

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian adalah usaha yang sistematis untuk menemukan jawaban ilmiah terhadap suatu masalah. Untuk melengkapi landasan teori, berikut ini disajikan beberapa hasil penelitian terdahulu.

Kesuma (2009) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dan harga saham, dimana variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal, sedangkan variabel independen meliputi: pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, profitabilitas dan rasio hutang. Hasil pengujian hipotesis di atas memberikan sebuah gambaran tentang variabel yang mempunyai pengaruh terbesar terhadap harga saham, yaitu profitabilitas sebesar 53,8% dan pengaruh total terkecil yaitu pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap harga saham sebesar 12%. Hal ini setidaknya memberikan penjelasan bahwa profitabilitas perusahaan merupakan prioritas utama bagi investor dalam memutuskan untuk menanamkan dananya disamping juga melihat rasio hutang, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan struktur modal dari perusahaan. pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan besarnya pengaruh langsung pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal sebesar 19,1% dan arah berlawanan dimana dengan meningkatnya pertumbuhan penjualan akan mengurangi jumlah kewajiban dari perusahaan yang pada akhirnya struktur modal dari perusahaan akan berkurang. Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal berdasarkan uji hipotesis dengan pengaruh langsung

profitabilitas terhadap struktur modal sebesar 4,1% yang berlawanan, berarti apabila profitabilitas meningkat maka struktur modal akan mengalami penurunan dimana dengan menurunnya struktur modal sebagai akibat dari berkurangnya hutang jangka panjang yang bisa di luansi dengan profit yang naik. Rasio hutang berpengaruh signifikan dan searah dengan struktur modal serta pengaruh langsung rasio hutang terhadap struktur modal sebesar 58,7% yang berarti semakin tinggi rasio hutang maka akan semakin tinggi juga struktur modal karena struktur modal merupakan perbandingan dari jumlah hutang jangka panjang dengan modal sedangkan rasio hutang (*debt to equity ratio*) merupakan perbandingan total hutang dengan total harta. Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham sebesar 13,3%.

Liu Ping dan Hu Caixia (2011) melakukan penelitian yang menguji tentang pengaruh keputusan struktur modal yang mempengaruhi nilai perusahaan yang dilihat dari beberapa aspek yaitu: pajak perusahaan, pajak pribadi, biaya kesulitan keuangan dan biaya agensi. Hasil pengujian menjelaskan bahwa keputusan struktur modal perusahaan memiliki pengaruh positif, negatif, dan efek pasti terhadap nilai perusahaan yang dapat disesuaikan *leverage* pengambilan keputusan. Selain itu relevansi antara mereka jauh lebih kuat dari pada relevansi manajerial yang sedang berlangsung yakni pengendalian biaya.

Qureshi, dkk (2012) meneliti tentang diversifikasi yang mempengaruhi struktur modal dan profitabilitas, dalam penelitian ini menggunakan pendekatan dasar *coinsurance theory* (CT), *transaction cost theory* (TCT) dan *agency theory* (AT). Variabel independent yang digunakan dalam penelitian ini diantaranya

diversifikasi yang meliputi produk dan lokasi perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan pertumbuhan penjualan, sedangkan variabel yang digunakan adalah struktur modal dan profitabilitas. Hasil pengujian menjelaskan bahwa:

1. Dari teori *coinsurance* (CT) dan teori biaya transaksi (TCT) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan diversifikasi produk secara geografi memiliki struktur hutang lebih besar dari pada perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi produk.
2. Dari POT (*Pecking other theory*) menjelaskan bahwa aset tetap berpengaruh terhadap rasio hutang dan diversifikasi produk berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar cenderung menggunakan asset tersebut sebagai jaminan untuk memperoleh hutang sehingga struktur modal lebih didominasi oleh hutang.

Mas'ud (2008) dalam penelitian ini variabel yang digunakan meliputi variabel dependen yang terdiri dari struktur modal dan nilai perusahaan dan variabel independen yang terdiri dari *profitability*, *size* (ukuran perusahaan), *growth opportunity*, *asset structure*, *cost of financial distress*, *tax shields effect*. Hasil penelitian menjelaskan bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki *rate of return on investment* (ROI) sangat tinggi menggunakan relatif lebih kecil pendanaan. Karena tingginya *rate of return* memungkinkan menggunakan pendanaan internal dari laba ditahan (*retained earning*). Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan positif terhadap penentuan hutang dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Besar kecilnya perusahaan

sangat berpengaruh terhadap keputusan penggunaan hutang dalam struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Variabel *growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap penentuan hutang dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Hal ini dapat dijelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor atau kreditor). Untuk penggunaan hutang dalam struktur modal signifikan dipengaruhi oleh *asset structure*, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *asset structure* maka akan memperbesar pula penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan.

Untuk meringkas dari hasil penelitian diatas, kami membuat tabel ringkasan hasil penelitian yang terdapat dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1
Ringkasan Hasil Penelitian

No	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Ringkasan Hasil Penelitian
1	Kesuma (2009)	pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, profitabilitas dan rasio hutang	Hasil pengujian menjelaskan bahwa pertumbuhan penjualan dan profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan struktur aktiva dan rasio hutang memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Serta pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, rasio hutang dan struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, hanya profitabilitas yang memiliki pengaruh positif terhadap harga saham
2	Liu Ping dan Hu Caixia (2011)	Struktur modal dan nilai perusahaan	keputusan struktur modal perusahaan memiliki pengaruh positif, negatif, dan efek pasti terhadap nilai perusahaan yang dapat disesuaikan <i>leverage</i> pengambilan keputusan
3	Qureshi, dkk (2012)	diversifikasi yang meliputi produk dan lokasi perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan pertumbuhan penjualan	CT dan TCT yang didukung oleh hasil penelitian, sebagai perusahaan yang memiliki produk dan lokasi dapat menggunakan utang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang non-diversifikasi. Dan adanya pengaruh yang positif antar variabel yang satu dengan yang lain.
4	Mas'ud (2008)	<i>profitability, size</i> (ukuran perusahaan), <i>growth opportunity, asset structure, cost of financial distress,</i>	<i>profitability, size</i> (ukuran perusahaan), <i>growth opportunity, asset structure, cost of financial distress, tax shields effect</i> memiliki

		<i>tax shields effect</i>	pengaruh secara signifikan terhadap struktur modal dan struktur modal memiliki pengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.
--	--	---------------------------	--

Sumber: Berbagai jurnal yang dipublikasikan.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) berkaitan dengan pembelanjaan hutang jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan membandingkan utang jangka panjang dengan modal sendiri (Sudana, 2009:189).

Modal menurut Munawir (2001; 19) adalah hak atau bagian yang dimiliki oleh pemilik perusahaan yang ditujukan dalam pos modal (modal saham), surplus dan laba yang ditahan atau kelebihan aktiva yang dimiliki oleh perusahaan terhadap seluruh hutang-hutangnya. Sumber dari modal adalah apa yang dapat dilihat berupa hutang lancar, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Modal menggambarkan hak pemilik atas perusahaan, yang timbul sebagai akibat penanaman (investasi) yang dilakukan oleh pemilik atau para pemilik.

Menurut Brigham dan Houston (2001; 5) struktur modal adalah bauran dari hutang, saham preferen, dan saham biasa. Struktur modal menurut Harmono (2009: 137) adalah variasi perubahan komposisi struktur modal yang dapat mengubah besarnya rata-rata tertimbang biaya modal yang berpengaruh terhadap penilaian perusahaan. Struktur modal dalam perusahaan berkaitan erat dengan investasi sehingga dalam hal ini akan menyangkut sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai proyek investasi tersebut. Sumber dana tersebut pada

dasarnya terdiri dari penerbitan saham (*equity financing*), penerbit obligasi (*debt financing*) dan laba ditahan (*retained earning*). Penerbitan saham dan obligasi sering disebut dengan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan atau *external financing* sedang laba untuk laba ditahan sering disebut dengan *retained earning* atau sumber dana sebagai pembelanjaan yang berasal dari dalam perusahaan itu sendiri atau *internal financing*.

Menurut Husnan (2000; 253), keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. secara umum, dana dapat diperoleh dari luar perusahaan maupun dari dalam perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kredit merupakan hutang bagi perusahaan atau disebut dengan metode pembelanjaan dengan hutang. Dana yang didapat dari para pemilik merupakan modal sendiri. Proporsi antara penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan lain perusahaan disebut dengan struktur modal perusahaan.

Struktur modal atau kapitalisasi perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham (Weston & Copeland, 1999:19). Menurut Kartadinata (1999:4-5) struktur keuangan menggambarkan susunan keseluruhan sebelah kredit neraca yang terdiri atas hutang-hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, modal saham dan laba yang ditanam kembali. Sedangkan struktur modal adalah susunan atau

perbandingan antara modal sendiri dan pinjaman jangka panjang, jadi struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Besar kecilnya angka rasio struktur modal menunjukkan banyak sedikitnya jumlah pinjaman jangka panjang dari pada modal sendiri yang diinvestasikan pada aktiva tetap yang digunakan untuk memperoleh laba operasi. Semakin besar angka rasio struktur modal berarti semakin banyak jumlah pinjaman jangka panjang, sehingga semakin banyak bagian dari laba operasi yang digunakan untuk membayar beban bunga tetap, dan semakin banyak aliran kas yang digunakan untuk membayar angsuran pinjaman, akibatnya semakin sedikit jumlah laba bersih sesudah pajak yang akan diterima oleh perusahaan.

Pendapat di atas tidak sesuai dengan pendapat yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller yang mengatakan bahwa dengan menggunakan hutang (bahkan menggunakan hutang yang lebih banyak), perusahaan bisa meningkatkan nilainya kalau ada pajak, dengan kata lain, kalau tujuan pembelanjaan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan maka perusahaan perlu menggunakan hutang. Hal ini disebabkan oleh sifat *tax deductibility of interest payment*, artinya pembayaran bunga merupakan pengurang pajak, namun demikian perusahaan tidak seharusnya menggunakan hutang dengan sebanyak-banyaknya.

Struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Kesalahan dalam menentukan struktur modal akan mempunyai dampak yang luas terutama apabila perusahaan terlalu besar dalam menggunakan hutang, maka

beban tetap yang harus ditanggung perusahaan semakin besar pula. Hal itu juga berarti akan meningkatkan risiko finansial, yaitu risiko saat perusahaan tidak dapat membayar beban bunga atau angsuran-angsuran hutangnya. Struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal rata-rata dan memaksimalkan nilai perusahaan (Riyanto, 1990:226).

2.2.1.1 Trade Off Theory

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. Esensi *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; 324).

Walaupun model *trade-off theory* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, namun model tersebut memberikan kontribusi penting yaitu:

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.

2.2.1.2 *Pecking Other Theory*

Menurut Myers (1984), pecking order theory menyatakan bahwa "Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah." Dalam pecking order theory ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana. Saidi (2004) dalam penelitiannya menyatakan bahwa teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson pada tahun (1961) sedangkan penamaan *Pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984). Menurut Myers (1994) dalam Saidi (2004) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi.

Indriyani (2006) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *Pecking order theory* memberikan banyak pengaruh dengan memberikan pandangan bahwa teori ini sesuai dengan banyaknya fakta yang terjadi tentang penggunaan *external finance* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan. Adapun keunggulan dari *Pecking order* itu sendiri dianggap masih dapat mengorganisir bukti-bukti yang ada dan menjelaskan dengan baik beberapa aspek dalam perilaku pendanaan perusahaan yang diobservasi. Kemudian didapati bahwa terdapat banyak bukti empiris dari berbagai survei yang mendukung model ini disebabkan karena model

ini mempunyai bentuk model yang sederhana dengan ketersediaan perangkat parameter pengujian model.

Adapun salah satu keterbatasan yang dimiliki *Pecking order* adalah teori ini mengabaikan pentingnya *agency theory* yang akan muncul jika perusahaan memelihara *financial eksternal* dalam jumlah besar. Kontra terhadap *Trade off theory*, maka yang paling menarik dari *the pecking order theory* menurut Myers (1984) dalam Husnan (2000: 324), adalah:

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis.
3. Kebijakan deviden yang relative segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang- kadang melebihi kebutuhan dan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain mungkin kurang. Apabila hasil dana dari operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan maka, perusahaan yang menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dulu. Yaitu dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

2.2.1.3 Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

Pemilihan bentuk sumber pembiayaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Disamping itu, baik buruknya struktur modal akan mempunyai pengaruh yang berakibat langsung terhadap posisi keuangan perusahaan.

Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik yaitu mempunyai hutang yang terlalu besar karena akan memberikan beban yang lebih besar bagi perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu, sebelum suatu perusahaan membuat kebijakan-kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal, maka harus diperhatikan terlebih dahulu hal-hal yang berhubungan dengan struktur modal.

Menurut Weston dan Brigham (2001;39) ada banyak faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal diantaranya:

1. Stabilitas penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

2. Struktur aktiva

Perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak hutang.

3. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan

saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat hutang, yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan hutang.

4. Profitabilitas

Sering kali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal.

5. Leverage operasi

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena ia akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.

6. Pajak

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangi untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan hutang.

7. Sikap manajemen

Sikap manajemen akan mempengaruhi dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan kebutuhan dana.

8. Kondisi pasar

Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang dapat sangat berpengaruh terhadap struktur pendanaan

perusahaan yang optimal. Apabila kondisi pasar modal sedang lesu maka tidak banyak investor yang menanamkan / menginvestasikan dananya di pasar saham. Apabila terjadi kondisi tersebut, perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan dalam bentuk hutang yang lebih banyak.

9. Sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas

Sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat (*rating agency*) seringkali mempengaruhi keputusan struktur keuangan. Sebagian besar kasus, perusahaan membicarakan struktur pendanaannya dengan pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat serta sangat memperhatikan masukan yang diterima.

10. Fleksibilitas keuangan

Dipandang dari sudut pandang operasional, mempertahankan fleksibilitas keuangan berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai. Seorang manajer pendanaan yang pintar selalu dapat menyediakan modal yang diperlukan untuk mendukung operasi.

11. Kondisi internal perusahaan

Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur pendanaan yang ditargetkannya. Apabila perusahaan memperoleh keuntungan yang rendah sehingga tidak menarik bagi investor, maka perusahaan lebih menyukai pembelanjaan dengan hutang daripada mengeluarkan saham.

12. Pengendalian

Pengaruh hutang lawan saham terhadap posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur pendanaan. Pertimbangan pengendalian tidak

selalu menghendaki penggunaan hutang atau ekuitas karena jenis modal yang memberi perlindungan terbaik bagi manajemen bervariasi dari suatu situasi ke situasi yang lain.

Riyanto (1990:228) berpendapat bahwa variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal adalah : (1) tingkat bunga; (2) stabilitas dari *earning*; (3) susunan dari aktiva; (4) kadar risiko dari aktiva; (5) besarnya jumlah modal yang dibutuhkan; (6) keadaan pasar modal; (7) sifat manajemen; (8) besarnya suatu perusahaan.

Dalam penelitian ini, faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah:

1. Struktur aktiva

Menurut Riyanto (1995; 298), kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar dari pada modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedang hutang sifatnya sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutupi jumlah struktur aktiva yang sifatnya permanen. Dan perusahaan yang sebagian besar dari aktivitya terdiri atas aktiva lancar akan mengutamakan kebutuhan dananya dengan hutang. Jadi dapat dikatakan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Jika pengukuran struktur aktiva didasarkan pada rasio antara total aktiva tetap terhadap total aktiva, maka secara teoritis terhadap hubungan yang negatif antara struktur aktiva dengan struktur modal. Semakin

tinggi struktur aktiva (yang berarti semakin besar jumlah aktiva tetap) maka penggunaan modal sendiri akan semakin tinggi (yang berarti penggunaan modal asing semakin sedikit) atau struktur modalnya makin rendah.

Struktur aktiva atau aset Perusahaan yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aset tetap, akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri. Sedangkan modal asing sebagai pelengkap. Untuk perusahaan yang sebagian besar dari asetnya terdiri dari aset lancar maka akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan hutang jangka pendek Riyanto (2001;297).

Semakin tinggi struktur aktiva maka semakin tinggi struktur modalnya berarti semakin besar aktiva tetap yang dapat dijadikan agunan hutang oleh perusahaan tersebut. Sebaliknya, semakin rendah struktur aktiva dari suatu perusahaan, semakin rendah kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin hutang jangka panjangnya. Hal ini sesuai dengan teori Weston dan Brigham (1992:475), bahwa perusahaan yang memiliki aktiva sebagai agunan hutang, cenderung akan menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Aktiva yang dimaksud sebagai jaminan atas hutang adalah aktiva tetap (*fixed assets*).

2. Profitabilitas

Menyebutkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal Menurut Brigham dan Houston (2002:40)

Menurut (Sartono 1996:90), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Pada umumnya perusahaan lebih suka pendapatan yang mereka terima digunakan sebagai sumber utama dalam pembayaran untuk investasi. Apabila sumber dari dalam perusahaan tidak mencukupi, maka alternatif lain yang digunakan adalah dengan menggunakan hutang, baru mengeluarkan saham barulah sebagai alternatif lain untuk pembiayaan. Perusahaan yang dapat.

Menurut Weston dan Brigham (1998:713), perusahaan dengan tingkat *return on assets* yang tinggi, umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Hal ini disebabkan dengan *return on assets* yang tinggi tersebut, memungkinkan bagi perusahaan melakukan permodalan dengan laba ditahan saja. Akan tetapi tidak itu saja, asumsi yang lain mengatakan dengan *return on assets* yang tinggi, berarti bahwa laba bersih yang dimiliki perusahaan tinggi, maka apabila perusahaan menggunakan hutang yang besar tidak akan berpengaruh terhadap struktur modal, karena kemampuan perusahaan dalam membayar bunga tetap juga tinggi. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

3. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan dalam penelitian Saidi (2004). Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Rahmandia (2013), dimana ukuran perusahaan di-*proxy* dengan log total asset. Perusahaan yang lebih besar

cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga perusahaan besar cenderung mempunyai hutang yang lebih besar dari pada perusahaan kecil (Rajan dan Zingales, 1995 dalam R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto, 1999). Logaritma dari total assets dijadikan indikator dari ukuran perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka asset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar.

2.2.2 Teori Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang. Dengan demikian, penambahan dari jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian terdahulu, ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya: keputusan pendanaan, kebijakan deviden, keputusan investasi, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten (Kadek 2011).

Tujuan perusahaan dalam hutang jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meminimalkan biaya modal perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pemilik perusahaan. Nilai perusahaan bergantung tidak hanya pada kemampuan menghasilkan arus kas, tetapi juga bergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih. Beberapa variabel kuantitatif yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan sebagai berikut:

1. Nilai Buku

Nilai buku per lembar saham (BVS) digunakan untuk mengukur nilai *shareholders equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai BVS dihitung dengan cara membagi total *shareholders equity* dengan jumlah saham yang beredar. Adapun komponen dari *shareholders equity* yaitu agio saham (*paidup capital in excess of par value*) dan laba ditahan (*retained earning*).

2. Nilai Appraisal

Nilai appraisal suatu perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan appraisal *independent*. Teknik yang digunakan oleh perusahaan appraisal sangat beragam, bagaimanapun nilai ini sering dihubungkan dengan biaya penempatan. Metode analisis ini sering tidak mencukupi dengan sendirinya karena nilai aktiva individual mempunyai hubungan yang kecil dengan kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam kegunaan dalam menghasilkan *earnings* dan kemudian nilai *going concern* dari suatu perusahaan. Bagaimanapun nilai *appraisal* dari suatu perusahaan akan bermanfaat sewaktu digunakan dalam penghubungan dengan metode penilaian yang lain. Nilai *appraisal* juga akan berguna dalam situasi tertentu seperti dalam perusahaan keuangan, perusahaan sumber daya alam atau bagi suatu organisasi yang beroperasi dalam keadaan rugi. Kegunaan dari nilai *appraisal* akan menghasilkan beberapa keuntungan. Nilai perusahaan yang berdasarkan *appraiser independent* juga akan menghasilkan pengurangan *good-will* dengan meningkatkan harga aktiva perusahaan yang telah dikenal. *Good-will*

dihasilkan sewaktu nilai pembelian suatu perusahaan melebihi nilai buku dari aktivasnya.

3. Nilai Pasar saham

Nilai pasar saham sebagaimana dinyatakan dalam kuotasi pasar modal adalah pendekatan lain untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu bisnis. Apabila saham didaftarkan dalam bursa sekuritas utama dan secara luas diperdagangkan, sebuah nilai pendekatan dapat dibangun berdasarkan nilai pasar. Pendekatan nilai pasar adalah salah satu yang paling sering dipergunakan dalam menilai perusahaan besar. Bagaimanapun nilai ini dapat berubah secara cepat. Faktor analisis berkompetisi dengan pengaruh spekulatif murni dan berhubungan dengan sentimen masyarakat dan keputusan pribadi.

4. Nilai “*Chop-Shop*”

Pendekatan “*Chop-Shop*” untuk valuasi pertama kali diperkenalkan oleh Dean Lebaron dan Lawrence Speidell of *Batterymarch Financial Management*. Secara khusus, ia menekankan untuk mengidentifikasi perusahaan *multi industry* yang dibawah nilai akan bernilai lebih apabila dipisahkan menjadi bagian-bagian. Pendekatan ini mengkonseptualisasikan praktik penekanan untuk membeli aktiva di bawah harga penempatan mereka.

5. Nilai Arus Kas

Pendekatan arus kas untuk penilaian dimaksudkan agar dapat mengestimasi arus kas bersih yang tersedia untuk perusahaan yang menawarkan sebagai hasil merger atau akuisisi. Nilai sekarang dari arus kas ini kemudian akan ditentukan dan akan menjadi jumlah maksimum yang harus dibayar oleh perusahaan yang ditargetkan.

Pembayaran awal kemudian dapat dikurangi untuk menghitung nilai bersih sekarang dari merger. Terdapat tiga jenis penilaian yang berhubungan dengan saham, yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan emiten. Nilai pasar merupakan pembukuan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diukur dengan menggunakan PER (*Price Earning Ratio*) yaitu perbandingan harga penutupan saham dengan laba perlembar saham, yang mengacu pada penelitian (Mas'ud 2008).

2.3 Hipotesis

2.3.1 Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Struktur aktiva merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar struktur aktiva diharapkan semakin besar hasil operasi yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan struktur aktiva yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan, maka proporsi hutang akan semakin besar dibandingkan modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya struktur aktiva yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997).

Kesuma (2009) dalam penelitiannya semakin tinggi struktur aktiva maka semakin tinggi struktur modalnya berarti semakin besar aktiva tetap yang dapat dijadikan agunan hutang oleh perusahaan tersebut. Sebaliknya, semakin rendah

struktur aktiva dari suatu perusahaan, semakin rendah kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin hutang jangka panjangnya. Hal ini sesuai dengan teori Weston dan Brigham (1992; 475), bahwa perusahaan yang memiliki aktiva sebagai agunan hutang cenderung akan menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Aktiva yang dimaksud sebagai jaminan atas hutang adalah aktiva tetap (*fixed assets*). Keterangan di atas dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1a: Struktur aktiva berpengaruh terhadap struktur modal.

2.3.2 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Brigham dan Houston (2001: 40), menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Susanti dalam penelitiannya menyatakan bahwa profitabilitas yang diukur menggunakan ROA berpengaruh terhadap struktur modal, dimana hasil ini konsisten dengan prediksi *teory trade off* dan *packing odher* dengan semakin tinggi tingkat keuntungan perusahaan maka semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki perusahaan.

Beberapa penelitian yang pernah dilakukan khususnya penelitian empiris yang telah dilakukan oleh Moh'd (1998) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan, artinya semakin tinggi keuntungan yang diperoleh berarti semakin rendah kebutuhan dana eksternal

(hutang) sehingga semakin rendah pula struktur modalnya. Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1b: Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal.

2.3.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan.

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan salah satu faktor yang harus dipertimbangkan dalam keputusan struktur modal. Perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar untuk membiayai aktivitas perusahaan dan salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana tersebut adalah dengan menggunakan hutang. Dengan kata lain, besar kecilnya ukuran suatu perusahaan secara langsung berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

Yuke dan Hadri (2005) dalam penelitiannya menunjukkan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Demikian pula penelitian yang dilakukan oleh Qureshi dkk. (2012) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang diklasifikasikan kedalam 3 kategori perusahaan kecil, menengah, besar mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud (2008) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1c: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal.

2.3.4 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.

Struktur modal atau kapitalisasi perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham (Weston & Copeland, 1999:19). Struktur modal juga dapat diartikan sebagai

perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 1990:216).

Trade-off theory menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, setiap jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh LIU Ping dkk. (2011) menunjukkan bahwa struktur modal yang dilihat dari total hutang dan total ekuitas mempunyai pengaruh positif dengan nilai perusahaan.

H2: Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.3.5 Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening.

Delcoure (2006) menunjukkan hubungan positif antara struktur aktiva dengan nilai perusahaan. semakin besar perusahaan akan memberikan signal yang baik bagi penanam modal untuk berinvestasi karena banyaknya aktiva yang dapat dijadikan sebagai jaminan hutang perusahaan (*signaling theory*). Struktur aktiva merupakan perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva, kebanyakan perusahaan besar yang memiliki aktiva tetap yang besar akan cenderung menggunakan aktiva tersebut untuk dijadikan jaminan hutang Weston dan Brigham (1992:475), karena perusahaan yang mempunyai jumlah aktiva tetap yang besar lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman dari pihak-pihak yang terkait dengan demikian perusahaan dapat mengoptimalkan struktur modal yang

nantinya akan mempengaruhi nilai perusahaan sehingga bisa menaikkan harga saham perusahaan.

H3a: Struktur Aktiva Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening.

2.3.6 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening.

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Ukuran profitabilitas perusahaan dapat berbagai macam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Robert (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas atau rasio rantabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, dengan demikian peningkatan laba perusahaan dapat memungkinkan perusahaan mendanai perusahaan dengan modal intern.

Penelitian yang dilakukan oleh Yuniasih dan Wirakusuma (2006) menemukan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan *return on asset* berpengaruh positif secara statistis terhadap nilai perusahaan. Karena perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus maka perusahaan dapat mengoptimalkan struktur modal dalam pendanaan perusahaan yang nantinya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian Kadek (2011) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H3b: Profitabilitas Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening.

2.3.7 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening.

Pertumbuhan (*growth*) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama. Pada umumnya, perusahaan yang tumbuh dengan cepat memperoleh hasil positif dalam artian pemantapan posisi di era persaingan, menikmati penjualan yang meningkat secara signifikan dan diiringi oleh adanya peningkatan pangsa pasar.

Stulz (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah, maka rasio hutang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang tinggi, maka rasio hutang berhubungan secara negatif dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada keberadaan kesempatan pertumbuhan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap harga perubahan saham, hal ini berarti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan akan direspon positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham. Sedangkan hasil berbeda ditemukan oleh Safrida (2008) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat Sujoko dan Ugy (2007). Temuan penelitian ini konsisten dengan

temuan penelitian Ratnawati (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam membeli saham. Ukuran perusahaan dijadikan patokan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja bagus. Dengan demikian perusahaan akan mengoptimalkan struktur modal dalam membiayai operasional perusahaan sehingga dapat menciptakan kinerja yang bagus dan dapat menarik investor untuk menginvestasikan uangnya dalam perusahaan dengan melihat nilai perusahaan yang berkaitan dengan saham perusahaan.

H3c: Ukuran Perusahaan Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening.

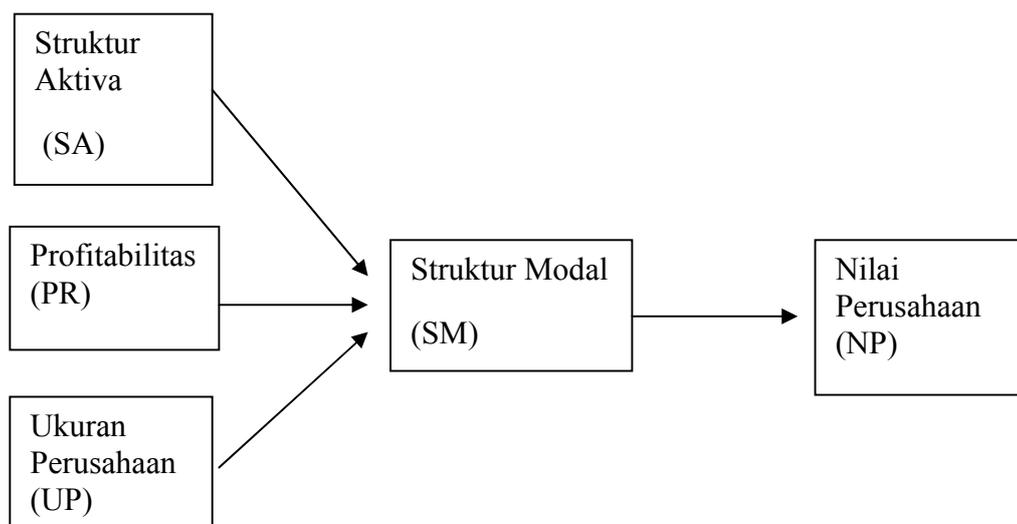
2.4 Kerangka Konsep

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal bermacam-macam. Dalam penelitian ini, faktor yang digunakan adalah struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dan struktur modal sebagai variabel intervening.

Dijelaskan bahwa variabel struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan, dimana variabel struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan ini tidak secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan tetapi melalui variabel peantara (intervening), dalam penelitian ini yang menjadi variabel intervening yaitu struktur modal. Dengan demikian variabel struktur aktiva, profitabilitas dan

ukuran perusahaan terlebih dahulu membentuk struktur modal, selanjutnya struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan landasan teori, tujuan penelitian, dan hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan maka sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis berikut disajikan kerangka pemikiran yang dituangkan dalam model penelitian pada gambar 2.1. Kerangka pemikiran tersebut menunjukkan pengaruh variabel struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening yang listing di Bursa Efek Indonesia.



Gambar 2.1
Kerangka Konseptual