



**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN
PERTAMBANGAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

*THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE
OF MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE*

TESIS

Oleh :

APRILYA FITRIANI

NIM. 130820101057

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

PROGRAM PASCA SARJANA

UNIVERSITAS JEMBER

2015



**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN
PERTAMBANGAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE OF
MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE***

TESIS

diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Studi Ilmu Manajemen (S2)
dan mencapai gelar Magister Manajemen

Oleh :

APRILYA FITRIANI

NIM. 130820101057

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

PROGRAM PASCA SARJANA

UNIVERSITAS JEMBER

2015

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Aprilya Fitriani

NIM : 130820101057

menyatakan dengan sesungguhnya bahwa Tesis yang berjudul “Determinan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia” adalah benar-benar hasil karya saya sendiri, kecuali kutipan yang sudah saya sebutkan sumbernya, belum pernah diajukan pada institusi manapun, dan bukan karya jiplakan. Saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya tanpa ada tekanan dan paksaan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata di kemudian hari pernyataan ini tidak benar.

Jember, 3 Juli 2015

Yang menyatakan,

Aprilya Fitriani

NIM. 130820101057

PERSETUJUAN

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PERTAMBANGAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

*THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE
OF MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE*

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Aprilya Fitriani
NIM : 130820101057
Program Studi : Magister Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Disetujui tanggal : 24 Juni 2015

Dosen Pembimbing

Dosen Pembimbing Utama

Dosen Pembimbing Anggota

Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si

Dr. Sumani, M.Si

NIP. 196610201990022001

NIP. 196901142005011002

Mengetahui,
Ketua Program Studi Magister Manajemen

Prof. Dr. R. Andi Sularso, M.S.M.

NIP. 196004131986031002

PENGESAHAN

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PERTAMBANGAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE
OF MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE***

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Aprilya Fitriani
NIM : 130820101057
Program Studi : Magister Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

telah dipertahankan di depan tim penguji pada tanggal :

26 Juni 2015

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan memperoleh gelar Magister Manajemen pada program studi S-2 Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember.

Susunan Tim Penguji

Ketua

Prof. Tatang Ary Gumanti, M.Buss, Acc, Ph.D
NIP. 196611251991031002

Anggota I

Anggota II

Dr. Nurhayati, M.M.
NIP. 196106071987022001

Dr. Novi Puspitasari, S.E., M.M.
NIP. 198012062005012001

Mengetahui/Menyetujui,
Ketua Program Studi Magister Manajemen

Prof. Dr. R. Andi Sularso, M.S.M.
NIP. 196004131986031002

Mengesahkan,
Dekan Fakultas Ekonomi

Dr. Moehammad Fathorrazi, M.Si.
NIP. 196306141990021001

FOTO
4 X 6

PERSEMBAHAN

Tesis ini saya persembahkan untuk :

1. Ayahku tercinta, Bapak Drs. Ngatimin
2. Ibuku tercinta, Ibu Dra. Emi Marsiati
3. Adikku tersayang, May Linda Nur Azizah
4. Nenekku tersayang, (almh) Ibu Kasiati

terima kasih atas doa, dukungan, kesabaran, perhatian, dan kasih sayang selama proses penyelesaian Tesis ini. Keluarga selalu menjadi tempat curahan hati, dalam melalui tantangan dan kesulitan selama proses penyelesaian Tesis ini. Berkat dukungan seluruh anggota keluarga, saya mampu menyelesaikan Tugas Akhir ini. Semoga ilmu dan pengalaman yang saya peroleh bermanfaat bagi saya sendiri, khususnya bagi orang lain, dan semoga menjadikan saya lebih bertanggung jawab dan bersikap bijaksana di masa depan.

PRAKATA

Puji syukur kepada Allah SWT yang telah menganugerahi kemudahan dan kelancaran kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan Tesis yang berjudul “Determinan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia”. Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat menyelesaikan pendidikan Magister Manajemen (S2) di Universitas Jember.

Selama proses penyelesaian Tesis ini, penulis mendapatkan bantuan dari banyak pihak. Oleh karena itu penulis ingin menyampaikan terimakasih kepada:

1. Prof.Dr.Isti Fadah,M.Si dan Dr.Sumani,M.Si selaku dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktu untuk membimbing, memberikan motivasi, arahan, dan saran selama proses penyusunan tesis ini.
2. Prof. Tatang Ary Gumanti, M.Buss,Acc,Ph.D, Dr.Nurhayati,M.M., serta Dr.Novi Puspitasari,S.E.,M.M. selaku dosen penguji yang telah bersedia hadir, memberikan saran dan arahan untuk membantu penulis memperbaiki Tesis ini.
3. Bapak dan Ibu dosen pengajar pasca sarjana yang telah memberikan motivasi, membagi ilmu dan pengetahuannya kepada penulis selama proses perkuliahan.
4. Keluargaku tercinta, ibunda, ayah, adikku, dan nenek (almh) atas perhatian, doa, kasih sayang, kesabaran dan dukungan yang tiada hentinya.
5. Teman-temanku kelas E dan kelas keuangan angkatan 2013 di Pasca sarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Jember. Terima kasih atas kerja sama dan dukungannya selama ini.
6. Teman-teman seperjuangan yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan Tesis ini.

7. Banyak pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan Tesis ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, namun keterbatasan itu tidak mengurangi rasa hormat penulis dalam mengucapkan terima kasih.

Penulis sudah berupaya optimal dalam menyelesaikan Tesis ini, apabila masih terdapat kesalahan, penulis juga menerima kritik dan saran dari semua pihak demi kesempurnaan Tesis ini. Akhirnya penulis berharap semoga Tesis ini dapat bermanfaat.

Jember, 3 Juli 2015

Penulis

RINGKASAN

Determinan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

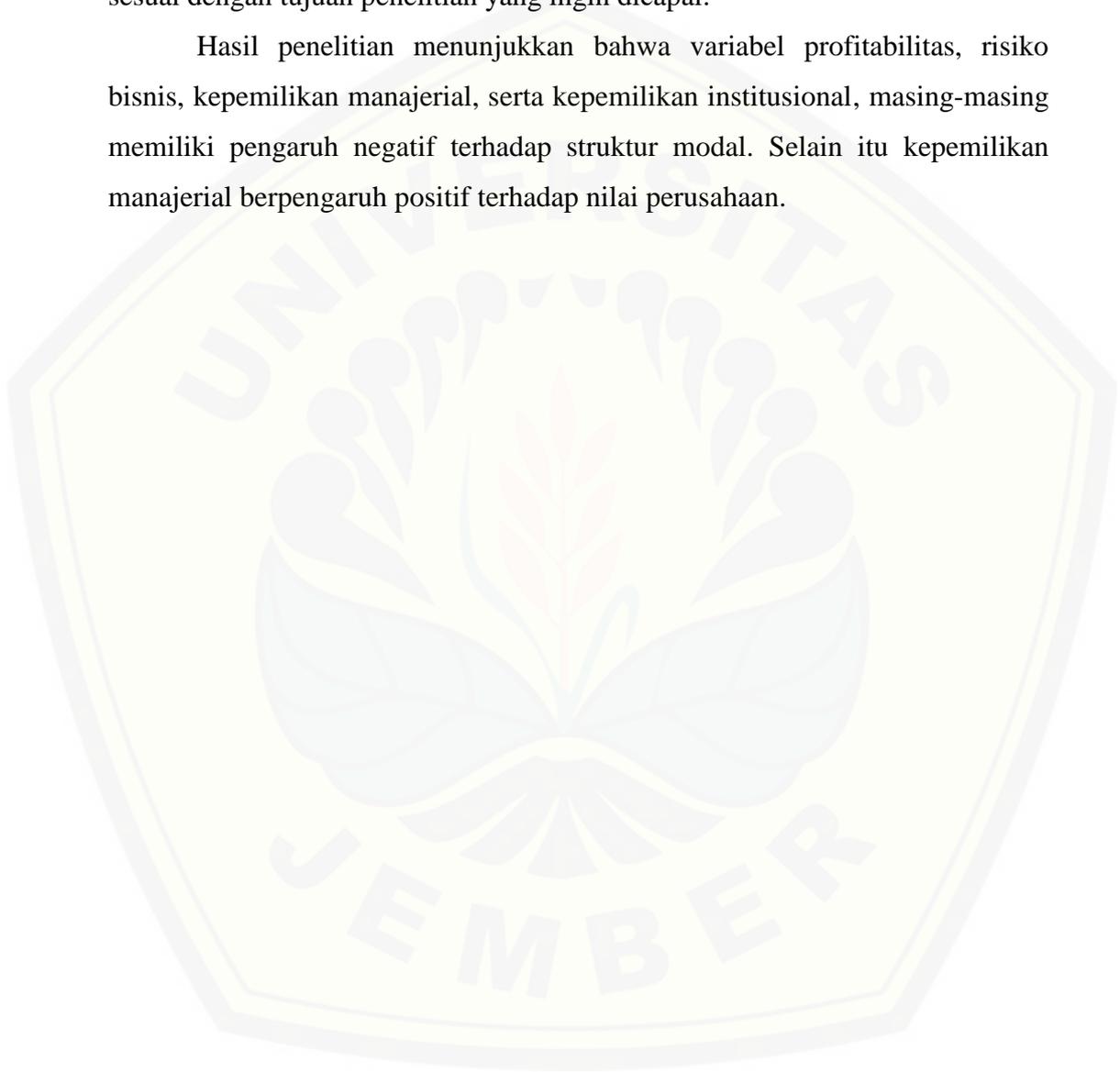
Manajemen keuangan memiliki peran penting bagi perusahaan terutama perusahaan publik. Tujuan utama manajemen yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, yang tercermin pada pemaksimalan harga sahamnya. Semakin tinggi harga saham perusahaan, menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Kesejahteraan pemegang saham dipengaruhi oleh keputusan keuangan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer keuangan yaitu keputusan pendanaan atau penentuan struktur modal. Besar kecilnya dana yang dibutuhkan setiap perusahaan tidak sama disesuaikan dengan kondisi perusahaan.

Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014. Terkait dengan keputusan pendanaan khususnya pada sektor pertambangan, pemerintah telah menerapkan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara, agar perusahaan tambang di Indonesia membangun pabrik pengolahan dan pemurnian hasil tambang (*smelter*) di dalam negeri. Perusahaan membutuhkan modal yang dapat bersumber dari dana internal atau eksternal. Pemberlakuan UU No. 4 Tahun 2009 memunculkan fenomena penurunan kinerja saham sektor pertambangan selama tahun 2014 hingga 2015.

Variabel penelitian yang akan diteliti yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur modal, dan nilai perusahaan. Tujuan penelitian yang ingin dicapai yaitu menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Populasi penelitian ini yaitu perusahaan pertambangan

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan anggota populasi berjumlah 36 perusahaan. Metode pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dan diperoleh 11 perusahaan dengan periode penelitian 2008 sampai 2014. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda sesuai dengan tujuan penelitian yang ingin dicapai.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, serta kepemilikan institusional, masing-masing memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Selain itu kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.



SUMMARY

The Determinants of Capital Structure and Firm Value of Mining Firms Listed on Indonesia Stock Exchange

Financial management has an important role for companies, especially public companies. Efficient financial management requires the existence of some objective or goal, because judgment as to whether or not a financial decision is efficient must be made in light of some standard. The main objective of management to maximize shareholders wealth, which is reflected in its share price maximization. Shareholder wealth is represented by the market price per share of the firm's common stock, which, in turn, is a reflection of the firm's investment, financing, and asset management decisions. The higher the stock price of the company, describe the more prosperous owner. Welfare shareholders affected by the financial decisions made by the management. One of the most important decisions faced by financial managers that funding decision or determination of the capital structure. The size of the required funds are not the same every company adapted to the conditions of the company.

This research was conducted in the mining sector listed on Indonesia Stock Exchange period 2008 to 2014. Related to financing decisions, especially in the mining sector, the government has implemented the Act No.4 of 2009 on Mineral and Coal Mining, a mining company in Indonesia in order to build a processing plant and the purification of mining products (smelter) in the country. The company needed capital that can be sourced from internal or external funds. Law enforcement No.4 of 2009 gave rise to the phenomenon of a decline in the mining sector stock performance during the year 2014 to 2015.

Variable research that will be examined are profitability, company size, growth, business risk, asset structure, managerial ownership, institutional ownership, capital structure, and the value of the company. The research objective to be achieved is to analyze the effect of profitability, company size,

growth, business risk, managerial ownership and institutional ownership to capital structure and corporate value. This study population is a mining company listed on the Indonesia Stock Exchange, with a population of 36 member companies. The sampling method using purposive sampling techniques and acquired 11 companies in the study period 2008 to 2014. This study uses regression analysis techniques according to the research objectives to be achieved.

The results showed that the variables of profitability, business risk, managerial ownership and institutional ownership, each of which has a negative effect on the capital structure. Furthermore managerial ownership has positive influence on the value of the company

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERNYATAAN	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
HALAMAN PENGESAHAN	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
PRAKATA	vii
RINGKASAN	ix
SUMMARY	xi
DAFTAR ISI	xiii
DAFTAR TABEL	xvi
DAFTAR GAMBAR	xvii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan	9
1.4 Manfaat	10
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	12
2.1 Landasan Teori.....	12
2.1.1 Nilai Perusahaan.....	12
2.1.2 Kajian Struktur Modal	13
2.1.3 Teori Struktur Modal.....	14
2.1.4 Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal.....	27
2.2 Penelitian Terdahulu	30
BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN	35
3.1 Kerangka Konseptual.....	35
3.2 Hipotesis Penelitian	37
3.2.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	37

3.2.2.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal.....	38
3.2.3.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal.....	39
3.2.4.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal.....	40
3.2.5.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal.....	41
3.2.6.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal	41
3.2.7.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal...42	
3.2.8.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan.....	43
3.2.9.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan	44
3.2.10.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Nilai Perusahaan	45
3.2.11.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan	45
3.2.12.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Nilai Perusahaan	46
3.2.13.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan ..47	
3.2.14.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan..47	
3.2.15.	Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.....	49
BAB 4	METODE PENELITIAN.....	50
4.1.	Rancangan Penelitian.....	50
4.2.	Populasi dan Sampel Penelitian	50
4.3.	Definisi Operasional	51
4.4	Batasan Penelitian.....	55
4.5	Lokasi Dan Prosedur Pengambilan Data	55
4.6	Analisis Data.....	56
4.6.1	Penentuan Nilai Variabel	56
4.6.2	Statistik Deskriptif	58
4.6.3	Uji Normalitas Data	58
4.6.4	Uji Asumsi Klasik.....	59
4.6.5	Analisis Regresi Berganda.....	61
4.7.	Pengujian Hipotesis	63
4.8.	Kerangka Pemecahan Masalah	67
BAB 5	ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	71
5.1	Gambaran Umum Perusahaan.....	71

5.2	Data Penelitian	72
5.3	Analisis Hasil Penelitian	73
5.3.1.	Statistik Deskriptif	73
5.3.2.	Uji Normalitas Data	76
5.3.3.	Uji Asumsi Klasik	78
5.3.4.	Analisis Jalur	83
5.3.5.	Uji Hipotesis	86
5.4.	Pembahasan	90
5.4.1.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	90
5.4.2.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal	91
5.4.3.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal	91
5.4.4.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal	92
5.4.5.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal	93
5.4.6.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal	94
5.4.7.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal	95
5.4.8.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	95
5.4.9.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan	96
5.4.10.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Nilai Perusahaan	97
5.4.11.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan	98
5.4.12.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Nilai Perusahaan	99
5.4.13.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan	100
5.4.14.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan	100
5.4.15.	Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	101
5.5	Keterbatasan Penelitian	102
BAB 6 KESIMPULAN DAN SARAN		103
6.1	Kesimpulan	103
6.2	Saran	126

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Perbandingan Karakteristik Utang dan Ekuitas	13
Tabel 4.1 Proses Penentuan Sampel.....	51
Tabel 5.1 Statistik Deskriptif.....	74
Tabel 5.2 Uji Normalitas	77
Tabel 5.3 Uji Normalitas Setelah Transformasi Data	78
Tabel 5.4 Uji Multikolinearitas	79
Tabel 5.5 Nilai Batas Atas (dU) dan Batas Bawah (dL)	80
Tabel 5.6 Uji Autokorelasi	81
Tabel 5.7 Uji Heteroskedastisitas	82
Tabel 5.8 Uji Heteroskedastisitas Setelah Transformasi Data	83
Tabel 5.9 Koefisien Regresi Berganda.....	85
Tabel 5.10 Uji Hipotesis Model 1	86
Tabel 5.11 Uji Hipotesis Model 2	86

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Kinerja Saham Pertambangan 2014-2015	6
Gambar 2.1 Efek Utang Terhadap Nilai Saham.....	21
Gambar 3.1 Kerangka Konseptual	35
Gambar 4.1 Model Regresi Berganda	41
Gambar 4.2 Kerangka Pemecahan Masalah.....	68
Gambar 5.1 Perkembangan Emiten Pertambangan.....	71
Gambar 5.2 Analisis Regresi Berganda Model 1	84
Gambar 5.3 Analisis Regresi Berganda Model 2	84

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Manajemen keuangan memiliki peran penting bagi perusahaan terutama perusahaan publik. Perusahaan dituntut memperoleh dana untuk mendanai aktivitas operasional, selain itu perusahaan juga harus mampu mengelola dana demi tercapainya tujuan perusahaan. Perusahaan yang bersifat *profit oriented* tentu saja memiliki tujuan utama yaitu meningkatkan profit perusahaan. Namun terdapat tujuan penting yang harus dicapai oleh manajemen perusahaan terutama oleh perusahaan publik. Weston dan Brigham (2005:30) mengungkapkan tujuan utama manajemen yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, yang tercermin pada pemaksimalan harga sahamnya. Pemaksimalan harga saham merupakan tujuan terpenting perusahaan dan itulah tujuan operasional yang semestinya menjadi landasan bagi pengambilan keputusan. Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan karena harga saham merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon investor apabila ia ingin memiliki suatu bukti kepemilikan atas perusahaan. Semakin tinggi harga saham menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Optimalisasi harga saham perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana keputusan keuangan yang diambil akan memengaruhi keputusan lainnya, dan berdampak pada nilai perusahaan. Bagi pemegang saham, profit yang tinggi saja tidak cukup, karena profit yang tinggi belum tentu kesejahteraan mereka juga tinggi.

Kesejahteraan pemegang saham dipengaruhi oleh keputusan keuangan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Manajer keuangan sebagai pihak yang bertanggung jawab, memiliki peran penting dalam menentukan keputusan keuangan. Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer keuangan yaitu keputusan pendanaan atau penentuan struktur modal. Besar kecilnya dana yang

dibutuhkan setiap perusahaan tidaklah sama, disesuaikan dengan kondisi masing-masing perusahaan. Brealey *et al.* (2007:355) mengungkapkan struktur modal merupakan bauran (proporsi) pendanaan utang jangka panjang dan pendanaan ekuitas. Apabila kebutuhan modal perusahaan semakin meningkat, sedangkan dana yang dimiliki terbatas maka perusahaan tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar, baik dalam bentuk utang maupun mengeluarkan obligasi untuk memenuhi kebutuhan modalnya. Oleh karena itu, masalah struktur modal adalah masalah yang sangat penting bagi perusahaan, karena kebijakan pendanaan menentukan operasional perusahaan.

Jenis pendanaan yang dipilih akan memengaruhi pengambilan keputusan investasi perusahaan. Selain itu keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang harus ditanggung pemegang saham, serta besarnya tingkat pengembalian atau keuntungan yang diharapkan. Keputusan yang salah tentang struktur modal akan menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) atau bahkan menuju kebangkrutan. Sebaliknya, keputusan pendanaan yang tepat akan mampu meningkatkan efisiensi biaya modal dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, memilih strategi pendanaan menjadi penting dalam membentuk struktur modal yang optimal.

Strategi pendanaan menjadi sangat penting dalam memilih apakah perusahaan menggunakan utang atau ekuitas (saham), karena masing-masing memiliki konsekuensi terhadap risiko dan tingkat pengembalian (*return*). Sumber dana berupa utang maupun saham memiliki karakteristik tersendiri, yaitu utang merupakan pinjaman sedangkan saham merupakan surat kepemilikan, sehingga baik utang maupun saham memiliki manfaat dan biaya (biaya modal). Utang memiliki manfaat yang berupa pengurangan pajak (*tax shield*), namun perusahaan juga menanggung biaya modal berupa bunga yang dibebankan oleh kreditur. Perusahaan yang menggunakan utang tanpa memahami kondisi finansialnya akan menimbulkan kewajiban yang dapat meningkatkan beban perusahaan tersebut. Kemungkinan yang paling buruk

dari kesalahan pengambilan keputusan dalam pendanaan dengan utang yaitu terjadinya kebangkrutan, sedangkan jika manajer menggunakan ekuitas (menerbitkan saham), dana yang diperoleh dari saham sangatlah besar sehingga memungkinkan perusahaan melakukan investasi dengan nilai yang besar juga. Konsekuensinya penerbitan saham dapat mengubah kepemilikan pemegang saham serta dividen bukan merupakan unsur pengurang pajak. Selain itu penerbitan saham juga dapat membuat pemegang saham melakukan kontrol yang ketat terhadap pihak manajemen. Hingga kini belum ada rumus matematik yang tepat untuk menentukan jumlah optimal dari utang dan ekuitas dalam menentukan struktur modal, (Seitz, 1984). Namun menurut Gitman dan Zutter (2012:535), struktur modal optimum tercapai apabila mengandung biaya modal (*cost of capital*) yang minimum. Brigham dan Houston (2007:450) juga mengungkapkan struktur modal yang optimal ialah struktur modal yang mampu memaksimumkan harga saham.

Berbagai fenomena mengenai struktur modal dapat dilihat dari pilihan struktur modal perusahaan di berbagai negara. Beberapa peneliti mengemukakan struktur modal dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan. Berbagai penelitian empiris telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi penentuan struktur modal perusahaan. Namun hasil penelitian tersebut tidak dapat menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat memengaruhi struktur modal karena terjadi perbedaan hasil penelitian dari beberapa peneliti sebelumnya, salah satunya penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988) terhadap 469 perusahaan manufaktur di Amerika pada tahun 1974-1982. Titman dan Wessels menyimpulkan risiko bisnis, struktur aset, dan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi rasio utang perusahaan. Hasil penelitian Krishnan dan Moyers (1997), Deesomsak (2004), Eriotis (2007), serta Hossain dan Ali (2012) juga menyimpulkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis tidak memengaruhi keputusan pendanaan. Namun hasil penelitian Wald (1999) menyimpulkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan memengaruhi rasio

utang perusahaan. Penelitian Michaelas *et al.* (1999), Huang dan Song (2006) serta Fauzi (2013) juga menyimpulkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aset, risiko bisnis, dan kepemilikan manajerial memengaruhi struktur modal.

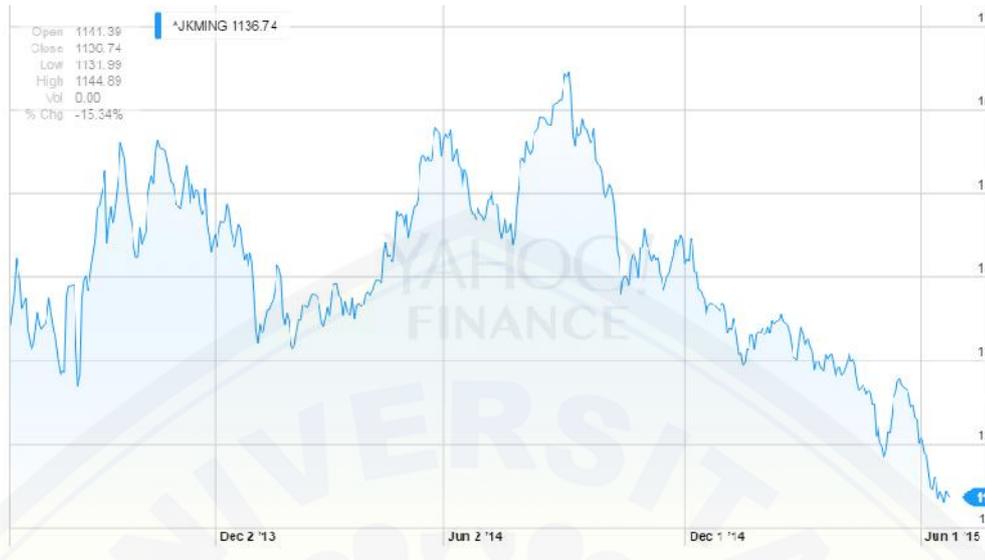
Penelitian mengenai struktur modal di negara berkembang dilakukan oleh Booth *et al.* (2001) yaitu di negara India, Pakistan, Thailand, Malaysia, Turki, Zimbabwe, Meksiko, Brazil, Yordania, dan Korea. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa struktur aset, risiko bisnis, profitabilitas, dan ukuran perusahaan memengaruhi pengambilan keputusan pendanaan di beberapa perusahaan yang ada di negara berkembang. Hasil penelitian Chen (2004), Thippayana (2014), dan Memon *et al.* (2015) juga menyimpulkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis memengaruhi keputusan pendanaan. Namun penelitian yang dilakukan oleh Saleem *et al.* (2013) pada perusahaan minyak dan gas di *Karachi Stock Exchange* pada tahun 2005-2009 menyimpulkan bahwa struktur aset, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas tidak memengaruhi struktur modal. Hasil penelitian Ruslim (2009), Yenieatie dan Destriana (2010), serta Savitri *et al.* (2012) juga menyimpulkan bahwa profitabilitas, kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis tidak memengaruhi struktur modal.

Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014. Karakteristik sektor pertambangan yang memiliki risiko tinggi menyebabkan sektor ini dapat memberikan *return* yang tinggi. Selain itu peluang pertumbuhan yang masih terbuka membuat ekspektasi meningkat, karena investasi yang dilakukan diharapkan mendapat *return* yang lebih tinggi di masa depan. Namun sifat dan karakteristik industri pertambangan yang memerlukan biaya investasi yang sangat tinggi dan berisiko, menjadikan masalah pendanaan sebagai isu utama dalam pengembangan perusahaan, (Hadiyanto dan Tayana, 2010).

Terkait dengan keputusan pendanaan khususnya pada sektor pertambangan, pemerintah telah mewajibkan perusahaan tambang di Indonesia

membangun pabrik pengolahan dan pemurnian hasil tambang (*smelter*) yang pastinya memerlukan modal yang tinggi. Pemerintah menetapkan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara, yang menjelaskan pemegang Izin Usaha Penambangan (IUP) Operasi Produksi dan pemegang kontrak karya wajib melakukan peningkatan nilai tambah mineral melalui kegiatan pengolahan dan pemurnian di dalam negeri selambat-lambatnya 5 (lima) tahun sejak UU No.4 Tahun 2009 diundangkan. Artinya tahun 2014 merupakan batas waktu maksimal pembangunan *smelter* oleh perusahaan pertambangan. Menindaklanjuti amanat UU No.4 Tahun 2009, pemerintah menetapkan Peraturan Pemerintah No.1 Tahun 2014 tentang larangan bagi perusahaan tambang di Indonesia untuk mengekspor bahan tambang mentah mulai Januari 2014. Adanya proses pengolahan dan pemurnian bijih mineral di dalam negeri akan memberikan nilai tambah yang lebih untuk setiap jenis mineral. Pemerintah mengungkapkan untuk membangun *smelter* dibutuhkan dana minimal US\$ 1,2-2 miliar. Untuk itu pemerintah menyarankan pengusaha pertambangan dapat mengajukan pinjaman dari perbankan asing dan nasional untuk membangun *smelter*, (Iwan, <http://www.kemenperin.go.id>).

Pemberlakuan UU No.4 Tahun 2009 memunculkan fenomena penurunan kinerja saham sektor pertambangan selama tahun 2014 hingga 2015 yang bisa dilihat pada gambar dibawah ini :



Gambar 1.1 Kinerja Saham Pertambangan 2014-2015

Sumber : *Yahoo Finance*

Berdasarkan Gambar 1.1, harga saham pertambangan mengalami penurunan selama tahun 2014 hingga 2015. Pada pertengahan Juni 2014 harga penutupan saham sebesar Rp1.639, namun pada pertengahan Juni 2015 harga saham pertambangan mengalami penurunan hingga mencapai Rp1.136. Selain itu selama tahun 2014, sektor pertambangan mencatatkan *price earning ratio* (PER) di atas PER Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). PER sektor pertambangan sebesar 1,5 kali sedangkan PER IHSG sebesar 15 kali, artinya harga saham-saham pertambangan valuasi harganya sangat murah. Penurunan ini salah satunya merupakan dampak dari kebijakan larangan ekspor yang diterapkan oleh pemerintah bila perusahaan tambang belum membangun pabrik *smelter* di Indonesia. Hal ini membuat emiten pertambangan rata-rata kehilangan pendapatannya hingga 30 persen, (Fachriansyah, <http://vibiznews.com>).

Pembangunan *smelter* ini dilatar belakangi oleh produksi bijih mentah (*raw material*) hasil pertambangan Indonesia yang selalu diekspor keluar negeri, sedangkan pabrik pemurnian dan pengolahannya ada di negara tujuan

ekspor. Hal ini tentunya merugikan Indonesia karena nilai *raw material* lebih rendah dibandingkan material yang sudah diolah dengan kualitas yang lebih tinggi. Kondisi inilah yang membuat pemerintah merancang adanya tahap lanjutan terhadap hasil pertambangan sebelum diekspor ke luar negeri. Untuk membangun *smelter*, perusahaan tambang memerlukan modal yang dapat bersumber dari dana internal atau eksternal. Oleh karena itu, perusahaan akan mempertimbangkan sumber dana yang digunakan dalam menentukan struktur modal yang sesuai dengan kondisi masing-masing perusahaan, sehingga diharapkan keputusan struktur modal yang tepat dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian determinan struktur modal pada konteks perusahaan pertambangan di Indonesia. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya ialah pada penelitian ini terdapat penambahan variabel independen yaitu kepemilikan manajerial serta kepemilikan institusional. Selain itu penelitian ini menggunakan dua model penelitian, yaitu model satu bertujuan untuk menganalisis determinan struktur modal, sedangkan model dua bertujuan untuk menganalisis determinan nilai perusahaan. Penelitian ini penting dilakukan karena hasil penelitian ini akan menganalisis faktor fundamental yang memengaruhi keputusan pendanaan dan nilai perusahaan pada perusahaan pertambangan di Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Keputusan struktur modal sangat penting bagi perusahaan, karena berhubungan dengan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Selain itu keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya *return* yang diharapkan oleh penegang saham di masa depan. Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014. Kinerja saham sektor pertambangan mengalami penurunan mulai tahun 2014 hingga 2015. Hal ini salah satunya disebabkan oleh

penurunan harga komoditas tambang di pasar internasional serta dampak dari pelarangan ekspor mineral oleh pemerintah. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan sebelumnya, rumusan masalah dalam penelitian ini dapat disusun sebagai berikut :

1. Apakah profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
2. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
3. Apakah peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
4. Apakah risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
5. Apakah struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
6. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
7. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
8. Apakah profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
9. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?

10. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
11. Apakah risiko bisnis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
12. Apakah struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
13. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
14. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
15. Apakah struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah maka tujuan penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
2. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
3. Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
4. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
5. Menganalisis pengaruh struktur aset terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.

6. Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
7. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
8. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
9. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
10. Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
11. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
12. Menganalisis pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
13. Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
14. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
15. Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi beberapa pihak yaitu perusahaan dan akademisi.

1. Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi perusahaan, khususnya manajer keuangan sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan pendanaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. Akademisi

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat dalam menambah wawasan pengetahuan terutama di bidang keuangan. Selain itu menambah referensi penelitian yang berkaitan dengan determinan struktur modal dan nilai perusahaan.



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan ialah memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (Van Horne, 2002:3). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2007:430), nilai perusahaan merupakan *present value* dari *free cash flow* yang diharapkan dimasa depan. *Present value* merupakan nilai sekarang dari tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham di masa depan. Brigham dan Houston (2007:30) juga mengungkapkan tujuan utama manajemen yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin pada pemaksimalan harga sahamnya. Harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli diartikan sebagai harga pasar atas perusahaan itu sendiri sehingga harga pasar berarti harga yang bersedia dibayar oleh investor untuk setiap lembar saham perusahaan.

Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik saham karena nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingkat kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi juga akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini, namun pada prospek perusahaan di masa depan sehingga nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang selalu dikaitkan dengan harga saham. Anshori dan Denica (2010) serta Wijaya dan Wibawa (2010) mengungkapkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

2.1.2 Kajian Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2007:331), struktur modal merupakan kumpulan dari utang, saham preferen dan saham biasa, sedangkan menurut Gitman dan Zutter (2012:508), struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara utang jangka panjang dan ekuitas. Berdasarkan pendapat para ahli tersebut maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan bauran pendanaan yang berasal dari utang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan untuk operasional perusahaan.

Perbedaan karakteristik antara kedua tipe pendanaan itu terletak pada keragaman hak suara dalam manajemen, klaim pada *income* dan *asset*, maturitas (jatuh tempo), serta perlakuan terhadap pajak. Keempat karakteristik yang membedakan antara utang dan ekuitas diringkas pada Tabel 2.1. Perbedaan karakteristik ini menjadi jelas, mengapa pemilik ekuitas memiliki risiko lebih besar dari pada kreditur, sehingga ekuitas mendapat kompensasi dengan *expected return* yang lebih tinggi dari pada utang.

Tabel 2.1 Perbandingan Karakteristik Utang dan Ekuitas

Karakteristik	Utang	Ekuitas
Hak suara dalam manajemen	Tidak ada	Ada
Klaim pada <i>income</i> dan <i>asset</i>	Prioritas terhadap ekuitas	Ada
Maturitas/Jatuh tempo	Tetap	Tidak ada
Perlakuan pajak	Pengurang atas bunga	Tidak ada

Sumber : Gitman dan Zutter (2012:267)

Berdasarkan Tabel 2.1, utang maupun ekuitas (saham) memiliki karakteristik yang berbeda yaitu pemegang saham memiliki hak suara dalam manajemen, selain itu pemegang saham berhak atas keuntungan yang dibagikan (dividen) dan berhak atas aset perusahaan bila perusahaan dilikuidasi. Namun dividen bukan merupakan unsur pengurang pajak, dengan kata lain tidak ada pengurang pajak perseroan atas dividen yang dimiliki pemegang saham. Berbeda dengan utang yang memiliki manfaat berupa

pengurang pajak. Utang memiliki jatuh tempo sesuai dengan kesepakatan antara kreditur dan debitur.

a. Struktur Modal Optimal

Struktur modal yang optimal didefinisikan sebagai struktur modal yang akan memaksimalkan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2007:437). Rasio utang yang optimal bagi perusahaan ditentukan oleh *trade off* antara biaya dan manfaat dari utang, aset perusahaan dan rencana investasi (Myers, 1984).

Semakin tinggi risiko yang terkait dengan utang, cenderung menurunkan harga saham, tetapi tingkat utang yang lebih tinggi menyebabkan *expected rate of return* meningkat. Oleh karena itu, manajemen berusaha menemukan struktur modal yang seimbang antara risiko dan *return* sehingga memaksimalkan harga saham. Struktur modal yang optimal yaitu nilai perusahaan dimaksimalkan ketika biaya modal diminimalkan karena nilai perusahaan sama dengan nilai sekarang dari arus kas masa depan, atau dengan kata lain nilai sekarang dari arus kas masa depan berada pada titik tertinggi ketika tingkat diskonto (biaya modal) berada pada titik terendah (Gitman dan Zutter, 2012:535).

2.1.3 Teori Struktur Modal

Penelitian empiris telah banyak dilakukan untuk menguji teori mengenai struktur modal. Berikut ini dikemukakan beberapa teori struktur modal, yaitu :

a. Teori Miller dan Modigliani (Model MM Tanpa Pajak)

Teori Miller dan Modigliani atau yang dikenal dengan teori MM merupakan dasar dari teori keuangan modern. Modigliani dan Miller (1958) menjelaskan bagaimana hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Teori MM membuat beberapa asumsi yaitu :

- a. Semua *tangible asset* dimiliki perusahaan.
- b. Adanya pasar modal sempurna (tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, dan tidak ada biaya kebangkrutan).
- c. Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua macam sekuritas, yakni ekuitas yang berisiko dan utang bebas (tanpa) risiko.
- d. Individu maupun perusahaan dapat meminjamkan uang dengan tingkat suku bunga bebas risiko.
- e. Para investor mempunyai ekspektasi yang sama (homogen) terhadap keuntungan perusahaan di masa depan.
- f. Semua perusahaan tidak mengalami pertumbuhan (arus kas diasumsikan konstan dan *perpetual*, dan semua laba dibagikan dalam bentuk dividen).
- g. Semua perusahaan dapat dikelompokkan dalam satu kelompok *return*, dan *return* saham dari semua perusahaan dalam kelompok tersebut adalah proporsional.

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, maka nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang (*unlevered firm*) sama persis dengan perusahaan yang menggunakan utang (*levered firm*). Apabila nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang diberi notasi V_U dan nilai perusahaan yang menggunakan utang diberi notasi V_L , maka $V_U = V_L$.

$$V_U = \frac{EBIT}{r_{SU}} = S_U$$

$$V_L = \frac{EBIT - r_D D_L}{r_{SL}} + D_L = S_L + D_L$$

Keterangan :

EBIT = Laba sebelum bunga dan pajak

r_{SU} = Kembalian (*return*) saham *unlevered firm*

S_U = Nilai saham *unlevered firm*

r_D = Suku bunga utang

D_L = Nilai utang *levered firm*

r_{SL} = Kembalian (*return*) saham *levered firm*

S_L = Nilai saham *levered firm*

Model tersebut dikenal sebagai model MM Proposisi 1 tanpa pajak. Model tersebut mengakui bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh strategi pendanaan, atau nilai perusahaan bergantung pada bagaimana bisnis itu dijalankan dan tidak pada bagaimana uang itu diperoleh. Kesimpulannya, dalam kondisi tidak ada pajak maka nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal.

Ketika nilai *unlevered firm* sama persis dengan *levered firm*, menurut model MM (tanpa pajak), biaya modal rata-rata tertimbang ($WACC = \textit{weighted average cost of capital}$) kedua perusahaan juga identik, sehingga hal ini mengarahkan pada Proposisi 2 dari model MM tanpa pajak, yaitu :

$$r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_D) \left(\frac{D_L}{S_L} \right)$$

Penambahan penggunaan utang biasanya diikuti dengan bertambahnya beban keuangan berupa biaya bunga. Sesuai dengan Proposisi 1, perubahan keputusan pendanaan (struktur modal) tidak akan memengaruhi nilai perusahaan, sehingga pada Proposisi 2, pemegang saham dihadapkan pada peningkatan risiko keuangan tanpa kompensasi dari meningkatnya nilai perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham akan menuntut *return* yang lebih tinggi sebagai kompensasi dari meningkatnya risiko, dan hal ini disebut biaya penggunaan saham biasa yang lebih tinggi bagi *levered firm*. Berdasarkan model MM-1 (model MM tanpa pajak) yang dikemukakan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller, dapat disimpulkan dua hal utama yaitu (Wan, 1999) :

1. Pada situasi tanpa pajak, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Jadi, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh jumlah utang, sehingga WACC juga tidak dipengaruhi oleh struktur modal.
2. Kecenderungan perusahaan yang makin banyak menggunakan utang akan lebih berisiko, sebab harus membayar biaya bunga yang lebih banyak pula. Perusahaan tidak dapat mengabaikan pembayaran biaya bunga, sehingga pemegang saham “menuntut” kembalian yang lebih tinggi yang tercermin pada biaya ekuitas yang lebih tinggi. Pada kondisi demikian, perusahaan memperoleh “penghematan” yang makin banyak dengan menggunakan utang yang lebih banyak karena lebih murah daripada ekuitas. Meskipun demikian, biaya ekuitas akan meningkat selaras dengan penambahan utang. “Penghematan” yang dihasilkan dari penggunaan utang otomatis akan meningkatkan biaya ekuitas, sehingga WACC tidak berubah.

b. Teori Miller dan Modigliani (Model MM Menggunakan Pajak)

Modigliani dan Miller (1963) memperbaiki model awal mereka dengan memperhitungkan adanya pajak perseroan (akan tetapi tetap mengabaikan pajak perorangan). Selanjutnya model tersebut dikenal dengan model MM-2 atau model MM dengan pajak perseroan. Kehadiran pajak perseroan (diberi notasi T_c) memengaruhi kedua proposisi awal pada model MM-1 sebagai berikut :

Proposisi I :

$$V_L = V_U + T_c D_L ; \text{ dimana } V_U = \frac{EBIT(1-T_c)}{r_{SU}}$$

Proposisi II :

$$r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_D)(1 - C) \frac{D_L}{S_L}$$

Berdasarkan model MM-2, dapat disimpulkan dua hal utama yang berbeda dengan model MM-1 sebelumnya, yaitu (Wan, 1999) :

1. Proposisi 1 menjelaskan struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Kenyataan, struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan : bertambahnya penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan atau dengan kata lain, pajak memberi manfaat dalam pendanaan yang berasal dari utang, sebesar:

$$\text{Tax Advantage} = T_C D_L$$

Manfaat pajak dari penggunaan utang diperoleh dari beban biaya bunga utang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya yang mengurangi besaran laba kena pajak, sedangkan pembayaran dividen tidak dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya.

2. Melalui pajak perseroan maka diperoleh dua manfaat penggunaan utang yakni : utang merupakan sumber modal yang lebih murah daripada ekuitas, dan biaya bunga menjadi elemen pengurang pajak. Berdasarkan model MM-1, diketahui bahwa penghematan dari penggunaan utang yang lebih murah, sepenuhnya digantikan oleh peningkatan biaya penggunaan ekuitas. Meskipun demikian, dalam situasi dengan adanya pajak perseroan, keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan utang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas sehingga biaya ekuitas dari *levered firm* dalam situasi ada pajak perseroan, pertambahannya lebih lamban daripada bila situasinya tanpa pajak perseroan, dengan kata lain pemegang saham memperoleh kompensasi untuk risiko keuangan yang lebih kecil dalam situasi ada pajak perseroan. “Penghematan” dari penggunaan utang yang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas, menghasilkan WACC yang makin kecil sebanding dengan bertambahnya utang.

c. Model Miller Dengan Pajak Personal

Miller (1977) mengemukakan sebuah model yang memperhitungkan pajak perorangan. Model tersebut menjelaskan investor dihadapkan pada dua kemungkinan jenis pajak : pajak perorangan atas ekuitas atau pendapatan dividen (t_s), dan pajak perorangan atas utang atau pendapatan bunga (t_D). Pada model MM-2 dengan pajak, dividen yang diperoleh pemegang saham sebesar :

$$\text{Dividend Income} = \text{EBIT} (1-T_c)$$

Akan tetapi, dengan adanya pajak perorangan, dividen yang diperoleh pemegang saham menjadi :

$$\text{After Tax Dividend Income} = \text{EBIT} (1-T_c) (1-T_s)$$

Oleh karena itu terjadi pajak ganda atas pendapatan ekuitas (dividen) yang diterima oleh investor. Laba perusahaan dikenai pajak perseroan sebelum dibagikan menjadi dividen kepada investor, dan selanjutnya ketika investor memperoleh dividen, dikenai pajak perorangan. Jadi nilai *unlevered firm* yang memperhitungkan pajak perseroan dan pajak perorangan adalah :

$$V_u = \frac{\text{EBIT}(1-T_c)(1-T_s)}{r_{SU}(1-T_s)}$$

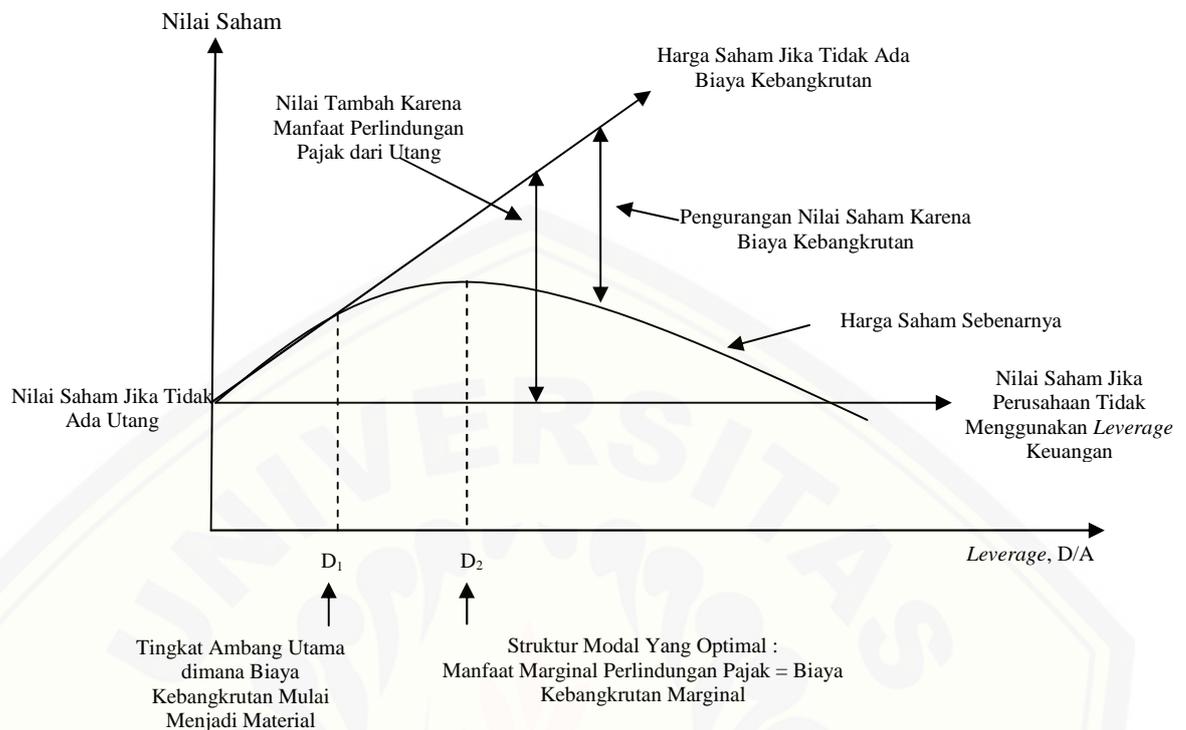
d. Trade Off Theory

Teori *trade off* menjelaskan perusahaan menggunakan utang sampai pada tingkat tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan utang akan sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Teori *trade off* menentukan struktur modal optimal menggunakan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*), tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai penyeimbang dan manfaat

penggunaan utang. Tingkat utang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). Teori *trade off* memiliki implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio utangnya, sehingga tambahan utang tersebut akan mengurangi pajak. Pada kenyataannya jarang manajer keuangan yang berpikir demikian.

Perusahaan yang mengikuti teori *trade off* akan menentukan target *debt to value ratio*, dan secara perlahan-lahan akan menuju target tersebut. Target ini ditentukan dengan cara menyeimbangkan keuntungan dari pengurangan pajak (*tax shield*) dengan biaya dari kebangkrutan (*cost of debt*). Teori *trade off* menyatakan struktur modal optimal diperoleh dengan menyeimbangkan keuntungan *tax shield* akibat utang dengan *financial distress cost* dan *agency cost* sehingga keuntungan dan biaya dari utang saling menyeimbangkan satu sama lain. Ringkasan *trade off theory* diungkapkan pada Gambar 2.1 berikut ini :



Gambar 2.1 Efek Utang Terhadap Nilai Saham

Sumber : Brigham dan Houston (2007 : 459)

Berdasarkan Gambar 2.1 dapat dijelaskan yakni :

1. Tidak dapat dipungkiri bahwa beban bunga yang bersifat *deductible* telah mengakibatkan utang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya pemerintah membayar sebagian dari biaya modal yang bersumber dari utang, dengan kata lain utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Hasilnya penggunaan utang mengakibatkan peningkatan porsi laba operasi (EBIT) yang mengalir ke investor. Jadi, semakin besar utang perusahaan makin tinggi nilainya dan makin tinggi harga sahamnya. Berdasarkan asumsi yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham perusahaan akan dimaksimalkan jika ia menggunakan 100 persen utang. Garis yang disebut sebagai “Hasil MM yang Menggabungkan Efek Pajak Perseroan” atau *MM Result*

Incorporating The Effect of Corporate Taxation pada Gambar 2.1 di atas memperlihatkan hubungan antara harga saham dan utang.

2. Kenyataannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan utang 100 persen. Salah satu alasannya bahwa pemegang saham mendapat keuntungan dari pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Lebih penting lagi perusahaan membatasi penggunaan utang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan.
3. Ada suatu titik tertentu dalam utang yang disebut D_1 pada Gambar 2.1 dimana untuk jumlah utang yang lebih rendah dari titik tersebut, kemungkinan kebangkrutan sangat kecil sehingga tidak berpengaruh (*immaterial*). Tetapi setelah titik D_1 dilampaui, biaya kebangkrutan akan semakin besar dan hal itu semakin mengurangi manfaat pajak yang disebabkan oleh utang. Pada kisaran dari D_1 ke D_2 biaya kebangkrutan semakin kecil tetapi belum menghapus sama sekali manfaat pajak dari utang sehingga harga saham akan naik (meskipun kenaikannya makin kecil) dengan bertambahnya jumlah utang. Tetapi setelah titik D_2 , jumlah biaya kebangkrutan melebihi keringanan pajak sehingga mulai titik ini peningkatan rasio utang akan menurunkan nilai saham. Karena itu, D_2 menunjukkan struktur modal yang optimal. D_1 dan D_2 berbeda-beda diantara perusahaan, tergantung pada risiko bisnis dan biaya kebangkrutan mereka.
4. Aspek lain yang mengganggu dari teori struktur modal seperti yang ditunjukkan dalam Gambar 2.1 adalah kenyataan bahwa banyak perusahaan besar menggunakan utang yang jauh lebih kecil daripada yang dianjurkan menurut teori tersebut. Hal ini menyebabkan berkembangnya *signalling theory*.

e. Teori Biaya Keagenan (*Agency Cost Theory*)

Teori yang memperhitungkan biaya keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori tersebut menegaskan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh insentif dan perilaku dari pembuat keputusan (pihak manajemen). Jensen dan Meckling mengemukakan adanya dua potensi konflik, yaitu konflik antara pemegang saham dengan kreditur, dan konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen (Harris dan Raviv, 1999) :

1). Konflik antara Pemegang Saham dengan Kreditur

Kreditur menerima uang dalam jumlah tetap dari perusahaan (bunga utang), sedangkan pendapatan pemegang saham bergantung pada besaran laba perusahaan. Pada situasi ini, kreditur lebih memperhatikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali utangnya, dan pemegang saham lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam meraih laba yang banyak. Untuk mengantisipasi kemungkinan rugi, kreditur mengenakan biaya keagenan (*debt agency cost*) dalam bentuk pembatasan penggunaan utang oleh manajer. Salah satu pembatasan adalah membatasi jumlah penggunaan utang untuk investasi pada proyek baru (seperti *capital rationing*).

2). Konflik antara Pemegang Saham dengan Pihak Manajemen

Pihak manajemen tidak selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham, tetapi mengarah kepada kepentingan dirinya sendiri. Akibatnya, pemegang saham menanggung biaya keagenan ekuitas (*equity agency cost*) untuk memantau kegiatan pihak manajemen. Salah satu biaya keagenan adalah kompensasi bagi akuntan publik untuk mengaudit perusahaan.

f. Teori *Signalling*

Ross (1977) menyatakan ketika perusahaan menerbitkan utang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor tentang prospek perusahaan di masa depan. Teori *signalling* ini muncul karena adanya permasalahan asimetris informasi, karena kondisi asimetris informasi ada dari waktu ke waktu, perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi, tanpa harus menjual saham pada harga rendah sehingga akan mengirimkan sinyal yang sangat memengaruhi harga saham.

Pada umumnya pendanaan dengan utang dianggap sebagai sinyal positif sehingga manajer percaya bahwa saham "*undervalued*". Sebagai contoh, manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan dan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan saat ini. Hal ini akan menguntungkan bagi para *stockholder* untuk menggunakan utang dibandingkan dengan menerbitkan saham karena dengan penggunaan utang dianggap sebagai sinyal positif, sedangkan adanya penerbitan saham dianggap sebagai sinyal negatif sehingga manajemen percaya bahwa saham "*overvalued*". Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan utang.

Adanya asumsi bahwa pasar keuangan tidak merefleksikan semua informasi khususnya informasi yang belum tersedia untuk publik, maka manajer menggunakan kebijakan pendanaan untuk menyampaikan informasi ke pasar. Manajer sebagai pihak internal yang memiliki akses informasi tentang ekspektasi aliran kas perusahaan, akan memilih sinyal yang tidak terlalu bagus tentang masa depan perusahaan jika mereka memiliki insentif yang tepat. Untuk melihat bagaimana proses bekerja insentif ini, maka

diasumsikan manajer dilarang untuk memperdagangkan sekuritas dari perusahaan mereka. Hal ini menjaga mereka dari keuntungan dengan mengeluarkan sinyal yang salah, seperti mengumumkan berita buruk walaupun mereka tahu kondisi perusahaan bagus.

Myers dan Majluf (1984) juga membuat model *signalling* yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Manajer diasumsikan mengetahui nilai "sebenarnya" perusahaan di masa depan. Disamping itu, manajer juga diasumsikan bertindak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham lama, yaitu orang yang memiliki saham di perusahaan dan berhak atas hak pengambilan suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

g. Teori *Pecking Order*

Myers (1984) menyatakan terdapat semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal. Berdasarkan teori *pecking order* perusahaan akan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal. Myers menyimpulkan terdapat 4 asumsi dalam penelitiannya yaitu :

- a) Perusahaan lebih memilih sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari saldo laba yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b) Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu utang yang paling rendah risikonya, kemudian ke utang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa. Penerbitan saham baru menempati urutan terakhir karena merupakan sinyal bagi pemegang saham atau investor tentang kondisi perusahaan saat ini dan prospek mendatang tidak baik.

- c) Terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d) Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar.

Myers juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap peningkatan dan penurunan utang karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi, berusaha mendanai proyeknya secara internal atau menggunakan sekuritas yang rendah risiko. Jika perusahaan tersebut masih harus membutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas karena manajer perusahaan menganggap saham perusahaan *overvalued*. Investor sangat paham akan insentif ini, dan juga sadar bahwa manajer memiliki informasi tentang prospek perusahaan dengan lebih baik dibandingkan dirinya sendiri, sehingga investor selalu berusaha menanggapi pengumuman penerbitan saham sebagai "berita buruk" (sebagai tanda bahwa manajemen menganggap saham perusahaan akan *overvalued*).

Namun teori *pecking order* memiliki beberapa keterbatasan yaitu tidak dapat menjelaskan semua aturan dalam struktur modal yang diamati. Sebagai contoh, jika dibandingkan dengan *trade off theory* adalah ketidakmampuannya untuk menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan dan biaya menerbitkan sekuritas, serta kesempatan investasi perusahaan berpengaruh terhadap rasio aktual utang. Selain itu teori ini menggunakan *agency problem* yang dapat dengan mudah meningkat ketika manajer perusahaan mengakumulasi begitu banyak *financial slack* sehingga mereka menjadi kebal dari peraturan pasar. *Financial slack* merupakan kas perusahaan dan surat berharga yang dimiliki perusahaan seperti kapasitas utang yang tidak dipakai. Ini dapat terjadi jika perusahaan tidak memiliki kebutuhan untuk meningkatkan

pendanaan eksternal yang baru, dengan demikian tidak dapat dihukum secara langsung melalui harga saham yang rendah. Meskipun begitu, teori *pecking order* lebih baik dalam menjelaskan aspek tertentu dari pola struktur modal yang diamati dibandingkan model yang lain, dan ini tentunya menjadi pilihan pendanaan perusahaan (sekuritas apa yang dipilih untuk diterbitkan) dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

2.1.4 Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal

Brigham dan Houston (2007:463) mengungkapkan penentuan keputusan struktur modal dipengaruhi oleh 12 faktor yaitu penjualan, struktur aset, *leverage* operasi, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, pajak, kontrol, perilaku manajemen, kreditur dan peringkat nilainya, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, serta fleksibilitas finansial. Namun pada penelitian ini, variabel yang digunakan dalam menganalisis struktur modal dan nilai perusahaan ialah profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional, seperti yang dijelaskan berikut ini :

a. Profitabilitas

Seringkali penelitian menunjukkan, perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi, menggunakan utang yang relatif lebih kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah perusahaan yang sangat menguntungkan memang tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan utang. Tingkat pengembaliannya yang tinggi memungkinkan mereka untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2007:463).

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara antara lain dilihat dari total aset, penjualan, nilai pasar saham, kapitalisasi pasar dan lain-lain yang kesemuanya berkorelasi tinggi (Ferry dan Jones, 1979). Besar kecilnya suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, karena semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar perusahaan maka kecenderungan menggunakan utang juga semakin tinggi.

c. Pertumbuhan Perusahaan

Jika hal lain tetap, maka 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 utang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan utang. Namun pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan utang (Brigham dan Houston, 2007:463).

d. Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan risiko yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian atas aset (ROA) dari suatu perusahaan di masa depan. Risiko bisnis antar industri dan antar perusahaan dalam industri yang sama adalah berbeda-beda. Lebih lanjut risiko bisnis dapat berubah dari waktu ke waktu. Risiko bisnis tergantung pada sejumlah faktor antara lain variabilitas permintaan, variabilitas harga jual, variabilitas harga *input*, kemampuan menyesuaikan harga *output* terhadap harga *input*, kemampuan mengembangkan produk baru dengan biaya yang efektif, risiko nilai tukar, dan *leverage* operasi (Brigham dan Houston, 2007:439).

e. Struktur Aset

Perusahaan yang memiliki aset untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Aset multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aset yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan (Brigham dan Houston, 2007:463).

f. Kepemilikan Manajerial

Pemegang saham internal atau kepemilikan manajerial adalah orang yang memiliki saham dan termasuk di dalam struktur organisasi perusahaan, yang artinya orang tersebut juga melaksanakan fungsinya sebagai pelaksana operasional (manajer atau direksi) atau sebagai pengawas kegiatan operasi perusahaan (dewan komisaris) (Van Horne, 2002:205). Wahidahwati (2002) juga mengungkapkan kepemilikan manajerial ialah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan yakni direktur dan komisaris. Keberadaan manajemen perusahaan mempunyai latar belakang yang berbeda, antara lain: 1) pihak yang mewakili pemegang saham institusional, 2) tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham, 3) pihak yang memiliki wewenang di jajaran manajemen perusahaan karena turut memiliki saham. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

g. Kepemilikan Institusional

Pemegang saham eksternal atau institusi merupakan pemilik saham dari pihak luar perusahaan yang tidak termasuk di dalam struktur organisasi perusahaan atau hanya berfungsi sebagai pemilik sementara (Van Horne, 2002:203). Wahidahwati (2002) juga menjelaskan, kepemilikan institusional

ialah persentase kepemilikan saham luar (non manajemen) atas saham perusahaan seperti bank, asuransi, atau institusi lain. Keberadaan kepemilikan perusahaan oleh institusi akan mendorong pengawasan yang lebih efektif, karena institusi merupakan pihak profesional yang memiliki kemampuan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Widjaja dan Kasenda (2008) menyatakan tingkat kepemilikan institusi yang tinggi dalam suatu perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih ketat oleh investor institusional sehingga akan mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham yang pada akhirnya akan mengurangi *agency cost*.

2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan terus dikaji oleh peneliti di beberapa negara. Penelitian terbaru dilakukan oleh Memon *et al.* (2015) pada 143 perusahaan publik di Pakistan tahun 2001-2012. Hasil penelitiannya mengungkapkan profitabilitas, struktur aset, dan ukuran perusahaan memengaruhi utang perusahaan. Namun kekurangan penelitian ini terletak pada alat analisis yang digunakan. Penelitian ini menggunakan regresi *pooling* dengan dua metode yaitu *common constant method* dan *fixed effect method*. Selain tidak ada uji model terhadap penggunaan kedua metode tersebut, pada regresi *pooling* hanya disarankan menggunakan satu metode saja.

Selanjutnya penelitian dilakukan oleh Yuliani *et al.* (2014) pada sektor *real estate* dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2011. Alat analisis yang digunakan ialah analisis jalur. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur aset dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Selain itu struktur modal juga berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, hal ini dikarenakan

ketersediaan dana internal tidak mampu memprediksi besarnya kebutuhan pendanaan perusahaan.

Prasetyo Utomo dan Djumahir (2011) meneliti struktur modal pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di BEI tahun 2005-2012. Alat analisis yang digunakan ialah *two stage least square* (2SLS). Hasil penelitiannya menyimpulkan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Struktur aset dan risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Namun struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan pada saat periode pengamatan, perusahaan masih dalam tahap restrukturisasi sehingga memerlukan banyak dana. Melakukan restrukturisasi dengan digunakannya utang membuat rasio struktur modal meningkat, namun investor belum melihat hal ini akan membawa perubahan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan tekstil sehingga tidak banyak memengaruhi harga pasar saham perusahaan. Kekurangan dari penelitian ini ialah tidak menjelaskan alasan penggunaan alat analisis, selain itu tidak memberikan model penelitian serta tidak memberikan saran bagi perusahaan tekstil terkait dengan hasil penelitian yang dilakukan.

Yeniatie dan Destriana (2010) meneliti kebijakan utang pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi berganda. Hasil penelitiannya menunjukkan kepemilikan institusional, struktur aset, dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis tidak memengaruhi kebijakan utang.

Suteja dan Manihuruk (2009) meneliti struktur modal pada perusahaan publik di Indonesia tahun 1994-2005. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi *pooling* dengan metode *fixed effect*. Hasil penelitiannya menyimpulkan risiko bisnis, profitabilitas, dan ukuran perusahaan memengaruhi struktur modal. Selain itu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan

struktur modal memengaruhi nilai perusahaan, sedangkan profitabilitas tidak memengaruhi nilai perusahaan.

De Jong *et al.* (2008) meneliti struktur modal pada perusahaan yang ada di 42 negara selama tahun 1997-2001. Alat analisis yang digunakan ialah regresi berganda. Hasil penelitiannya menyimpulkan struktur aset, ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap teori struktur modal konvensional. Kekurangan dari penelitian ini ialah belum dapat menjelaskan faktor-faktor yang berpengaruh lebih dominan bagi keputusan struktur modal di setiap negara.

Mas'ud (2008) meneliti struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2001-2005. Alat analisis yang digunakan yakni *structural equation model* (SEM). Hasil penelitiannya menunjukkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, dan risiko berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Selain itu struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sujoko dan Soebiantoro (2007) meneliti struktur modal dan nilai perusahaan pada 134 perusahaan publik di Indonesia selama tahun 2000-2004. Alat analisis yang digunakan yaitu *structural equation model* (SEM). Hasil penelitiannya menyimpulkan kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi struktur modal. Selain itu kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi nilai perusahaan.

Huang dan Song (2006) meneliti struktur modal pada perusahaan publik di Cina selama tahun 2000. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi berganda. Hasil penelitiannya menyimpulkan ukuran perusahaan, struktur aset, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional

berpengaruh positif terhadap struktur modal. Selain itu profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan publik di Cina.

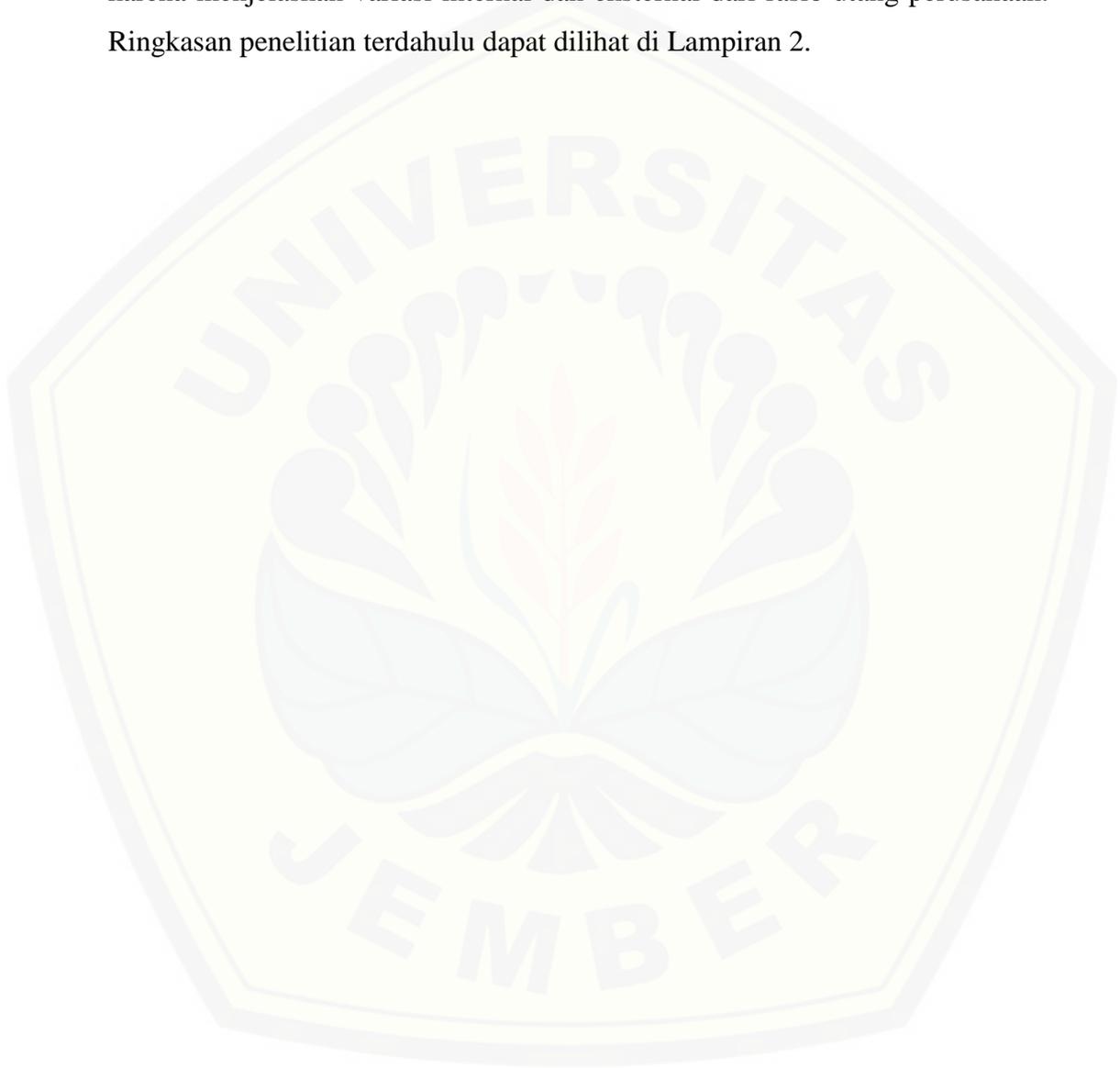
Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003) pada perusahaan perdagangan publik di Amerika tahun 1971-1998. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi berganda. Hasil penelitiannya menyimpulkan struktur aset dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap utang, sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap utang.

Chen (2004) meneliti penggunaan utang pada 88 perusahaan yang terdaftar pada *China Stock Market* tahun 1995-2000. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi *pooling*. Hasil penelitiannya menyimpulkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap utang sedangkan pertumbuhan perusahaan dan struktur aset berpengaruh positif terhadap utang perusahaan publik di Cina. Perbedaan antara struktur modal perusahaan Cina dengan perusahaan yang berada di negara berkembang ialah perusahaan Cina lebih menyukai *short term debt* dan memiliki jumlah *long term debt* yang rendah. Hasil studi ini menunjukkan bahwa teori struktur keuangan modern relevan dalam menjelaskan struktur modal di negara Eropa maupun Cina. Hal ini berlaku meskipun terdapat perbedaan institusi antara Cina dengan negara-negara Barat.

Titman dan Wessels (1988) meneliti rasio utang pada 469 perusahaan manufaktur di Amerika selama tahun 1974-1982. Alat analisis yang digunakan yaitu *structural equation model* (SEM). Hasil penelitiannya menyimpulkan pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan struktur aset tidak memengaruhi rasio utang perusahaan. Titman dan Wessels menjelaskan indikator yang digunakan dalam penelitiannya tidak cukup mencerminkan karakter variabel yang dijelaskan oleh teori-teori struktur modal.

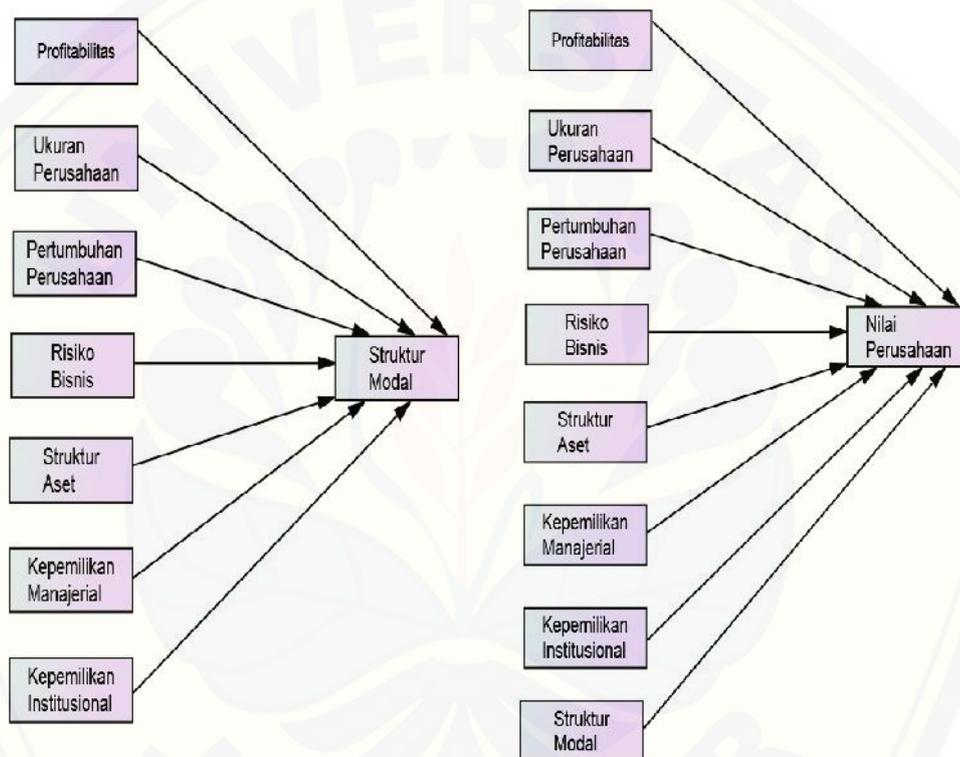
Bradley *et al.* (1984) meneliti rasio utang pada 851 perusahaan di Amerika. Alat analisis yang digunakan yaitu *analysis of variance* (ANOVA).

Hasil penelitiannya menunjukkan risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio utang. Bradley *et al.* mengungkapkan perusahaan sampel melakukan investasi pada aset tetap, sehingga *leverage* finansial menjadi tinggi. Penelitian ini menyimpulkan risiko bisnis sangat penting karena menjelaskan variasi internal dan eksternal dari rasio utang perusahaan. Ringkasan penelitian terdahulu dapat dilihat di Lampiran 2.



BAB 3**KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN****3.1 Kerangka Konseptual**

Berdasarkan kajian teoritis dan kajian empiris yang telah diuraikan sebelumnya maka kerangka konseptual penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 3.1 Kerangka Konseptual

Berdasarkan Gambar 3.1, kesejahteraan pemegang saham salah satunya dipengaruhi oleh keputusan pendanaan atau penentuan struktur modal. Struktur modal dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional (Brigham dan Houston, 2007:463).

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan atas kegiatan usaha perusahaan selama periode tertentu. Teori *pecking order* menyatakan perusahaan lebih memilih pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal sehingga semakin besar perolehan laba perusahaan, maka penggunaan utang juga akan berkurang. Teori *trade off* menyatakan perusahaan besar berpeluang lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal. Selain itu perusahaan besar juga memiliki banyak proyek, sehingga memungkinkan mereka untuk mendanai proyeknya menggunakan utang. Faktor lain yang memengaruhi struktur modal ialah pertumbuhan perusahaan. Pangulu (2014) mengungkapkan perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki begitu banyak peluang investasi yang akhirnya akan menarik investor untuk menanamkan investasi mereka. Hal ini akan memicu naiknya permintaan saham perusahaan dan menyebabkan harga saham naik. Ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan naik.

Brigham dan Houston (2007:439) menyatakan setiap perusahaan akan menghadapi risiko pada setiap kegiatan operasional perusahaan, salah satunya risiko bisnis. Semakin tinggi risiko bisnis, maka probabilitas terjadinya *financial distress* juga semakin tinggi. Keterkaitan antara risiko bisnis dengan nilai perusahaan dijelaskan oleh Ross *et al.* (2010:294) yaitu semakin besar hasil pengembalian yang diharapkan maka risiko yang dihadapi oleh investor juga semakin tinggi. Dengan demikian semakin besar risiko bisnis perusahaan maka nilai perusahaan akan meningkat. Teori *trade off* menyatakan, utang sangat berguna bagi perusahaan karena utang memiliki manfaat sebagai pengurang pajak sehingga perusahaan yang memiliki utang dapat menggunakan aset tetapnya sebagai jaminan. Dengan demikian, aset tetap meningkatkan penggunaan utang perusahaan.

Pihak manajemen yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga (Jensen dan

Meckling, 1976). Moh'd *et al.* (1998) juga menjelaskan tingkat kepemilikan institusi yang tinggi menimbulkan pengawasan yang lebih ketat terhadap kinerja manajemen agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yang pada akhirnya akan mengurangi *agency cost*.

Pendanaan dengan utang dianggap sebagai sinyal positif sehingga investor tertarik berinvestasi di perusahaan tersebut. Manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan dan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan sekarang. Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan utang (Ross, 1977).

3.2 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian merupakan jawaban sementara terhadap teori yang dikemukakan. Hipotesis penelitian yang diajukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

3.2.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Teori *pecking order* menyatakan perusahaan memiliki pilihan penggunaan modal, pertama menggunakan saldo laba, kedua menggunakan utang, terakhir ekuitas. Menerbitkan saham baru merupakan pilihan terakhir karena biaya yang tinggi. Berdasarkan pendapat tersebut, profitabilitas memiliki peran penting dalam penentuan struktur modal karena jumlah dana internal sebagai penentu penting dari penentuan struktur modal. Teori *pecking order* juga menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* memiliki jumlah utang yang sedikit, hal ini dikarenakan perusahaan memang memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar dikarenakan dua alasan, yaitu dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai oleh

perusahaan. Brigham dan Houston (2007:463) juga mengatakan bahwa perusahaan dengan *return* investasi yang sangat tinggi menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit.

Wald (1999) bahkan menegaskan profitabilitas memiliki efek tunggal terbesar pada rasio utang. Umumnya perusahaan yang memiliki *cash flow* atau profitabilitas yang tinggi, memiliki arus modal lebih banyak sehingga saldo laba dapat digunakan sebagai pembiayaan internal. Pada proses ini perusahaan dapat mengurangi jumlah pendanaan terhadap utang. Penelitian tentang pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) yang meneliti negara-negara yang termasuk dalam G7, Wald (1999) menganalisis negara-negara maju, Booth *et al.* (2001) meneliti negara-negara berkembang, Akhtar (2005) menganalisis perusahaan domestik dan multinasional di Australia, Huang dan Song (2006) meneliti perusahaan publik di Cina, serta de Jong *et al.* (2008) yang meneliti perusahaan di 42 negara, mereka menyimpulkan tingkat profitabilitas menurunkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian pertama, yaitu :

H₁ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Teori *trade off* menyatakan perusahaan besar berpeluang lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal. Perusahaan besar cenderung mengungkapkan informasi lebih lanjut tentang bisnis mereka kepada publik daripada perusahaan kecil sehingga perusahaan besar lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan kecil. Selain itu, perusahaan besar juga memiliki banyak proyek sehingga memungkinkan mereka untuk mendanai proyeknya menggunakan utang.

Rajan dan Zingales (1995) menyatakan perusahaan besar memiliki beragam diversifikasi dan memiliki *cash flow* lebih stabil, selain itu perusahaan besar memiliki biaya kebangkrutan rendah yang membuatnya lebih mudah

untuk masuk ke pasar saham. Rendahnya potensi terjadinya kebangkrutan pada perusahaan besar, disebabkan perusahaan besar cenderung memiliki usaha yang lebih terdiversifikasi dan reputasi yang lebih baik (Frank dan Goyal, 2003). Penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal dilakukan oleh Homaifar *et al.* (1994), Rajan dan Zingales (1995), Krishnan dan Moyers (1997), Wald (1999), Booth *et al.* (2001), de Jong *et al.* (2007), Thippayana (2014), serta Memon *et al.* (2015) yang menyimpulkan ukuran perusahaan meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kedua yaitu :

H₂ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.2.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Teori *pecking order* menyatakan perusahaan yang sedang tumbuh atau berkembang memiliki kebutuhan dana internal yang lebih besar sehingga perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung menggunakan dana eksternal untuk membiayai proyek barunya. Myers (1977) menyimpulkan, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menggunakan utang dalam struktur modalnya.

Teori *signaling* juga menyatakan perusahaan dapat mengomunikasikan prospek pertumbuhan yang baik di masa depan menggunakan utang, karena utang dapat menjadi sinyal positif bagi investor luar, sehingga investor luar yakin dan percaya bahwa prospek perusahaan di masa depan akan baik. Dickerson (1998) menyatakan pertumbuhan perusahaan akan diikuti dengan meningkatnya keputusan pendanaan yang besar. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mengimplikasikan adanya permintaan yang lebih tinggi akan kebutuhan dana eksternal (Song, 2005). Penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal dilakukan oleh Wald (1990), Krishnan dan Moyers (1997), Michaelas *et al.* (1999), Pandey (2001), Chen (2004), dan Memon *et al.* (2015) yang menyimpulkan pertumbuhan

perusahaan meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian ketiga, yaitu :

H₃ : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.2.4 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal

Setiap perusahaan akan menghadapi risiko pada setiap kegiatan operasional perusahaan, salah satunya risiko bisnis. Semakin tinggi risiko bisnis, maka probabilitas terjadinya *financial distress* juga semakin tinggi. Ini dikarenakan *earning* yang tidak menentu menyebabkan *cash inflow* juga tidak menentu. Jika ternyata perusahaan rugi atau *cash inflow* tidak mencukupi untuk membayar beban bunga, maka perusahaan dapat mengalami kebangkrutan, (Brigham dan Houston, 2007:439).

Teori *trade off* menyatakan semakin banyak utang maka semakin tinggi beban atau risiko yang ditanggung perusahaan seperti *agency cost*, biaya kebangkrutan, dan keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar. Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar menggunakan utang lebih kecil dibandingkan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan utang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan kewajiban mereka. Penelitian tentang pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal dilakukan oleh Bradley *et al.* (1984), Kester (1986), Wald (1990), Pandey (2001), Booth *et al.* (2001), Chen (2004), dan Lim (2012) yang menyimpulkan risiko bisnis menurunkan penggunaan utang oleh perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian keempat, yaitu :

H₄ : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.5 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal

Teori *trade off* menyatakan, utang sangat berguna bagi perusahaan karena utang memiliki manfaat sebagai pengurang pajak, sehingga perusahaan yang memiliki utang dapat menggunakan aset tetapnya sebagai jaminan. Selain itu teori *pecking order* juga menyatakan perusahaan akan memilih sumber pendanaan eksternal yang memiliki risiko rendah, yaitu utang. Dengan demikian, keberadaan aset tetap dapat meningkatkan penggunaan utang oleh perusahaan karena perusahaan memiliki jaminan yang dapat mengurangi *financial distress* dari penggunaan utang.

Menurut Myers (1977), semakin besar aktiva tetap maka akan semakin besar jaminan perusahaan yang dapat mereduksi biaya *financial distress* perusahaan, sehingga ketika aset tetap meningkat, penggunaan utang juga akan semakin meningkat. Selain itu semakin tinggi jaminan yang diberikan perusahaan kepada kreditur, akan semakin besar pula jumlah utang yang dapat diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Penelitian mengenai pengaruh struktur aset terhadap struktur modal dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Michaelas *et al.* (1999), Chen (2004), Huang dan Song (2006), de Jong *et al.* (2007), dan Memon *et al.* (2015) yang menyimpulkan struktur aset dapat meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kelima, yaitu :

H₅ : Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.2.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan jika manajemen memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan maka mereka akan mengurangi tingkat utang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan utang. Kepemilikan manajemen atas saham perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajemen dengan pihak eksternal dan akan

mengurangi peranan utang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*.

Semakin banyak kepemilikan manajemen akan menyebabkan pihak manajemen semakin berhati-hati dalam menggunakan utang karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga pihak manajemen cenderung menggunakan utang yang rendah. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal dilakukan oleh ini Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998), Bathala *et al.* (1994) serta Wahidahwati (2002) yaitu kepemilikan saham oleh pihak manajemen berpengaruh negatif terhadap utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian keenam, yaitu:

H₆ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Teori *agency cost* menjelaskan distribusi saham pada investor institusional dapat mengurangi *agency cost* sehingga kepemilikan saham oleh pihak eksternal mewakili kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau tidak mendukung keberadaan manajemen.

Moh'd *et al.* (1998) menyatakan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi menimbulkan usaha pengawasan yang lebih ketat terhadap pihak manajemen yang akan mengurangi *agency cost*. Kontrol yang efektif dari investor institusional telah mengambil alih peranan utang sebagai alat kontrol manajemen sehingga menyebabkan penggunaan utang menurun. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998), Wahidahwati (2002), dan Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyimpulkan kepemilikan institusional menurunkan penggunaan utang perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian ketujuh, yaitu :

H₇ : Kepemilikan intitusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.8 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan sehingga investor memiliki sinyal positif pada prospek perusahaan dimasa mendatang. Ketika tingkat profitabilitas suatu perusahaan meningkat maka investor akan memiliki ekspektasi dan kepercayaan lebih terhadap perusahaan. Para investor beranggapan, perusahaan yang mempunyai profit besar akan menghasilkan *return* yang besar pula. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba maka akan menaikkan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham perusahaan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor tertarik membeli saham perusahaan. Respon positif tersebut akan meningkatkan harga saham yang berarti akan meningkatkan nilai perusahaan.

Ang (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas dan rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasionalnya merupakan fokus utama dalam penilaian prestasi perusahaan. Selain merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bagi para pemilik dananya, laba perusahaan juga merupakan elemen dalam menentukan nilai perusahaan. Efektivitas dinilai dengan menghubungkan laba bersih yang didefinisikan dalam berbagai rasio terhadap aktiva, misalnya rasio profitabilitas.

Ketika tingkat profitabilitas suatu perusahaan meningkat maka investor akan memiliki ekspektasi dan kepercayaan lebih terhadap perusahaan. Para investor beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai profit besar akan menghasilkan *return* yang besar pula. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka akan menaikkan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham perusahaan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga memicu

permintaan saham oleh investor. Respon positif dari investor tersebut akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan (Hermuningsih, 2013 dan Pangulu, 2014). Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kedelapan, yaitu :

H₈ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.9 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan semakin besar ukuran perusahaan, maka ada kecenderungan lebih banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut karena perusahaan yang besar cenderung memiliki kondisi arus kas yang lebih stabil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Kondisi tersebut menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal karena investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap perusahaan. Peningkatan permintaan saham perusahaan akan meningkatkan harga saham di pasar modal. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dianggap memiliki nilai yang lebih besar.

Manu *et al.* (2014) mengungkapkan semakin besar ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset, perusahaan dapat memperbesar skala perusahaan. Hal ini berarti ketika suatu perusahaan memiliki aset tetap yang semakin besar maka persepsi investor adalah perusahaan tersebut memiliki harta atau aset yang besar yang dapat dikelola untuk menghasilkan keuntungan yang besar sehingga membuat investor berminat untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Ketika semakin banyak investor yang berinvestasi pada saham perusahaan tersebut dapat membuat harga saham perusahaan tersebut meningkat. Penelitian mengenai pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Septiono *et al.* (2013), serta Manu *et al.* (2014) yang menyatakan ukuran perusahaan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti

sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kesembilan, yaitu :

H₉ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.10 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signaling* menyatakan perusahaan dapat mengomunikasikan prospek pertumbuhan yang baik di masa depan menggunakan utang, sehingga investor luar yakin dan percaya bahwa prospek perusahaan di masa depan akan baik. Dengan demikian menurut teori *signalling*, pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki begitu banyak peluang investasi yang akhirnya akan menarik investor untuk menanamkan investasi mereka. Hal ini akan memicu naiknya permintaan saham perusahaan dan menyebabkan harga saham naik. Ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan naik (Pangulu, 2014). Penelitian mengenai pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Pangulu (2014), dan Manu *et al.* (2014) yang menyimpulkan pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kesepuluh, yaitu: H₁₀ : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3.2.11 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *trade off* pada dasarnya menjelaskan perusahaan akan menyeimbangkan antara risiko dan manfaat (*return*) dari kebijakan pendanaan. Pemahaman teori *trade off* antara risiko dan *return* membentuk landasan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang berarti memaksimalkan nilai perusahaan. Ross *et al.* (2010:294) menyatakan semakin besar hasil pengembalian yang diharapkan maka risiko yang dihadapi oleh investor juga semakin tinggi. Manajer harus mengetahui risiko untuk

mempertimbangkan pengambilan keputusan pendanaan. Penelitian mengenai pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Suharli (2005) yang menyatakan risiko bisnis dapat meningkatkan harga saham. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kesebelas, yaitu :

H₁₁ : Risiko bisnis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.12 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan semakin besar ukuran suatu perusahaan yang diukur dengan total aktiva, dan semakin meningkat total aset tetap yang dimiliki perusahaan dapat memperbesar skala perusahaan. Kondisi tersebut menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal karena investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap perusahaan. Peningkatan permintaan saham perusahaan akan dapat memacu pada peningkatan harga saham di pasar modal. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dianggap memiliki nilai yang lebih besar.

Manu *et al.* (2014) mengungkapkan ketika suatu perusahaan memiliki total aktiva yang besar maka persepsi investor ialah perusahaan tersebut memiliki harta atau aset yang dapat dikelola untuk menghasilkan keuntungan yang sehingga investor berminat untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Ketika semakin banyak investor yang berinvestasi pada saham perusahaan tersebut dapat membuat harga saham perusahaan tersebut meningkat. Penelitian mengenai pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Manu *et al.* (2014) yang menyatakan struktur aset meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kedua belas, yaitu :

H₁₂ : Struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.13 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut *agency theory*, pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan ini disebabkan kepentingan yang berbeda antara prinsipal dan agen dalam memaksimalkan kekayaannya masing-masing. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mengakibatkan manajemen berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat menyejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan saham.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas tetapi juga prosentase kepemilikan manajer dan institusi, artinya struktur kepemilikan juga menggambarkan kuantitas saham yang dimiliki oleh publik, *insider* dan *outsider ownership*. Menurut Jensen dan Meckling, manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat. Solihah dan Taswan (2002), Supriyanto *et al.* (2004), serta Wahyudi dan Prasetyaning (2006) menyatakan kepemilikan manajerial meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian ketiga belas yaitu:

H₁₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3.2.14 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Agency theory menyatakan pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan ini disebabkan kepentingan yang berbeda antara prinsipal dan agen untuk memaksimalkan kekayaannya masing-masing. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mengakibatkan manajemen

berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan saham.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan variabel di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas tetapi juga oleh prosentase kepemilikan manajer dan institusional, artinya struktur kepemilikan juga menggambarkan kuantitas saham yang dimiliki oleh publik, *insider* dan *outsider ownership*. Jensen dan Meckling juga mengungkapkan semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan, sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan juga dapat semakin meningkat.

Cho (1998) menyatakan pemegang saham institusi biasanya memiliki proporsi kepemilikan yang besar dalam perusahaan. Sebagai pihak mayoritas pemegang saham institusional memiliki hak yang besar atas kendali perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar prosentase pemegang saham institusional akan semakin besar *leverage*. Hal ini dikarenakan pemegang saham menghendaki ada pihak ketiga yang ikut mengawasi kinerja manajemen yakni *debtholder*.

Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) mengungkapkan kepemilikan institusional mempunyai arti penting dalam memonitor kinerja manajemen. Investor institusional dapat disubstitusikan untuk melaksanakan fungsi *monitoring* dan mendisiplinkan penggunaan utang dalam struktur modal. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien fungsi *monitoring* terhadap manajemen dalam pemanfaatan aset perusahaan, serta mencegah pemborosan oleh manajemen. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Nuraina (2012), yang menyimpulkan kepemilikan institusi meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dapat

dirumuskan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian keempat belas yaitu :

H₁₄: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3.2.15 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan pendanaan dengan utang dianggap sebagai sinyal positif sehingga investor tertarik berinvestasi di perusahaan tersebut. Manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan dan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan saat ini. Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan utang.

Hermuningsih (2013) menyatakan ketika manajer memiliki keyakinan kuat atas prospek perusahaan ke depan dan ingin agar harga saham meningkat, maka manajer menggunakan utang sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya oleh calon investor. Bagi pemegang saham pendanaan dengan utang dapat mengendalikan penggunaan dana kas secara bebas dan berlebihan oleh pihak manajemen. Peningkatan kontrol ini dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham. Penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Chandra (2007), Mas'ud (2008), dan Hermuningsih (2013) yang menyatakan struktur modal meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka hipotesis yang diajukan untuk menjawab tujuan penelitian kelima belas yaitu :

H₁₅: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.