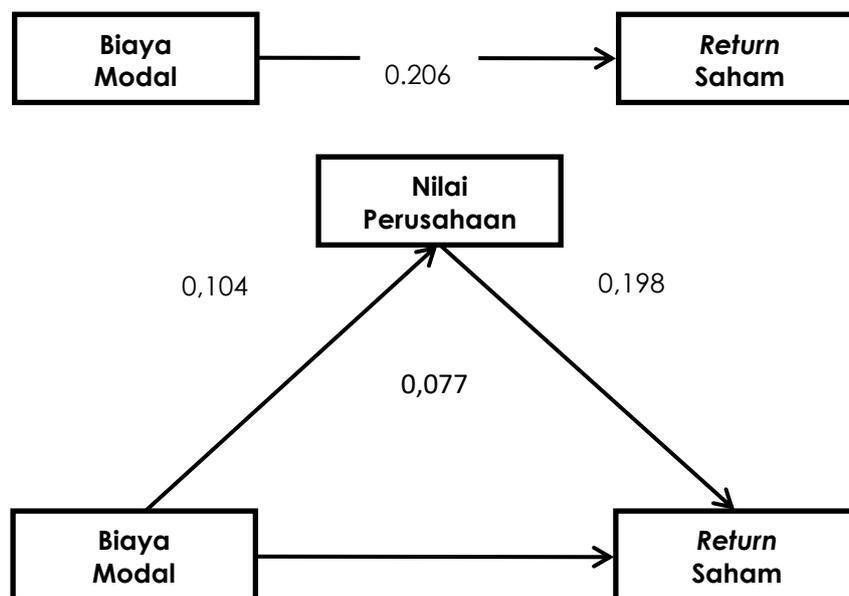
Hasil Analisis Regresi

Variabel	Firm Value		Return		Simultan	
	Koefisien Regresi	Sig.	Koefisien Regresi	Sig.	Koefisien Regresi	Sig.
Cost of Capital	0,104	0,004	0,206	0,000	0,198	0,000
Firm Value	-		-		0,077	0,028
F-Statistic	8,579		34,534		19,762	
Sig-F	0,004		0,000		0,000	
R-Square	0,011		0,043		0,048	
Adjusted R ²	0,010		0,041		0,046	
Sobel Test	-		-		5,936	

Faktor efek mediasi dari Nilai Perusahaan dapat dilihat dengan metode *Causal Step* yang dikembangkan oleh Baron dan Kenny (1986). Berdasarkan metode *causal step*, terdapat

beberapa syarat yang harus terpenuhi tercapainya efek mediasi. Menurut Shrout dan Bolger (2002), efek mediasi akan tercapai apabila terpenuhinya dua tahapan yang harus dilalui. Tahapan pertama adalah regresi variabel independen terhadap variabel dependen harusnya signifikan ketika tanpa di tambahkan oleh variabel mediasi. Tahapan kedua adalah regresi variabel mediasi terhadap variabel dependen juga harus signifikan. Kedua tahapan tersebut telah terpenuhi dengan diterimanya H_1 dan H_2 yang mana hasilnya menunjukkan bahwa pengaruh biaya modal terhadap imbal hasil saham dan pengaruh biaya modal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan.

Berdasarkan pada Bagan 1 terlihat bahwa koefisien regresi pengaruh langsung dari biaya modal terhadap imbal hasil saham adalah 0,206 sedangkan ketika nilai perusahaan dimasukkan dalam model regresi sebagai mediasi, nilai koefisien regresi biaya modal terhadap imbal hasil saham menurun menjadi 0,077. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan bisa menjadi mediasi biaya modal untuk mempengaruhi imbal hasil saham meskipun mediasi yang dihasilkan adalah mediasi parsial dan bukannya mediasi sempurna. Hal ini disebabkan oleh nilai signifikansi biaya modal terhadap imbal hasil saham ketika dimasukkan nilai perusahaan tetap menunjukkan hasil signifikan sebesar 0,000.



Bagan 1.

Analisis Mediasi

Hasil *Causal Step* diatas yang menyatakan bahwa terdapat mediasi dari nilai perusahaan pada biaya modal terhadap imbal hasil saham juga didukung oleh uji Sobel Test. Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai Sobel Test pada efek tidak langsung dari nilai perusahaan adalah sebesar 5,936 yang mana nilai ini lebih tinggi dari nilai t tabel dengan signifikansi 0,05 yaitu >1,96. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan memediasi pengaruh biaya modal

terhadap imbal hasil saham adalah signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis H_3 yang menyatakan terdapat pengaruh tidak langsung biaya modal terhadap imbal hasil saham dengan dimediasi nilai perusahaan adalah diterima dan H_0 ditolak.

Biaya modal merupakan biaya riil yang harus ditanggung perusahaan akibat dari aktivitas perolehan modal. Pengaruh Biaya Modal terhadap Nilai Perusahaan yang tercermin pada nilai signifikansi biaya modal terhadap *Price Book Value* (PBV) adalah signifikan positif yang artinya semakin besar biaya modal yang dikeluarkan oleh perusahaan maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Hal ini didukung oleh penelitian Puwanenthiren et al. (2018) yang menyatakan bahwa ada pengaruh positif Biaya Modal terhadap Nilai Perusahaan. Sedangkan menurut Martono dan Harjito (2008: 240), biaya modal yang minimal merupakan hasil dari optimalisasi perolehan pendanaan atau struktur modal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan atau bisa juga diartikan bahwa maksimalisasi nilai perusahaan salah satunya bisa didapatkan ketika perusahaan bisa mendapatkan modal yang optimal dengan biaya yang minimal.

Bodie et al. (2014) menjelaskan bahwa return adalah imbal hasil yang akan diterima investor di masa depan dengan *menskontokan* ke masa sekarang dengan berdasarkan perhitungan yang sudah ditentukan. Sehingga bagi perusahaan, return yang diinginkan oleh para investor ini merupakan tanggung jawab yang harus mereka penuhi di masa depan atas peminjaman dana dari investor. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan berperan penting dalam memproyeksikan kinerja perusahaan sehingga dapat mempengaruhi investor dan calon investor terhadap suatu perusahaan. Rasio PBV sebagai proxy nilai perusahaan ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena PBV bisa menjelaskan berbagai fenomena dalam kegiatan perusahaan, seperti misalnya terjadi perbedaan dalam pengambilan peluang investasi dan diversifikasi (Claessens & Fan, 2003), hubungan antara kepemilikan saham manajemen dan nilai perusahaan (Onwioduokit, 2002), hubungan antara kinerja manajemen dengan keuntungan dalam akuisisi (Gompers, 2003) dan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi (Imala, 2002).

Kemampuan untuk meningkatkan imbal hasil saham merupakan hal yang sangat diperlukan oleh perusahaan dalam memakmurkan pemegang saham. Hal itu menyebabkan banyak penelitian yang terus mengembangkan metode dalam mengestimasi imbal hasil atau biaya modal agar dapat memberikan hasil yang optimal. Pengaruh Biaya Modal terhadap Imbal hasil saham sangat signifikan. Hal ini disebabkan karena bagi perusahaan, imbal hasil yang diharapkan dari investor merupakan biaya yang harus perusahaan bayar ketika investor

meminjamkan dananya, sehingga bisa diartikan bahwa meningkatnya Imbal hasil saham merupakan jawaban atau bentuk tidak langsung atas pembayaran biaya modal dari perusahaan atas perolehan dananya yang bersumber dari investor. Penentuan biaya modal berdasarkan *expected return* saham perusahaan sangat bagus bagi manajemen perusahaan karena penggunaan proxy yang sama antara investor dan perusahaan akan menghasilkan persepsi yang tidak jauh berbeda (Drobetz *et al.*, 2018). Hal ini juga didukung oleh Markowitz (1952), Fama dan French (1993 & 2015), Hou *et al.* (2012), Chiah *et al.* (2015) dan Barillas dan Shanken (2015) yang memperlihatkan bahwa perhitungan biaya modal dengan metode yang bermacam-macam seperti CAPM, *Fama-French Three Factor Model*, *q-Factor Model* & *Fama-French Five Factor Model* sangat berpengaruh terhadap imbal hasil saham perusahaan.

Efek mediasi dari nilai perusahaan pada pengaruh biaya modal terhadap imbal hasil saham merupakan refleksi dari ekspektasi investor terhadap imbal hasil yang mereka harapkan dari perusahaan. Hasil Sobel Test yang menunjukkan hasil signifikan memperkuat pernyataan tersebut. Menurut Ayeeni dan Alaoye (2015) hubungan antara biaya modal dengan nilai perusahaan ditentukan oleh banyak faktor baik kualitatif, kuantitatif maupun subyektif dalam rangka pengambilan keputusan terkait perencanaan dan desain dari operasional perusahaan ke depan. Keputusan tersebut sangat penting tidak hanya untuk meningkatkan imbal hasil secara maksimal tetapi juga akan berdampak pada kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan yang kompetitif. Berdasarkan hasil dari penelitian ini juga telah menolak hasil dari Satriawan dan Agustina (2016) yang menyatakan bahwa efek mediasi dari nilai perusahaan tidak berpengaruh pada imbal hasil saham. Penggunaan jumlah sampel penelitian yang lebih besar dengan menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dibandingkan perusahaan yang terdaftar di LQ45 juga menunjukkan bahwa kebanyakan nilai perusahaan dapat menjadi mediasi antara biaya modal terhadap imbal hasil saham.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil pengolahan data dan pengujian hipotesis pada model regresi dan model analisis jalur yang diajukan, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Biaya modal berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil saham. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dapat memenuhi ekspektasi imbal hasil investor yang bagi perusahaan imbal hasil tersebut adalah biaya yang harus mereka keluarkan atas perolehan dananya.
2. Biaya modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Meningkatnya biaya modal juga akan meningkatkan nilai perusahaan, karena nilai perusahaan merupakan refleksi dari proses pengelolaan dana yang bersumber dari investor.

3. Adanya efek mediasi yang signifikan dari pengaruh biaya modal terhadap imbal hasil saham melalui nilai perusahaan menunjukkan bahwa biaya modal tidak langsung akan mempengaruhi imbal hasil saham. Perlunya pengelolaan dana yang efektif dan efisien untuk meningkatkan nilai perusahaan maka akan terpenuhinya ekspektasi investor berupa imbal hasil dari harga sahamnya yang ikut meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ayeni, T. M., dan Olaoye, B. J. 2015. Cost of Capital Theory and Firm Value : Conceptual Perspective. *International Journal of Multidisciplinary Research and Development* 2 (10): 632- 636.
- Barillas, F., dan Shanken, J. 2015. Comparing Asset Pricing Models. SSRN Papers, 2676709.
- Baron, R. M., dan Kenny, D. A. 1986. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51(6): 1173-1182.
- Bodie, Z., Kane, A., dan Marcus, A. 2014. *Manajemen Portofolio & Investasi*. Edisi 9. Jakarta. Salemba Empat.
- Brigham, E. F., dan Joel, F. H. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku 2 Edisi 11. Jakarta. Salemba Empat.
- Chiah, M., Chai, D., dan Zhong, A. 2015. A Better Model ? An Empirical Investigation Of The Fama-French Five Factor Model In Australia. SSRN Working Paper No. 2545379.
- Claessens, S., dan Fan, J. P. H. 2003. Corporate Governance in Asia: A Survey. Working Paper.
- Damodaran, A. 2006. *Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2nd Edition, John Willey & Son, Inc., New Jersey, USA.
- Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O., dan Janzen, M. 2018. Policy uncertainty, investment, and the cost of capital. *Journal of Financial Stability* 39: 28–45.
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I. dan Moffet, M. H. 2013. *Multinational Business Finance*, 13th Edition. Pearson Publishing. New York.
- Fama, E. 1978. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review* 68(3): 272-284.
- Fama, E., dan French, K. 1993. Common Risk Factors In The Returns On Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33: 3–56.
- Fama, E., dan French, K. 2015. A Five Factor Pricing Model, *Journal Of Financial Economics* 116(1): 1-22.
- Frank, M. Z., dan Shen, T. 2016. Investment and the weighted average cost of capital. *Journal of Financial Economics* 119: 300–315.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., dan Metrick, A. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. NBER Working Paper.

- Hou, K., Xue, C., dan Zhang, L. 2012. Digesting Anomalies : An Investment Approach. NBER working paper No. 18435.
- Hughes, J., Liu, J. dan Liu J. 2009. On The Relation Between Expected Returns and Implied Cost of Capital. *Review of Accounting Studies* 14: 246 – 259.
- Husnan, S. 2004. *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat, Yogyakarta. BPFE.
- Imala, O. I. 2002. Monitoring Compliance with International Financial Standards: Role of Central Banks. WABA Seminar, Abijan, February.
- Jensen., dan Meckling. 1976. The Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial and Economics* 3: 305 – 360.
- Mardiyah, A. A. 2002. Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap cost of equity capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.
- Markowitz, H. 1952. Portfolio Selection. *The Journal of Finance* 7(1): 77-91.
- Martono., dan Agus, H. (2008). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua, Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.
- Octora, M., S. Yuliana, dan A. P. Thio. 2003. Analisa Pengaruh Penilaian Kinerja dengan Konsep Konvensional dan Konsep Value Based Terhadap Rate of Return. Seminar Nasional Akuntansi(6). Oktober 2003. Hal. 438-449.
- Onwioduokit, E. A. 2002. Current World Financial Crisis: Lessons to be Learnt. Seminar on Corporate Governance and International Financial Standards, WABA-Seminar, Abijan.
- Puwanenthiren, P., Thirunavukarasu, V., dan Sathasivam B. 2018. An Empirical Analysis on Capital Budgeting Models, Uncertainty Tools, Cost of Capital and Firm Performance A Comparison between Australia and Sri Lanka. *European Journal of Applied Business Management* 4(20): 128-146.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Lim, J., Tan, R. dan Wong, H. (2015). *Corporate Finance, Asia Global Edition 10th Edition*. McGraw-Hill Education. New York.
- Satriawan, H., dan B. Agustina, L. 2016. Determinan Harga Saham dengan Nilai Perusahaan Sebagai Vairabel Intervening. *Accounting Analysis Journal* 5(2):113-121.
- Sattar, M. S. A. 2015. Cost of Capital – The Effect to the Firm Value and Profitability : Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index. *Journal of Poverty, Investment and Development* 17: 24-28.
- Shin, H. dan Stulz, R. M. 2000. Firm Value, Risk and Growth Opportunities. NBER Working Paper. No. 7808. Issued in July 2000.
- Shrout, P. E. dan Bolger, N. 2002. Mediation in experimental and nonexperimental studies: New procedures and recommendations. *Psychological Methods* 7(4): 422-445.
- Sobel, M. E. 1982. Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models. In S. Leinhardt (Ed.), *Sociological Methodology*: 290-312.

Wishnu Okky Pranadi Tirta
Fitri Ismiyanti

- Sudana, I. M. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan, Teori dan Praktik*. Jakarta. Penerbit Erlangga.
- Sujoko,. dan Soebiantoro, U. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Interen dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9(1).
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta : Kanisius.
- Watts, R. L. dan Jerold L. Z. 1986. *Positive Accounting Theory*. USA: Prentice-Hall.
- Wright, P., dan Ferris, S. P. 1997. Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal* 18(1): 77–83.