

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan penelitian sebelumnya

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian ini dilakukan guna mendukung dugaan dan membedakan dengan penelitian terdahulu. Berikut ini penelitian-penelitian yang telah dilakukan oleh beberapa penelitian terdahulu.

Penelitian Itturiaga dan Zains (2001), menunjukkan bahwa variabel *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mendukung temuan Wahyudi dan Pawestri (2006), dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Penelitian Pakpahan (2010) yang berjudul “Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental Perusahaan dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2003-2007”. Hasilnya adalah hutang perusahaan (*leverage*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, ROE berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan positif, deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Sunarya (2013) yang berjudul tentang pengaruh kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan deviden dengan size sebagai variabel moderasi pada sektor manufaktur periode 2008-2011. Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan utang memiliki

pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden, variabel profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan deviden, variabel likuiditas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden dan interaksi kebijakan utang, profitabilitas, likuiditas memiliki pengaruh negative tidak signifikan terhadap kebijakan deviden perusahaan yang tergabung di industri manufaktur .

Penelitian Jusriani dan Shidiq (2013) yang berjudul tentang Analisis pengaruh profitabilitas, kebijakan deviden, kebijakan utang, dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2009-2011. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel profitabilitas dan kebijakan deviden memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan kebijakan utang dan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan

Menurut Udayani, meneliti tentang pengaruh profitabilitas dan *investment opportunity set* (IOS) pada struktur modal. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh negative signifikan terhadap struktur modal, dan variabel *investment opportunity set* (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal.

Norfita (2013) melakukan penelitian tentang pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening. Hasil pengujian menjelaskan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan pengujian antara profitabilitas terhadap kebijakan deviden menunjukkan bahwa tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan deviden.

Tabel 2.1
Ringkasan Hasil Penelitian

No	Judul	Penulis	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Pengaruh <i>investment opportunity set</i> (IOS) terhadap nilai perusahaan.	Itturiaga dan Zains (2001)	Variabel independen yaitu <i>investment opportunity set</i> (IOS) Sedangkan Variabel dependen yaitu nilai perusahaan	menunjukkan bahwa variabel <i>investment opportunity set</i> (IOS) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
2.	Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental Perusahaan dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2003-2007)	Pakpahan (2010)	Variabel independen yaitu (<i>leverage</i>), kebijakan deviden dan profitabilitas Sedangkan Variabel dependen yaitu nilai perusahaan	menunjukkan bahwa hutang perusahaan (<i>leverage</i>) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif dan signifikan, kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
3.	Analisis pengaruh profitabilitas, kebijakan deviden, kebijakan utang, dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2009-2011	Jusriani dan Shidiq (2013)	Variabel independen yaitu profitabilitas, kebijakan deviden, kebijakan utang, dan kepemilikan manajerial Sedangkan Variabel dependen yaitu nilai perusahaan	Hasil penelitiannya menunjukan bahwa variabel profitabilitas dan kebijakan deviden memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan kebijakan utang dan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan
4.	Pengaruh profitabilitas dan <i>investment opportunity set</i> (IOS) pada struktur modal	Dewi Udayani	Variabel independen yaitu profitabilitas dan <i>investment opportunity set</i> (IOS) Sedangkan Variabel dependen yaitu struktur modal	Hasil penelitiannya menunjukan bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh negative signifikan terhadap struktur modal, dan variabel <i>investment opportunity set</i> (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal.
5	Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden	Ria Norfita (2013)	Variabel independen yaitu profitabilitas Sedangkan Variabel dependen yaitu nilai	Hasil pengujian menjelaskan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap

	sebagai variabel intervening		perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening.	nilai perusahaan. Sedangkan pengujian antara profitabilitas terhadap kebijakan deviden menunjukkan bahwa tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan deviden.
--	------------------------------	--	---	---

Sumber: Berbagai jurnal yang dipublikasikan.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Struktur Modal

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*.

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.

Menurut Riyanto (2001;297) struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen yaitu:

1) Modal asing atau hutang jangka panjang

Hutang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membiayai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut mencakup jumlah yang besar.

Komponen hutang jangka panjang ini terdiri dari :

a) Hutang hipotik

Hutang hipotik adalah pinjaman yang harus dijamin dengan harta tidak bergerak. Di dalam perjanjian disebutkan kekayaan peminjam yang dijadikan jaminan misalnya berupa tanah dan bangunan. Jika peminjam tidak melunasi pinjaman pada waktunya, maka pemberi pinjaman dapat menjual jaminan untuk diperhitungkan dengan pinjaman yang bersangkutan.

b) Obligasi

Obligasi adalah sertifikat yang menunjukkan pengakuan bahwa perusahaan meminjam uang dan menyetujui untuk membayarnya kembali dalam jangka waktu tertentu. Perluasan atau pembayaran kembali obligasi dapat

diambil dari penyusutan aktiva tetap yang dibelanjai dengan pinjaman obligasi tersebut dan dari keuntungan.

Hutang jangka panjang merupakan sumber dana bagi perusahaan yang harus dibayar kembali dalam jangka waktu tertentu (Riyanto, 2001;298). Hutang tersebut harus dibayar pada waktu yang sudah ditetapkan tanpa memperhatikan kondisi keuangan perusahaan pada saat itu dan harus sudah disertai dengan bunga yang sudah diperhitungkan sebelumnya. Dengan demikian seandainya perusahaan tidak mampu membayar kembali hutang dan bunga, maka kreditur dapat memaksa perusahaan dengan menjual asset yang dijadikan jaminannya. Oleh karena itu, kegagalan membayar hutang atau bunganya akan mengakibatkan perusahaan kehilangan control terhadap perusahaannya.

Menurut Husnan (2000;275) struktur modal adalah perbandingan antara sumber jangka panjang yang bersifat pinjaman dan modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri yang berasal dari sumber modal saham, laba di tahan dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih kurang maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu hutang. Namun dalam pemenuhan kebutuhan dana perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi apabila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal, berarti sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya rata-rata sehingga memaksimalkan nilai perusahaan.

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. Se jauh 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 Order 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. 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 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. Sehingga yang paling menarik dari *the pecking order theory* menurut 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 relatif susah 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. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total asset, maupun modal sendiri (Sartono,2008;124). Perusahaan dengan profitabilitas tinggi tentu memiliki dana internal yang lebih banyak daripada perusahaan dengan profitabilitas rendah. karena itu profitabilitas akan berhubungan negatif dengan struktur modal perusahaan.

Menurut Saidi (2004), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan *return*.Semakin tinggi kemampuan perusahaan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik.

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.

2. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen Sujono dan Soebiantoro (2007). Struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan melalui dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan ketidakseimbangan. Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu instrument atau alat yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim terhadap sebuah perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dengan *outsider* melalui pengungkapan informasi didalam perusahaan.

Meningkatkan kepemilikan manajerial digunakan sebagai salah satu cara untuk mengatasi masalah yang ada di perusahaan. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sehingga dalam hal ini akan berdampak baik kepada perusahaan serta memenuhi keinginan dari para pemegang saham. Semakin besar kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka manajemen akan lebih giat untuk meningkatkan kinerjanya karena manajemen mempunyai tanggung jawab untuk memenuhi keinginan dari pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil suatu keputusan, karena manajemen akan ikut merasakan manfaat secara langsung dari keputusan yang diambil. Selain itu manajemen juga ikut

menanggung kerugian apabila keputusan yang diambil oleh mereka salah. Hal ini disebabkan karena jika tingkat kepemilikan manajerial tinggi, dapat berdampak buruk terhadap perusahaan karena menimbulkan masalah pertahanan, yang berarti jika kepemilikan manajerial tinggi, para manajer memiliki posisi yang kuat untuk melakukan suatu kontrol terhadap perusahaan dan pihak pemegang saham eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan para manajer tersebut.

Kepemilikan manajerial dalam laporan keuangan ditunjukkan dengan besarnya presentasi kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi *stakeholder* perusahaan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

3. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Hartono (2003;58) dalam Rizal (2009) menyatakan kesempatan investasi atau *Investment opportunity set (IOS)* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Pada dasarnya *investment opportunity set* merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *Net Present Value* yang positif. Sehingga *investment opportunity set* memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan, karena *investment opportunity set* merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana *Investment opportunity set* tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Investasi dapat mencerminkan pertumbuhan perusahaan dalam menjalankan aktivitas ekonomi dan bisnis. Esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan. Investasi cenderung dilakukan pada saat aset tetap karena nilainya relatif besar. Gitosudarmo dan Basri (2008;133) menjelaskan, “ Suatu perusahaan melakukan investasi terhadap aset tetap dalam beberapa bentuk, seperti penggantian aset tetap, ekspansi atau perluasan, diversifikasi produk, eksplorasi, penelitian dan pengembangan, dan lain-lain”. Beberapa bentuk investasi tersebut merupakan *investment opportunity set (IOS)* yang harus dimanfaatkan oleh perusahaan untuk mengembangkan usaha.

Pengambilan keputusan mengenai investasi biasanya sulit, karena memerlukan penilaian atau situasi dimasa yang akan datang yang tidak mudah di ramal karena adanya faktor ketidakpastian masa depan. Gitosudarmo dan Basri (2008;134) menjelaskan, “ Ketidakpastian masa depan disebabkan oleh perubahan teknologi, ekonomi dan sosial, kekuatan-kekuatan persaingan, dan tindakan-tindakan atau kebijakan-kebijakan pemerintah”. Itulah sebabnya, setiap perusahaan yang akan melakukan investasi hendaknya dapat mengantisipasi hal-hal tersebut berdasarkan data historis, perilaku konsumen dan survei pasar.

2.2.2 Teori Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan yang baik dapat menggambarkan kinerja perusahaan dapat tercermin dari nilai sahamnya. 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.

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, dan keputusan investasi. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten (Kadek 2011).

Suharli dalam Martalina (2011) menyatakan bahwa nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi.

2.3 Hipotesis

2.3.1 Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan dari data laporan laba rugi akhir tahun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). 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.

Penelitian yang dilakukan oleh Prabansari (2005) dan Nurrohim (2008) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Profitabilitas merupakan salah satu hal penting bagi perusahaan dan jumlah laba ditahan juga digunakan sebagai salah satu faktor yang menentukan struktur pendanaan. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{1a}: Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal.

2.3.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa untuk meminimalkan resiko kebangkrutan adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial didalam perusahaan. Karena semakin besar kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan memotivasi manajemen agar berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri. Namun tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Dengan kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer mempunyai hak voting yang tinggi sehingga manajer mempunyai posisi yang kuat untuk mengendalikan perusahaan. Hal ini dapat mengakibatkan para pemegang saham eksternal mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan manajerial menyebabkan keputusan yang diambil oleh pihak manajemen akan lebih cenderung untuk menguntungkan dirinya sendiri dan

akhirnya merugikan perusahaan sehingga kemungkinan nilai perusahaan akan menurun.

H_{1b}: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap struktur modal

2.3.3 Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Struktur Modal

Menurut Myers (1977), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk memperkecil tingkat hutangnya, Karena berkaitan dengan semakin tinggi hutang perusahaan, maka semakin tinggi perusahaan dinyatakan bangkrut oleh *debtholders* jika tidak mampu membayar utang. Perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi akan mengalami kesulitan dana sehingga proyek-proyek yang telah dimulai serta program-program penelitian dan pengembangan mungkin akan dihentikan dan peluang investasi yang menguntungkan terpaksa dilepas. Pagalung (2003) menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan antara kebijakan utang dan *Investment opportunity set* sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan investasi tinggi akan mempunyai hutang yang tinggi dalam struktur modal.

H_{1c} : *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif dan signifikan 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 perusahaan berhubungan dengan

pertimbangan biaya dan manfaat dari sumber pendanaan seperti hutang maupun ekuitas (Myers, 1984).

Penelitian sebelumnya menemukan bahwa struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dalam *market to book value* (Masdar, 2008). Ini menandakan bahwa kebijakan penggunaan utang dalam struktur modal memberikan suatu sinyal atau tanda bagi para investor bahwa kebijakan pendanaan dengan hutang dapat meningkatkan 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. Sedangkan penelitian Dibyanto (2007) juga menunjukkan penggunaan hutang dalam struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Karena penggunaan hutang dalam struktur modal dapat mengendalikan penggunaan arus kas bebas secara berlebihan agar manajemen tidak terlibat dalam proyek investasi yang tidak menguntungkan perusahaan.

H2: Struktur Modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan

2.3.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening

Sujoko dan Subiantoro (2007) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik, sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Hal tersebut dapat dipahami karena perusahaan yang berhasil membukukan laba yang meningkat dan mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik, sehingga

dapat menciptakan sentimen positif para investor dan dapat membuat harga saham perusahaan meningkat. Meningkatnya harga saham di pasar, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan pernyataan tersebut dapat dikatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Yuniasih dan Wirakusuma (2006) menemukan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan *return on asset* berpengaruh positif secara statistik 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. Sedangkan penelitian Sofiati (2001) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa profitabilitas mempengaruhi struktur modal perusahaan secara positif signifikan dan juga menyatakan bahwa utang mempengaruhi ekuitas secara positif signifikan. Berdasarkan pernyataan dan hasil-hasil penelitian tersebut, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H3a :Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening

2.3.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening

Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Penelitian yang mengkaitkan kepemilikan

manajerial dengan nilai perusahaan telah banyak dilakukan namun dengan hasil yang berbeda-beda. Penelitian Jogi dan Josua (2007) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Sementara penelitian yang dilakukan Laster dan Faccio (1999) menemukan hubungan lemah antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Begitu pula menurut Siallagan dan Machfoedz (2006) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q.

Struktur kepemilikan ini merupakan proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, publik ataupun institusional. Di dalam penelitian ini digunakan kepemilikan manajerial. Masalah yang sering ditimbulkan dari struktur kepemilikan ini adalah *agency conflict*, dimana terdapat kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil *decision maker* dan para pemegang saham sebagai *owner* dari perusahaan.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian, Seftiane (2011) yang menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh secara tidak langsung terhadap struktur modal perusahaan.

H3b : Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening

2.3.7 Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening

Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung sehingga dilakukan proksi dalam pengukurannya yakni *Investment opportunity set* (IOS). *Investment*

opportunity set (IOS) akan memberikan informasi tentang prospek pendapatan yang diperoleh di masa yang akan datang. Penelitian Wijaya dan Wibawa (2010), hasnawati (2005), Rachmawati dan Triatmoko (2007) memperoleh hasil bahwa keputusan investasi memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak signifikan. Sebaliknya penelitian Pujiati dan Widanar (2010), serta Andriyani (2011) mendapatkan bukti bahwa *Investment opportunity set* (IOS) mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Gitman (2000) dan Brealy & Myers (2000) menyatakan bahwa keputusan *Investment opportunity set* (IOS) sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Karena hutang perusahaan yang menurun dapat menurunkan pula resiko kebangkrutan perusahaan sehingga dapat memberikan sinyal yang positif bagi pasar bahwa kondisi keuangan merupakan dalam kondisi yang baik, sehingga nilai perusahaan dapat meningkat. Berdasarkan pernyataan dan hasil-hasil penelitian tersebut, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H_{3c}: Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening

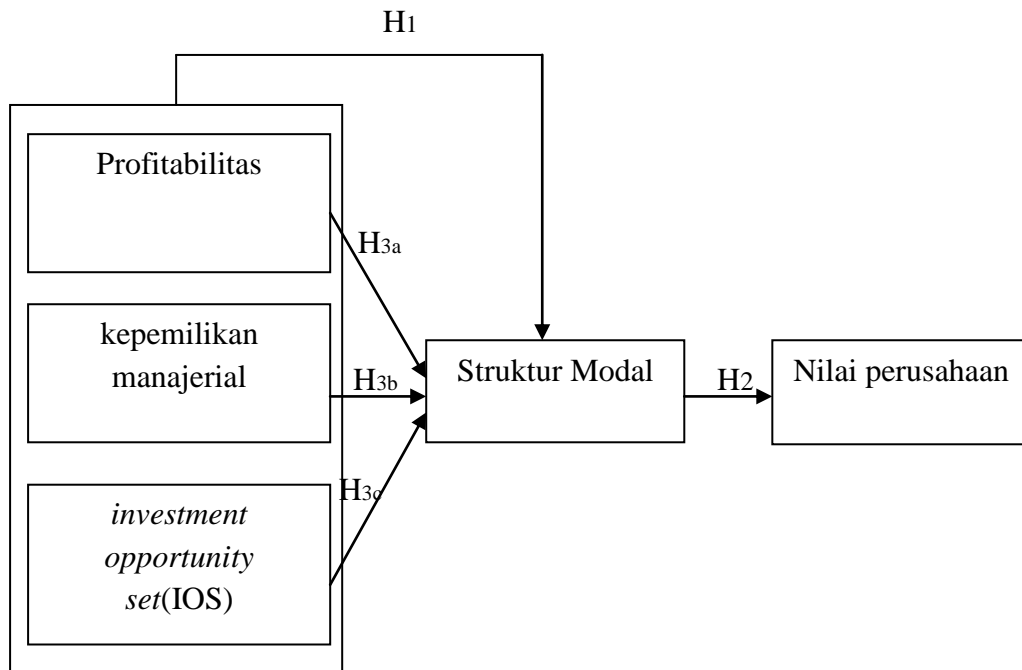
2.4 Kerangka Konseptual

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal bermacam-macam. Dalam penelitian ini, faktor yang digunakan adalah profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* (IOS) yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis

profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* (IOS) terhadap nilai perusahaan dan struktur modal sebagai variabel intervening.

Dijelaskan bahwa variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* (IOS) dimana variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* (IOS) ini tidak secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan tetapi melalui variabel perantara (intervening), dalam penelitian ini yang menjadi variabel intervening yaitu struktur modal. Dengan demikian variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* (IOS) 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 konseptual yang dituangkan dalam model penelitian pada gambar 2.1 Kerangka konseptual tersebut menunjukkan pengaruh variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* (IOS) terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.



Gambar 2.1
Kerangka Konseptual