

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN LANDASAN TEORI

A. Tinjauan Pustaka

Telaah mengenai penelitian terdahulu bertujuan untuk mendapatkan bahan perbandingan dan acuan yang dapat memperjelas pembahasan. Terdapat 10 buah penelitian terdahulu yang digunakan sebagai bahan acuan dalam penelitian ini.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Penelitian Terdahulu	
1.	Penulis	Noviyanti Nita dan Anam Hairul (2017)
	Judul penelitian	Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan sektor pertambangan
	Variabel penelitian	Variabel independen: Profitabilitas, Likuiditas, Struktur aktiva, Tingkat pertumbuhan dan Ukuran perusahaan. Variabel dependen: Struktur modal
	Hasil penelitian	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan, Likuiditas berpengaruh negatif dan tidak signifikan, Struktur aktiva berpengaruh negatif dan tidak signifikan, Tingkat pertumbuhan berpengaruh positif dan tidak signifikan, Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah ketidakkonsistenan hasil penelitian pada variabel struktur aktiva dan ukuran perusahaan membuat peneliti mengambil dua variabel tersebut untuk dijadikan variabel penelitian
2.	Penulis	Balqies Fajriati (2017)
	Judul penelitian	Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal & pengaruh struktur modal terhadap <i>return</i> saham
	Variabel penelitian	Variabel independen: Pertumbuhan aset, Ukuran perusahaan, Profitabilitas dan Risiko bisnis. variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: Pertumbuhan aset berpengaruh positif dan signifikan, Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan, Profitabilitas

		berpengaruh positif dan signifikan, Risiko bisnis berpengaruh positif dan tidak signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah ketidakkonsistenan hasil pada variabel profitabilitas membuat peneliti mengambil variabel tersebut untuk dijadikan variabel penelitian.
3.	Penulis	Mukhlam Khariry dan Meina Wulansari Yusniar (2016)
	Judul penelitian	Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal
	Variabel penelitian	Variabel independen: Ukuran perusahaan, Struktur aktiva, Profitabilitas, Pertumbuhan aktiva, Pertumbuhan penjualan dan Risiko keuangan. Variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal, Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, Pertumbuhan aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal, Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, Risiko keuangan berpengaruh positif terhadap struktur modal.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah ketidakkonsistenan hasil pada variabel struktur aktiva, sehingga peneliti mengambil satu variabel yaitu struktur aktiva sebagai variabel penelitian.
4.	Penulis	Dung Thuy Thi Nguyen dkk (2014)
	Judul penelitian	<i>Determinants of capital structure of listed Vietnamese companies</i>
	Variabel penelitian	Variabel independen: <i>Profitability, Assets tangibility, Size of firm, Growth and Liquidity</i> . Variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: <i>Profitability</i> berpengaruh negatif dan signifikan, <i>Aset tangibility</i> berpengaruh positif dan signifikan, <i>Size of the firm</i> berpengaruh positif dan signifikan, <i>Growth</i> berpengaruh positif dan signifikan, <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif dan signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah penelitian terdahulu menggunakan sampel dengan jangka waktu 5 tahun yaitu tahun 2007 – 2011 dan penelitian dilakukan pada perusahaan di Vietnam, sementara penelitian ini memperpanjang rentang waktu

		menjadi 7 tahun dari tahun 2011 – 2017 dan penelitian mengambil sampel perusahaan manufaktur di Indonesia.
5.	Penulis	Selly Zuliani dan Nur Fadjrih Asyik (2014)
	Judul penelitian	Pengaruh profitabilitas, pertumbuhan penjualan, struktur aset dan tingkat pertumbuhan terhadap struktur modal
	Variabel penelitian	Variabel independen: Profitabilitas, Pertumbuhan penjualan, Struktur aset, Tingkat pertumbuhan. Variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan, Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan tidak signifikan, Struktur aset berpengaruh positif dan tidak signifikan, Tingkat pertumbuhan berpengaruh positif dan tidak signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan tekstil dan garmen dengan jangka waktu 5 tahun yaitu tahun 2008 – 2012, sementara penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI dengan memperpanjang rentang waktu penelitian menjadi 7 tahun dari tahun 2011 – 2017.
6.	Penulis	Meidera Elsa Dwi Putri (2012)
	Judul penelitian	Pengaruh profitabilitas, struktur aktiva, ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur sektor industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)
	Variabel penelitian	Variabel independen: Profitabilitas, Struktur aktiva, Ukuran perusahaan. Variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian membuktikan bahwa: Profitabilitas berpengaruh positif dan tidak signifikan, Struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan, Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah ketidakkonsistenan hasil pada variabel profitabilitas membuat peneliti mengambil variabel tersebut untuk dijadikan variabel dalam penelitian ini.
7.	Penulis	Werner Ria Murhadi (2011)
	Judul penelitian	Determinan struktur modal: Studi di Asia Tenggara
	Variabel penelitian	Variabel independen:

		Profitabilitas, <i>Asset tangibility</i> , Ukuran perusahaan, Pertumbuhan perusahaan dan <i>Non-Debt Tax Shield (NDTS)</i> . Variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian membuktikan bahwa: Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan, <i>Asset tangibility</i> berpengaruh positif dan signifikan, Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan, Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan, <i>Non-Debt Tax Shield (NDTS)</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan pertambangan dengan jangka waktu 5 tahun yaitu tahun 2006 – 2010, sementara penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI dengan memperpanjang rentang waktu penelitian menjadi 7 tahun dari tahun 2011 – 2017.
8.	Penulis	Maria Psillaki and Nikolaos Daskalakis (2009)
	Judul penelitian	<i>Are the determinants of capital structure country or firm specific?</i>
	Variabel penelitian	Variabel independen: <i>Assets structure, Firm size, Growth, Profitability</i> dan <i>Risk</i> . Variabel dependen: Struktur modal
	Hasil penelitian	Hasil penelitian membuktikan bahwa: <i>Assets structure</i> berpengaruh negatif dan signifikan, <i>Firm size</i> berpengaruh positif dan signifikan, <i>Growth</i> tidak berpengaruh signifikan, <i>Profitability</i> berpengaruh negatif dan signifikan, <i>Risk</i> berpengaruh negatif dan signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah ketidakkonsistenan hasil pada variabel struktur aset membuat peneliti mengambil variabel tersebut untuk dijadikan variabel dalam penelitian ini.
9.	Penulis	Yuke Prabansari dan Hadri Kusuma (2005)
	Judul penelitian	Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur <i>go public</i> di Bursa Efek Indonesia
	Variabel penelitian	Variabel independen: Ukuran perusahaan, Risiko bisnis, Pertumbuhan aset, Profitabilitas, dan Struktur kepemilikan. Variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan, Risiko bisnis

		berpengaruh negatif dan signifikan, Pertumbuhan aset berpengaruh positif dan signifikan, Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan, Struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan. Ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aset, profitabilitas, struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah ketidakkonsistenan hasil pada variabel profitabilitas membuat peneliti mengambil variabel tersebut untuk dijadikan variabel dalam penelitian ini.
10.	Penulis	Attaullah Shah and Tahir Hijazi (2004)
	Judul penelitian	<i>The determinants of capital structure of stock exchange-listed non-financial firms in Pakistan</i>
	Variabel penelitian	Variabel independen: <i>Tangibility, Profitability, Growth</i> dan <i>Size of the firm</i> . Variabel dependen: Struktur modal.
	Hasil penelitian	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: <i>Assets tangibility</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun tidak signifikan, <i>Size of the firm</i> berpengaruh positif dan signifikan, <i>Growth</i> berpengaruh negatif dan signifikan, <i>Profitability</i> berpengaruh negatif dan signifikan.
	Relevansi penelitian	Relevansi penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan non-keuangan dengan jangka waktu 5 tahun yaitu tahun 1997 – 2001, sementara penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI dengan memperpanjang rentang waktu penelitian menjadi 7 tahun dari tahun 2011 – 2017.

B. Landasan Teori

1. Definisi struktur modal

Pengertian struktur modal menurut Riyanto (dalam Kartika:2009) adalah perbandingan antara jumlah utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dengan ekuitas (*equity*) ataupun modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan, sedangkan menurut Halim (2007:78), perbandingan antara utang jangka pendek

(*short-term liabilities*) keseluruhan yang sifatnya tetap, utang jangka panjang (*long term liabilities*), saham biasa (*common stocks*) dan saham preferen (*preferred stocks*) adalah pengertian dari struktur modal.

Menurut Raharja Putra (2009:212), pengertian struktur modal adalah proporsi campuran diantara utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan ekuitas (*equity*), guna untuk pendanaan kegiatan operasional atau investasi perusahaan (*operating assets*). Secara umum dalam dunia usaha, memilih struktur modal yang paling tepat merupakan sebuah tantangan bagi para manager keuangan perusahaan. Dibutuhkan ketelitian dan kecermatan dari para eksekutif perusahaan dalam menentukan struktur modal sehingga dapat memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang baik. Upaya terbaik yang dapat dilakukan adalah mendapatkan dana dengan biaya modal yang rendah. Namun, dapat memberikan hasil yang maksimal.

Menurut sawir (2008:10), struktur modal merupakan penggunaan dana yang sifatnya permanen terdiri dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*), modal pemegang saham dan saham preferen (*preferred stocks*). Modal pemegang saham merupakan campuran dari modal, modal disetor atau surplus, saham biasa (*common stocks*), dan akumulasi laba ditahan. Struktur modal adalah bagian dari struktur keuangan. Menurut Rodoni dan Ali (2010), struktur modal merupakan pertimbangan dalam memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Dana yang didapatkan merupakan dana jangka panjang dari

campuran atau kombinasi berbagai sumber baik dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan.

Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa struktur modal adalah kombinasi antara utang jangka pendek (*short-term liabilities*) yang sifatnya pasti, utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri untuk menjalankan operasional perusahaan. Pemilihan struktur modal yang tepat menjadi hal yang penting untuk perusahaan dikarenakan baik buruknya pemilihan struktur modal akan berdampak atau memberikan efek langsung terhadap posisi keuangan dari perusahaan.

2. Komponen struktur modal

Di dalam struktur modal terdapat komponen atau pembagian-pembagian dari struktur modal. Untuk dapat mempelajari tentang struktur modal secara menyeluruh, maka perlu mengetahui komponen-komponen tersebut. Struktur modal dari perusahaan pada umumnya terbagi menjadi dua komponen penting, yaitu modal sendiri (*shareholder equity*) atau dana internal dan juga modal asing atau dana eksternal.

Tabel 2.2
Pos-pos Pasiva pada Laporan Keuangan Neraca

Neraca			
Aktiva	Pasiva	Keterangan	Keterangan
	Utang lancar		
	Utang Jangka panjang	Modal utang	Total Modal
	Modal pemegang saham:	Modal sendiri	

	Modal saham preferen, Modal saham biasa: <ul style="list-style-type: none"> • Saham biasa • Lada ditahan 		
--	---	--	--

Sumber: Diolah dari berbagai referensi buku

Tabel diatas merupakan penggambaran dari sisi pasiva dalam laporan keuangan neraca, dimana total modal terdiri dari modal utang dan modal sendiri. Modal utang terdiri dari utang jangka panjang termasuk semua pinjaman jangka panjang yang diperoleh perusahaan. Sementara modal sendiri merupakan modal yang diperoleh dari pemilik perusahaan maupun pemegang saham. Terdapat dua sumber utama dari modal sendiri yaitu modal saham preferen dan modal saham biasa yang terdiri dari modal saham biasa dan laba ditahan. Terdapat beberapa perbedaan singkat antara karakteristik modal yang berasal dari utang dan modal sendiri yaitu;

Pertama, modal utang. Modal yang berasal dari utang hanya memperhatikan kepentingan sendiri yaitu kreditur. Kreditur juga tidak dapat terlibat secara langsung terhadap kebijakan yang diambil oleh perusahaan. Modal utang mempunyai beban bunga yang sifatnya tetap tanpa melihat adanya kerugian ataupun keuntungan dari perusahaan. Modal ini sifatnya sementara berada di dalam perusahaan dimana mempunyai jatuh tempo untuk dikembalikan kepada kreditur. Jenis pendanaan dari utang relatif memiliki

jaminan yang diberikan kepada kreditur dan umumnya mempunyai hak untuk didahulukan sebelum modal sendiri ketika dilikuidasi.

Kedua, modal sendiri. Modal sendiri merupakan dana yang berasal dari internal perusahaan atau pemegang saham dan umumnya berkepentingan pada keberlanjutan, kelancaran dan kinerja dari perusahaan. Para pemegang saham memiliki kekuasaan atas perusahaan dan dapat mempengaruhi kebijakan yang diambil oleh perusahaan. Mereka mendapatkan hak untuk memperoleh laba setelah dipotong beban bunga yang dibayarkan kepada kreditur. Dana yang berasal dari modal sendiri berada di perusahaan dalam jangka waktu yang tidak terbatas atau tidak mempunyai jatuh tempo. Modal jenis ini akan dijadikan jaminan oleh perusahaan apabila perusahaan dilikuidasi dan haknya adalah setelah modal yang berasal dari utang.

Berikut adalah penjelasan mengenai komponen-komponen struktur modal sebuah perusahaan, yaitu;

a. Modal asing

Modal asing atau biasa disebut dengan utang merupakan modal yang berasal dari luar perusahaan yang digunakan perusahaan dan bersifat sementara. Bagi perusahaan yang menggunakan modal asing atau utang, maka berkewajiban untuk mengembalikan dana tersebut disertai dengan bunga pada waktu tertentu atau saat jatuh tempo. Dalam menggunakan modal asing atau utang, perusahaan harus dapat mempertimbangkan besar

kecilnya biaya modal yang akan dikeluarkan berupa bunga. Bunga utang tersebut akan menyebabkan kenaikan *leverage* keuangan dan juga menyebabkan ketidak pastian tingkat pengembalian (*return*) untuk para pemegang saham biasa (*common ctocks*). Modal asing atau utang tersebut dikategorikan menjadi tiga, antara lain adalah:

1) Utang jangka pendek (*Short-term liabilities*)

Utang jangka pendek (*short-term liabilities*) merupakan dana dari pihak luar perusahaan yang mempunyai jangka waktu pendek yaitu maksimal dua belas bulan atau satu tahun. Utang jangka pendek biasanya akan dilunasi menggunakan sumber-sumber aktiva lancar. Umumnya perusahaan menggunakan utang jangka pendek untuk kredit perdagangan yaitu pinjaman yang diperlukan perusahaan guna menjalankan operasionalnya. Menurut Najmudin (2011:219) utang jangka pendek pada perusahaan adalah beberapa utang yaitu antara lain adalah kredit rekening koran, kredit dari penjualan, kredit dari pembeli dan kredit atau utang wesel

2) Utang jangka menengah (*Intermediate-term liabilities*)

Utang jangka menengah (*Intermediate-term liabilities*) adalah utang yang mempunyai jangka waktu antara diatas satu tahun sampai dengan sepuluh tahun. Utang jangka menengah diperlukan karena kebutuhan perusahaan tidak dapat dibiayai dengan utang jangka pendek

(*short-term liabilities*) maupun utang jangka panjang (*long-term liabilities*). Menurut Najmudin (2011:220), utang jangka menengah mempunyai dua bentuk, yaitu *term loan* dan pendanaan sewa guna (*leasing*).

3) Utang jangka panjang (*Long-term liabilities*)

Pengertian utang jangka panjang adalah utang yang dipergunakan perusahaan dimana jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Umumnya utang jangka panjang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai proyek besar, misalnya perluasan perusahaan (ekspansi) ataupun memodernisasi perusahaan dikarenakan kebutuhan modal yang berjumlah besar. Menurut Najmudin (2011:223), utang jangka panjang dibagi menjadi dua, yaitu utang obligasi (*bonds payables*) dan utang hipotik (*mortgage*).

b. Modal sendiri

Pada dasarnya ekuitas atau modal sendiri merupakan modal yang bersumber dari pihak internal perusahaan yaitu pemilik perusahaan dan pemilik saham perusahaan. Modal sendiri adalah dana yang tertanam di dalam perusahaan dalam waktu yang tidak tentu lamanya. Perbedaan modal sendiri dengan modal pinjaman adalah modal sendiri tertanam di perusahaan dalam jangka waktu yang tidak terbatas sementara modal pinjaman mempunyai jatuh tempo untuk dikembalikan. Pendanaan dengan

modal sendiri merupakan cerminan investasi yang dilakukan oleh pemilik perusahaan dan hal ini sering juga disebut *risk capital* karena para pemilik dana atau investor menanggung risiko kehilangan terhadap dana mereka apabila perusahaan mengalami kegagalan (Najmudin, 2011:235). Para pemilik modal mempunyai hak untuk mendapat laba usaha dan umumnya mereka juga mempunyai hak bersuara untuk menentukan arah dan masa depan perusahaan. Menurut Najmudin (2011:226), modal sendiri pada dasarnya terdiri dari beberapa sumber antara lain;

1) Modal saham

Saham merupakan tanda bukti sebagian kepemilikan seseorang atau sekelompok orang di dalam sebuah perusahaan (Najmudin, 2011:226). Modal yang didapatkan perusahaan melalui penerbitan saham akan tertanam di perusahaan, walaupun bagi pemegang saham modal tersebut bukanlah investasi yang bersifat permanen. Hal ini dikarenakan, bagi pemegang saham dapat memperjualbelikan kepemilikan sahamnya kapanpun yang mereka inginkan. Menurut Sundjaja & Berlian (2003:436), saham dibagi menjadi beberapa jenis antara lain adalah saham biasa (*Common Stock*), saham Preferen (*Preferred Stock*) dan saham preferen kumulatif (*Cummulative Preferred Stock*).

2) Cadangan

Cadangan terbentuk melalui laba atau keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan dalam periode waktu tertentu, misalnya tahun lalu ataupun tahun yang berjalan (Najmudin, 2011:227). Terdapat beberapa cadangan yang dikategorikan di dalam modal yaitu cadangan modal kerja, cadangan selisih kurs, cadangan ekspansi ataupun cadangan yang digunakan perusahaan dalam mengantisipasi kejadian tidak terduga sebelumnya (cadangan umum). Tidak semua cadangan dapat dijadikan modal, seperti contohnya adalah cadangan piutang ragu-ragu, cadangan depresiasi, cadangan yang bersifat utang misalnya dana pensiunan untuk pegawai, biaya pajak.

3) Laba ditahan

Laba ditahan merupakan keuntungan operasional dari perusahaan selama periode tertentu yang dapat digunakan untuk pembayaran dividen kepada pemilik saham dan sebagian ditahan oleh pihak perusahaan. Apabila laba tersebut telah memiliki tujuan penggunaannya maka akan masuk kedalam cadangan. Namun, apabila perusahaan belum memiliki tujuan penggunaan dana tersebut, maka dana tersebut dinamakan laba ditahan (*retained earnings*). Adanya laba ditahan ini secara otomatis akan memperbesar jumlah dari modal sendiri. Sebaliknya, apabila terdapat kerugian yang mengurangi jumlah

laba ditahan, maka akan secara otomatis memperkecil jumlah modal sendiri.

Besarnya jumlah yang diputuskan untuk dijadikan laba ditahan maupun cadangan, umumnya bergantung pada jumlah besaran keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam periode tertentu. Hal lainnya adalah bergantung terhadap keputusan terhadap kegijakan dividen perusahaan dan kebijakan akan penanaman modal kembali, misalnya meskipun keuntungan yang diperoleh perusahaan besar. Namun, karena kebijakan para elit perusahaan mengambil keputusan untuk menggunakan sebagian besar keuntungan untuk pembayaran dividen, maka laba ditahan ataupun cadangan jumlahnya akan sedikit.

3. Teori struktur modal

a. Teori struktur modal MM

Pembahasan struktur modal mulai berkembang sejak munculnya tulisan Modigliani dan Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, dalam *American Review*, Juni 1958. Awal dari teori struktur modal muncul sejak Modigliani dan Miller menerbitkan tulisan mereka. Begitu berpengaruhnya tulisan mereka sehingga para akademisi umumnya mengacu pada tulisan mereka ketika melakukan pembahasan mengenai biaya modal dan struktur modal perusahaan.

Kedua ekonom tersebut menyebutkan bahwa di dalam pasar yang berjalan dengan baik, struktur modal suatu perusahaan tidaklah mempengaruhi nilai pasarnya. Namun, mereka membuat pernyataan tersebut atas dasar berbagai asumsi yang kurang realistis. Beberapa asumsi yang dianggap kurang realistis tersebut yaitu mereka menghilangkan biaya-biaya yang harusnya ada antara lain adalah biaya kebangkrutan, pajak bagi perusahaan, dan *brokerage cost*. Mereka juga membuat asumsi bahwa penanam modal atau investor dan pihak manajemen perusahaan mendapatkan kesamaan informasi mengenai peluang investasi dan laba sebelum pajak (EBIT) tidak memberikan pengaruh bagi penggunaan utang (Hanafi, 2017:299).

Modigliani dan Miller menerbitkan tulisan mereka pada tahun 1963 sebagai lanjutan dari karya yang mereka publikasikan pada tahun 1958. Di dalam tulisan ini mereka menggunakan asumsi yang lebih longgar dengan memasukan hal baru yaitu adanya pajak perusahaan. Dengan aturan perpajakan yang ada, perusahaan memperoleh pengurangan pembayaran pajak karena bunga sebagai biaya. Namun, tidak demikian halnya dengan dividen. MM berkesimpulan bahwa kebijakan yang berbeda terhadap dividen dan bunga akan mendorong pendanaan perusahaan seluruhnya akan bersumber dari utang (Najmudin, 2011:297).

Pernyataan terakhir dari MM tersebut lalu direvisi oleh Miller dimana dia menyatakan bahwa pemotongan beban pajak perusahaan dikarenakan membayar bunga akan membuat perusahaan menggunakan pendanaan yang berasal dari utang. Namun, perlakuan berbeda atas pajak penghasilan dari saham yang semakin memberikan keuntungan bagi investor akan mengurangi tingkat pengembalian keuntungan atas saham yang dikehendaki (*requested rate of return*) sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan ekuitas sebagai sumber pendanaan.

Oleh karena itu dapat diambil kesimpulan bahwa perusahaan tidak mungkin akan membiayai seluruh kegiatan operasional perusahaan menggunakan utang, karena hal tersebut dapat mengurangi kesempatan perusahaan dalam memperoleh keuntungan dari penggunaan ekuitas (Najmudin, 2011:297).

b. Teori *pecking order*

Teori struktur modal yang lainnya adalah *pecking order theory*. Teori ini dikemukakan oleh seorang ekonom bernama Stewart C. Myers. Di dalam teori ini Stewart C. Myers menyatakan bahwa secara umum penerbitan saham perusahaan akan berdampak pada sikap para investor. Hal tersebut diyakini berdampak pada harga saham yang akan turun dengan adanya tindakan pengumuman penerbitan saham. Sikap para investor inilah yang dapat membuat khawatir para manajer keuangan perusahaan. Namun,

sebaliknya apabila manajer keuangan memutuskan untuk melakukan pendanaan melalui utang, maka pengaruhnya tidak akan secara signifikan terhadap harga saham karena penerbitan saham diyakini sebagai signal negatif oleh para investor. Penjelasan diatas menunjukkan bahwa dalam memilih keputusan pendanaan perusahaan, ada urutan pilihan yang akan diambil atau *pecking order*.

Menurut Najmudin (2011:302), di dalam teori ini, setidaknya ada dua dasar pemikiran yang dikemukakan oleh Stewart C. Myers yaitu;

Pertama, perusahaan akan mendasarkan cara memperoleh dana pada sebuah urutan tertentu yang akan menguntungkan bagi perusahaan dan bukan berdasar pada target struktur modal tertentu. Misalnya perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan dari internal perusahaan karena hal ini tidak akan menyebabkan sinyal negatif bagi perusahaan yang dapat mengakibatkan turunnya harga saham.

Kedua, jika perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal maka, menerbitkan utang adalah tahap pertama yang dipilih perusahaan sebelum menerbitkan ekuitas sebagai jalan terakhir. Pemikiran tersebut diatas biasa dikenal dengan *pecking order theory*.

c. Teori *trade-off*

Perusahaan yang menambah utang secara terus-menerus akan membayar biaya bunga yang jumlahnya meningkat dan memungkinkan

untuk mengurangi laba bersih perusahaan. Hal tersebut dapat berdampak pada menurunnya kemampuan keuangan perusahaan. Akibat dari hal ini dapat menjerumuskan perusahaan dalam kondisi kesulitan *financial* dan berpotensi pula membawa perusahaan dalam kebangkrutan sehingga menimbulkan biaya kebangkrutan pada akhirnya.

Menurut Stiglitz & Rubinstein dalam (Nadjudin, 2011:305), investor kemungkinan meminjamkan dana dengan tingkat bunga yang berbeda. Apabila perusahaan akan mengalami kebangkrutan, maka perusahaan akan mengeluarkan biaya bunga lebih tinggi kepada kreditur yang mempergunakan sekuritas utang sebagai jaminan. Artinya bahwa meningkatnya utang untuk mencapai struktur modal yang dikehendaki akan menimbulkan pilihan (*trade-off*) diantara biaya kebangkrutan yang mungkin terjadi atau keuntungan yang diperoleh dari penghematan pajak atas meningkatnya utang.

Pengaruh dari penghematan beban pajak dari peningkatan utang dan biaya kebangkrutan dari meningkatnya penggunaan utang mendorong pengembangan teori yang disebut sebagai teori *trade off*. Dalam teori ini dikatakan bahwa perusahaan akan berusaha untuk menyeimbangkan antara keuntungan yang diperoleh dari pemotongan beban pajak atas bunga utang dengan biaya kesulitan keuangan dikarenakan proposi utang yang tinggi.

Namun, teori ini tidak dapat menjelaskan mengapa banyak perusahaan yang sukses dengan profitabilitas tinggi tetapi memiliki utang yang rendah.

d. Teori agensi

Agensi teori (*agency theory*) dikemukakan oleh Jensen dan Mecking pada tahun 1976. Mereka sekaligus menghubungkannya dengan *property rights theory* serta pengembangan teori struktur kepemilikan perusahaan. Dalam teori ini dikemukakan bahwa ada hubungan antara pemisahan pengendalian dan kepemilikan dari perusahaan. Jensen dan Mecking menyatakan bahwa terdapat perselisihan antara *agent* dengan *principal* dimana disebutkan bahwa biaya agensi adalah hasil dari total penjumlahan, anggaran dalam rangka pengikatan oleh *agen*, anggaran untuk pemantauan (*monitoring*) oleh pemilik (*principal*) dan biaya lainnya yang berkenaan dengan pengendalian perusahaan.

Struktur modal dibuat sedemikian rupa untuk menghindari konflik antar berbagai kelompok yang kepentingan. Sebagai contoh, pemegang saham mempunyai konflik kepentingan dengan kreditur. Pemegang saham dengan manajemen juga seperti itu. Pada konflik kepentingan yang pertama, jika rasio utang terhadap saham relatif tinggi, maka pemegang saham tergoda melakukan substitusi aset, dalam hal ini mereka akan beroperasi dengan meningkatkan risiko perusahaan. Risiko yang meningkat menguntungkan bagi pemegang saham karena kemungkinan memperoleh

keuntungan yang tinggi semakin besar. sebaliknya, risiko ini tidak disukai kreditur karena bunga yang diterima mereka besarnya tetap, tidak peduli keuntungan yang diperoleh perusahaan. Untuk mencegah situasi seperti ini, kreditur membebankan bunga yang semakin tinggi dengan meningkatnya jumlah utang (Hanafi, 2008:317).

e. Teori informasi asimetri

Asumsi lain yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller adalah informasi yang sama antara manajemen perusahaan dan investor, yaitu anggapan bahwa informasi yang diperoleh dari kedua belah pihak sama dan seimbang mengenai prospek usaha perusahaan. Namun, dalam realitas yang sebenarnya para investor memiliki informasi yang terbatas sementara manajemen perusahaan mendapatkan informasi yang relatif lebih komprehensif. Dalam hal inilah terjadi asimetri informasi. Informasi asimetri inilah yang berpengaruh cukup penting terhadap struktur modal optimal perusahaan (Najmudin, 2011:307).

Aspek informasi perkembangan proyek usaha perusahaan ini berhubungan dengan *signaling theory*, yaitu berbagai tindakan dan kebijakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dimana para investor akan mendapatkan petunjuk mengenai prospek dari perusahaan. Menurut hasil penelitian Aquith dan Mullins dalam (Najmudin, 2011:308), menyatakan bahwa perusahaan yang menerbitkan saham baru dinilai

sebagai signal negatif yang menyebabkan menurunnya harga saham. Hal ini dikarenakan manajemen di pihak yang cenderung lebih tahu keadaan perusahaan akan lebih tertarik menggunakan sumber pendanaan diluar ekuitas jika prospek usaha sedang baik dengan kata lain perusahaan tidak mau berbagi keuntungan yang diperoleh dengan pemegang saham baru. Namun, sebaliknya apabila prospek usaha perusahaan sedang buruk, maka manajemen perusahaan akan senantiasa berbagi risiko dengan investor baru melalui penerbitan saham baru.

Myers dan Majluf (1984) dalam (Najmudin, 2011:309) menguraikan lebih jauh mengenai teori informasi asimetri tersebut. Terdapat tiga persoalan penting yang harus dipilih mengenai tujuan manajemen pada posisi informasi asimetri. Pertama, manajemen perusahaan bertindak atas keinginan seluruh pemegang saham dan menghilangkan setiap konflik kepentingan antara pemegang saham lama dan pemegang saham baru. Kedua, manajemen bertindak atas kepentingan pemegang saham lama dan diasumsikan bahwa pemegang saham tersebut menyeimbangkan secara rasional portofolionya sesuai dengan yang diperoleh dari tindakan perusahaan. Adanya informasi tersebut membuat tidak relevannya pendanaan perusahaan atas keputusan investasi yang dilakukan, tetapi manajemen harus memperhatikan kepentingan investor

dalam menarik dana dari luar perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

4. Faktor internal

a. Profitabilitas

Menurut Brigham & Huston (2006:107), profitabilitas merupakan hasil akhir dari berbagai keputusan operasional dan kebijakan keuangan yang dijalankan oleh perusahaan. Secara umum profitabilitas dapat diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan dalam mendapatkan laba atau keuntungan dari kegiatan operasionalnya dengan memanfaatkan total aset maupun modal sendiri. Analisis laporan keuangan perusahaan untuk melihat efektivitas manajemen perusahaan dalam menghasilkan laba atau keuntungan adalah rasio profitabilitas. Dalam laporan keuangan rasio profitabilitas umumnya digunakan oleh para investor yang cenderung lebih berfokus pada *rate of return* dari dana yang telah diinvestasikan di perusahaan. Menurut Nadjmudin (2011,88), rasio profitabilitas dapat diukur melalui beberapa metode perhitungan sebagai berikut;

Tabel 2.3
Metode Perhitungan Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas	Metode perhitungan	Keterangan
<i>Gross profit margin</i>	$\frac{\text{Laba kotor}}{\text{Penjualan}}$	Besarnya laba kotor yang dihasilkan per rupiah penjualan
<i>Operating Profit Margin</i>	$\frac{\text{Laba operasi}}{\text{Penjualan}}$	Laba operasi sebelum bunga&pajak yang

		dihasilkan oleh setiap rupiah penjualan
<i>Net profit margin</i>	$\frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Penjualan}}$	Keuntungan bersih per rupiah penjualan.
<i>Return on investment</i>	$\frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total aktiva}}$	Kemampuan menghasilkan laba bersih dari aktiva yang diinvestasikan.
<i>Return on equity (return on net worth)</i>	$\frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total ekuitas}}$	Kemampuan ekuitas menghasilkan laba bagi pemegang saham preferen dan biasa.
<i>Net earning power</i>	$\frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total aktiva}}$	Mengindikasikan berapa besar efisiensi penggunaan modal dan turun naik sales & biaya. Manajemen berharap <i>earning power</i> > <i>cost of capital</i> yang digunakan.

Sumber: Diolah dari berbagai referensi buku

Menurut Martin dkk (1999:501), rasio profitabilitas secara garis besar dapat dibagi menjadi dua yaitu;

1) Rasio profitabilitas terhadap penjualan

Rasio ini umumnya digunakan untuk melihat kemampuan manajemen perusahaan dalam mengawasi berbagai biaya penjualan. Rasio ini terdiri dari margin laba (*profit margin*) yang terdiri dari;

Pertama, margin laba kotor. Margin ini menunjukkan berapa total biaya produksi yang dikeluarkan sekaligus melihat kemampuan manajemen perusahaan dalam menekan biaya dan pemilihan metode

yang tepat dalam menekan biaya tersebut. Perhitungan margin laba kotor menggunakan rumus sebagai berikut;

$$\text{Margin laba kotor} = \frac{\text{Laba kotor}}{\text{Penjualan}}$$

Kedua, margin laba operasional. Margin laba operasional dapat menunjukkan total biaya operasional perusahaan serta biaya produksi barang-barangnya. Oleh karena itu, rasio ini dimanfaatkan untuk melihat ukuran efektifitas operasional secara keseluruhan. Perhitungan margin laba operasional menggunakan rumus sebagai berikut;

$$\text{Margin laba operasional} = \frac{\text{Laba operasioanal bersih}}{\text{Penjualan}}$$

Ketiga, margin laba bersih. Margin laba bersih menunjukkan pendapatan bersih perusahaan setelah dipotong bunga pinjaman dan beban pajak sebagai persentase dari penjualannya. Perhitungan margin laba bersih menggunakan rumus sebagai berikut;

$$\text{Margin laba bersih} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Penjualan}}$$

2) Rasio profitabilitas dalam hubungannya dengan investasi

Kategori rasio profitabilitas ini dapat mengukur besar kecilnya keuntungan perusahaan dalam kaitannya dengan total dana yang telah diinvestasikan untuk memperoleh laba tersebut oleh karena itu rasio ini sangat penting untuk mengetahui efektivitas manajemen perusahaan

secara lebih menyeluruh. Rasio ini terdiri dari dua rasio yaitu sebagai berikut;

Pertama, tingkat pengembalian dari aktiva. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian total aktiva (*return on total assets* atau *ROA*) setelah beban pajak dan bunga pinjaman. Perhitungan tingkat pengembalian dari aktiva adalah sebagai berikut;

$$\text{Tingkat pengembalian total aktiva} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total aktiva}}$$

Kedua, tingkat pengembalian ekuitas. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian total ekuitas (*return on equity* atau *ROE*) setelah beban pajak dan bunga pinjaman. Perhitungan tingkat pengembalian dari ekuitas adalah sebagai berikut;

$$\text{Tingkat pengembalian total ekuitas} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total ekuitas}}$$

b. Ukuran perusahaan

Ukuran besarnya total asset keseluruhan yang dimiliki oleh perusahaan merupakan pengertian dari ukuran perusahaan (Saidi, 2004). Dapat disimpulkan bahwa pengertian ukuran perusahaan merupakan gambaran dari besarnya total aktiva, jumlah penjualan, jumlah penjualan rata-rata dan total ekuitas dari sebuah perusahaan. Menurut Undang-undang RI No.20 tahun 2008 tentang usaha mikro, kecil dan menengah membagi ukuran perusahaan kedalam empat kategori berdasarkan dari total aset dan

jumlah penjualan yang dimiliki oleh perusahaan. Berikut merupakan ukuran perusahaan yang dimaksud;

Pertama, usaha mikro. Usaha mikro merupakan jenis usaha produktif yang kepemilikannya adalah perorangan, kelompok dan atau sebuah badan usaha perorangan yang telah sesuai dengan kriteria usaha mikro sebagaimana telah diatur dalam undang-undang. Usaha yang masuk kategori usaha mikro adalah usaha yang mempunyai total kekayaan bersihnya mencapai maksimal Rp 50.000.000,00 dimana tanah dan bangunan tidak termasuk dalam perhitungan total kekayaan. Usaha jenis ini mempunyai total penjualan selama satu tahun maksimal adalah Rp 300.000.000,00.

Kedua, usaha kecil. Usaha kecil merupakan jenis usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri, yang dijalankan baik perorangan maupun badan usaha dan bukanlah anak dari sebuah perusahaan ataupun bukanlah cabang dari sebuah perusahaan yang dimiliki, dikuasai, ataupun menjadi sebuah bagian baik secara langsung maupun tidak langsung dari usaha menengah ataupun dari usaha besar yang memenuhi kriteria usaha kecil sebagaimana telah diatur dalam undang-undang. Usaha yang dapat dikategorikan sebagai usaha kecil harus mempunyai total kekayaan bersih diatas Rp 50.000.000,00 sampai dengan maksimal Rp 500.000.000,00 dengan perhitungan tidak menyertakan tanah dan bangunan yang dimiliki.

Kriteria lainnya adalah total penjualan selama satu tahun harus diatas Rp 300.000.000,00 sampai maksimal Rp 2.500.000.000,00.

Ketiga, usaha menengah. Usaha menengah merupakan jenis usaha ekonomi produktif yang berdiri secara mandiri, yang dijalankan baik perorangan ataupun badan usaha dan bukanlah anak dari sebuah perusahaan ataupun bukanlah cabang dari sebuah perusahaan yang dimiliki, dikuasai, ataupun menjadi sebuah bagian baik secara langsung maupun tidak langsung dari usaha kecil ataupun dari usaha besar yang memiliki total kekayaan bersih atau hasil penjualan tahunan sebagaimana telah diatur dalam undang-undang. Usaha yang masuk kategori usaha menengah harus memiliki total kekayaan bersih diatas Rp 500.000.000,00 sampai maksimal Rp 10.000.000.000,00 dan tanah dan bangunan yang dimiliki tidak termasuk dalam perhitungan. Kriteria lainnya adalah mempunyai total penjualan diatas Rp 2.500.000.000,00 sampai dengan maksimal Rp 50.000.000.000,00.

Keempat, usaha besar. Usaha besar merupakan jenis usaha ekonomi produktif yang dijalankan oleh sebuah badan usaha dimana kekayaan bersih ataupun hasil penjualan tahunan lebih besar daripada usaha dalam kategori menengah. Usaha besar ini meliputi usaha nasional milik negara atau swasta, usaha patungan, dan usaha asing yang menjalankan kegiatan operasional usahanya di Indonesia. Usaha jenis ini mempunyai kekayaan bersih diatas

Rp 10.000.000.000,00 dimana tanah dan bangunan yang dimiliki tidak termasuk kedalam perhitungan serta mempunyai total penjualan diatas Rp 50.000.000.000,00.

c. Struktur aset

Menurut Najdmudin (2011:69), aset merupakan sumber kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan sebagai dampak dari kegiatan pada masa lampau dan dimanfaatkan untuk memberikan keuntungan pada perusahaan di masa depan. Menurut Delcoure (2006) dalam Mas'ud (2009), struktur aset dapat mendeskripsikan mengenai seberapa banyak proporsi aset tetap yang mendominasi komposisi kekayaan perusahaan. Menurut Joni dan Lina (2010), Perbandingan antara aset tetap dengan total aset perusahaan dapat memberikan gambaran mengenai struktur aset yang dimiliki oleh perusahaan. Selain itu, *tangible assets* dapat menunjukkan komposisi relatif aset tetap perusahaan (Umar Mai, 2006 dalam Febriyani dan Srimindarti (2010)). Berikut merupakan pos-pos yang berkaitan dengan aset sebuah perusahaan dalam laporan keuangan neraca;

Tabel 2.4
Pos-pos Aktiva pada Laporan Keuangan Neraca

Neraca		
Aktiva	Keterangan	Total kekayaan perusahaan (Aktiva)
Kas	Harta lancar (<i>current assets</i>)	
Surat Berharga		
Piutang	Harta kurang lancar	
Persediaan		
Peralatan dan bangunan	Harta tetap (<i>fixed assets</i>)	

Aktiva tetap bersih		
Total Aktiva		

Sumber: Diolah dari berbagai referensi buku

Pada tabel diatas, laporan keuangan neraca perusahaan menunjukkan harta perusahaan yang disusun berdasarkan dua pos utama yaitu kewajiban dan ekuitas. Pada bagian pertama dari laporan neraca perusahaan merupakan harta perusahaan yang terdiri dari harta lancar (*current assets*), harta kurang lancar dan harta tetap (*fixed assets*). Dari laporan keuangan neraca diatas pada bagian aktiva dapat dilihat bahwa aset disusun berdasarkan urutan likuiditasnya yaitu aset yang paling mudah untuk dapat dicairkan menjadi uang atau kas sampai pada aset yang likuiditasnya paling sulit untuk dapat segera dicairkan menjadi uang.

d. Umur perusahaan

Perasaan yakin yang dimiliki oleh seseorang terhadap sebuah organisasi dapat dikatakan merupakan pengertian dari reputasi. Pengertian dari reputasi tersebut abstrak dan tidak dapat diukur secara matematis. Namun, reputasi tersebut dapat dirasakan melalui penerimaan ataupun tanggapan baik dan buruk yang datang dari khalayak sasaran dan masyarakat. Reputasi sebuah perusahaan dapat dibentuk melalui tiga hal yaitu; apa yang dikatakan orang terhadap perusahaan, apa yang perusahaan lakukan dan perusahaan berpikir tentang dirinya sendiri (Rahmayanti, 2014). Menurut Hanafi (2017:322), Perusahaan dengan reputasi baik bisa

memperoleh utang lebih besar karena kreditor percaya bahwa reputasi tersebut akan terus dipertahankan.

Menurut Hanafi (2017: 322), umur perusahaan merupakan proksi dari reputasi. Perusahaan dengan umur yang panjang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut dapat terus beroperasi dengan berinovasi dan memperbaiki kinerjanya sehingga dapat terus bertahan ditengah berbagai kondisi ekonomi yang menyertainya sepanjang umur perusahaan tersebut. Perusahaan yang bertahan untuk terus beroperasi juga menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk terus menghasilkan keuntungan dari penggunaan dana baik berumber internal ataupun eksternal perusahaan.

5. Faktor eksternal

a. Risiko bisnis

Pengertian risiko secara umum merupakan sesuatu yang akan didapatkan atau dipertanggungjawabkan oleh seseorang yang merupakan akibat dari sebuah tindakan. Namun, arti risiko dalam bidang keuangan menurut Najmudin (2011:129), adalah ketidakpastiakan akan sebuah kemungkinan terjadinya kerugian atau penyimpangan antara hasil aktual dengan hasil yang diharapkan. Menurut Keown dkk (2000:494) pengertian risiko bisnis mengacu kepada penyimpangan antara keuntungan yang diharapkan sebelum dipotong beban pajak dan bunga pinjaman (EBIT).

Ketika manajer keuangan perusahaan memutuskan untuk melakukan investasi pada suatu aktiva fisik ataupun keuangan, maka akan ada kemungkinan adanya risiko dari keuntungan yang diharapkan. Menurut Hamada (dalam Saidi, 2004), risiko bisnis (*business risk*) merupakan ketidakpastian yang harus dihadapi oleh perusahaan dalam melakukan kegiatan usahanya. Risiko bisnis tersebut mencakup beberapa hal yaitu *financial leverage risk*, *intrinsik business risk* dan *operating leverage risk*. Risiko dari suatu aktiva juga dapat diukur secara kuantitatif dengan menggunakan statistik. Menurut Sundjaja & Berlian (2003:72), statistik yang bisa digunakan untuk mengukur besarnya risiko pengembalian aktiva adalah sebagai berikut;

Pertama, standar deviasi. Standar deviasi merupakan indikator statistik yang umumnya digunakan untuk menilai risiko suatu aktiva, yang dapat mengukur sebaran sekitar nilai yang diharapkan. Semakin besar nilai standar deviasi menunjukkan bahwa semakin besar risiko yang harus ditanggung perusahaan. Standar deviasi dari pengembalian dapat diukur dengan rumus sebagai berikut;

$$\sigma_{ROA} = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{ROA_i - \overline{ROA}}{n-1}}$$

Keterangan:

σ_{ROA} = Standar deviasi ROA

ROA_i = Nilai ROA tahun ke-i

\overline{ROA} = Nilai rata-rata ROA

n = Jumlah observasi

Kedua, koefisien variasi. Koefisien variasi merupakan pengukuran dari dispersi (penyebaran) relatif yang berguna untuk membandingkan risiko dari aktiva dengan harapan pengembalian yang berbeda. Semakin besar nilai varians yang dihasilkan, maka semakin besar risiko yang akan ditanggung oleh perusahaan. Koefisien variasi dapat diukur menggunakan rumus berikut:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(ROA_i - \overline{ROA})^2}{n - 1}$$

Keterangan:

σ^2 = Varians ROA

ROA_i = Nilai ROA tahun ke-i

\overline{ROA} = Nilai rata-rata ROA

n = Jumlah observasi

b. Tingkat pajak

1) Pengertian pajak

Pengertian pajak menurut Undang-Undang nomor 28 tahun 2007 tentang ketentuan umum dan tata cara perpajakan adalah kontribusi yang dilakukan oleh warga negara kepada negara yang bersifat terutang

oleh wajib pajak baik orang pribadi maupun badan. Pajak bersifat memaksa yang didasarkan pada Undang-undang dengan pembayaran pajak, wajib pajak tidak mendapatkan imbalan secara langsung dan pajak yang telah dihimpun oleh negara digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat Indonesia.

Terdapat beberapa istilah yang penting untuk diketahui dan erat hubungannya dengan perpajakan adalah;

- a) Wajib pajak. Wajib pajak atau WP terdiri dari orang pribadi (OP) dan badan. Wajib pajak meliputi pembayar pajak, pemungut dan pemotong pajak yang mempunyai hak dan kewajiban perpajakan sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan perpajakan.
- b) Badan. Badan merupakan gabungan dari baik beberapa orang maupun modal dalam jumlah tertentu yang menjadi sebuah kesatuan baik yang menjalankan usaha maupun yang tidak menjalankan usaha. Badan meliputi antara lain adalah perseroan baik perseroan komanditer, perseroan terbatas (PT), perseroan lainnya, Badan Usaha Milik Negara (BUMN) ataupun Badan Usaha Milik Daerah (BUMD) dengan nama dan juga bentuk apapun. Termasuk dalam pengertian badan adalah firma, yayasan, koperasi, kongsi, dana pensiun, perkumpulan, persekutuan, organisasi sosial politik,

organisasi massa ataupun organisasi yang lainnya, lembaga dan bentuk badan yang lain termasuk juga kontrak investasi kolektif dan bentuk usaha tetap (BUT).

- c) Pengusaha. Pengusaha merupakan Orang Pribadi (OP) atau badan dalam bentuk apapun yang dalam menjalankan kegiatan usaha atau aktivitasnya menghasilkan barang, melakukan baik impor maupun ekspor barang, menjalankan kegiatan perdagangan, memanfaatkan barang tidak berwujud dari luar daerah pabean, menjalankan kegiatan jasa ataupun menggunakan jasa yang berasal dari luar daerah pabean.
- d) Pengusaha Kena Pajak (PKP). Pengusaha Kena Pajak merupakan pengusaha yang menjalankan kegiatan penyerahan Barang Kena Pajak (BKP) dan atau kegiatan penyerahan Jasa Kena Pajak (JKP) yang dapat dikenai beban pajak didasarkan pada Undang-Undang Pajak Pertambahan Nilai (PPN) tahun 1984 dan perubahannya.
- e) Nomor Pokok Wajib Pajak (NPWP). Nomor Pokok Wajib Pajak merupakan nomor yang diperoleh Wajib Pajak (WP) yang digunakan dalam proses administrasi perpajakan dan dipergunakan sebagai identitas Wajib Pajak (WP) dalam menjalankan hak dan kewajibannya dalam urusan perpajakan.

- f) Masa pajak. Masa Pajak merupakan jangka waktu yang merupakan dasar dari perhitungan perpajakan yang dilakukan oleh Wajib Pajak untuk dapat menghitung, menyetor dan juga melaporkan kewajiban perpajakannya yang terhutang dalam periode tertentu sebagaimana telah diatur dalam Undang-Undang perpajakan.
- g) Tahun pajak. Tahun pajak merupakan jangka waktu tertentu yaitu satu tahun kalender. Namun tahun pajak dapat berbeda apabila Wajib Pajak menggunakan tahun buku yang berbeda dengan tahun kalender dalam pembukuannya.

6. Nilai perusahaan

a. Pengertian nilai perusahaan

Menurut Najmudin (2011:2), pengertian perusahaan adalah suatu unit kegiatan tertentu yang mengubah sumber-sumber ekonomi menjadi bernilai guna berupa barang dan jasa dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan dan tujuan lainnya. Salah satu asumsi dalam keuangan konvensional adalah bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan atau pemegang sahamnya. Kesejahteraan para pemegang saham tersebut dapat terwujud apabila nilai pasar (*market value*) perusahaan dimaksimalkan. Meningkatnya nilai perusahaan merupakan sebuah pencapaian yang sesuai dengan harapan dan keinginan

para pemegang saham, dikarenakan meningkatnya nilai perusahaan, maka akan memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham.

Menurut Harmono (2009:233), nilai perusahaan merupakan cerminan hasil kerja perusahaan yang terwujud melalui harga saham yang terbentuk melalui permintaan dan juga penawaran di pasar modal. Hal tersebut merupakan cerminan penilaian publik terhadap kinerja perusahaan. Menurut Sartono (2010:487), pengertian nilai perusahaan merupakan nilai jual dari perusahaan sebagai sebuah bisnis yang beroperasi. Nilai jual yang berada di atas nilai likuidasi merupakan nilai dari manajemen organisasi yang menjalankan perusahaan tersebut.

Dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi para penanam modal terhadap tingkat keberhasilan yang dicapai oleh perusahaan yang umumnya dikaitkan dengan harga saham perusahaan. Tingginya harga suatu saham perusahaan sering dihubungkan dengan nilai perusahaan yang juga tinggi. Hal tersebut akan membuat kepercayaan publik semakin meningkat terhadap kinerja manajemen perusahaan dan prospek yang baik kedepannya bagi perusahaan.

b. Pengukuran nilai perusahaan

Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio yang disebut dengan rasio penilaian. Menurut Sudana (2011:23), rasio penilaian merupakan rasio yang menggambarkan penilaian kinerja saham perusahaan

yang telah *go public* dan diperdagangkan secara bebas dipasar modal. Rasio tersebut terkait dengan pandangan publik mengenai kinerja perusahaan, sehingga publik mempunyai ketertarikan untuk memiliki saham dengan harga diatas nilai bukunya. Beberapa metode yang dapat dipergunakan untuk mengukur nilai perusahaan antara lain;

1) **Price Earning Ratio (PER)**

Rasio ini mengukur perbandingan antara harga pasar saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham. Menurut Brigham dan Huston (2006:110), rasio ini menggambarkan seberapa banyak uang yang rela dikeluarkan para penanam modal untuk membayar setiap perolehan laba perusahaan yang dilaporkan. Nilai *Price Earning Ratio* yang tinggi menunjukkan harapan para penanam dana pada prestasi yang tinggi dari perusahaan dimasa yang akan datang. Berikut merupakan rumus yang dipergunakan untuk mengukur besarnya nilai *Price Earning Ratio (PER)*:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Earning per Share}}$$

2) **Price to Book Value (PBV)**

Price to Book Value (PBV) mengukur perbandingan antara harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku per saham. Rasio ini dapat memberikan gambaran bagaimana pasar memberikan penghargaan terhadap nilai buku atas suatu saham perusahaan. Semakin

tinggi nilai rasio ini, menunjukkan tingginya kepercayaan publik terhadap kinerja perusahaan. Menurut Najmudin (2011:88), melalui rasio ini pihak yang berkepentingan baik perusahaan maupun penanam dana dapat mengetahui harga pasar saham berada diatas atau dibawah nilai buku saham. Berikut merupakan rumus yang digunakan untuk mencari nilai rasio ini;

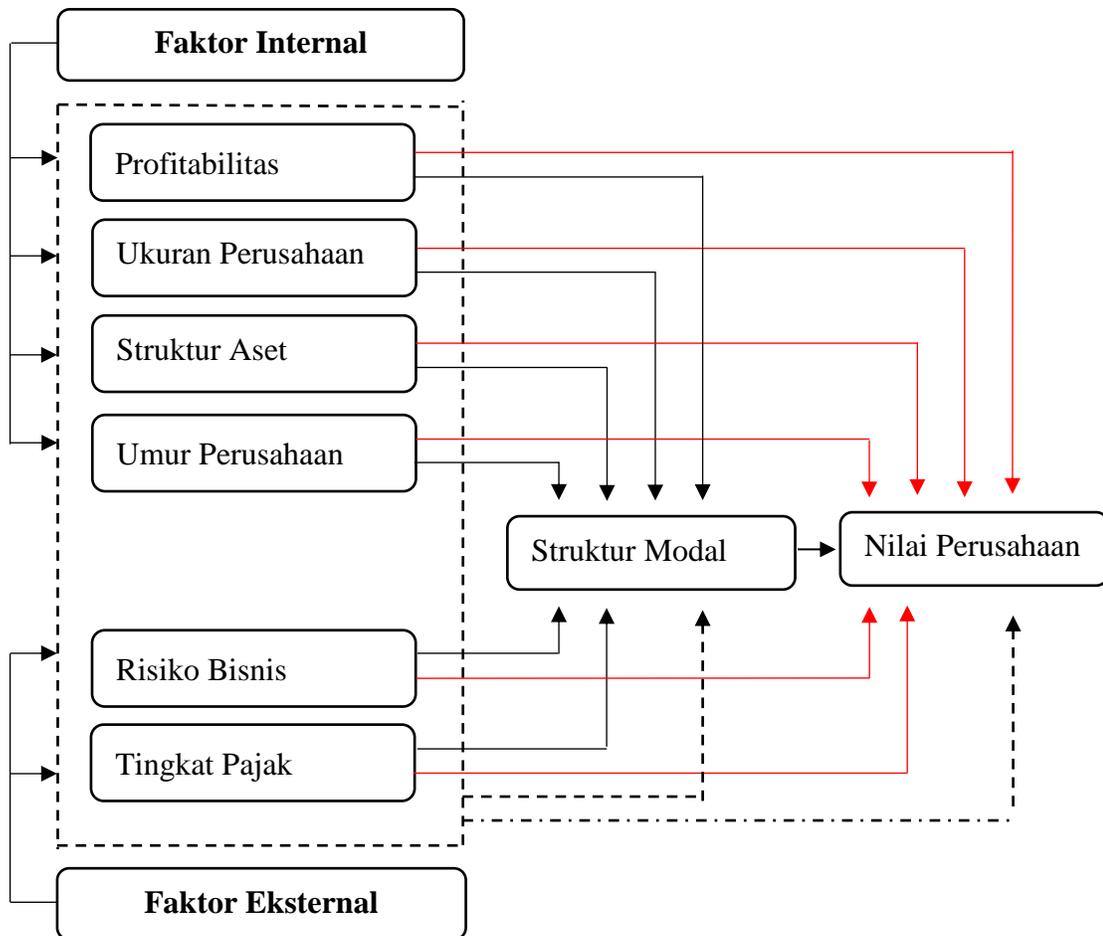
$$Price\ to\ Book\ Value = \frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Nilai buku per saham}}$$

Sementara nilai buku per saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut;

$$\text{Nilai buku per saham} = \frac{\text{Modal sendiri}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

C. Kerangka Berpikir

Dari pembahasan pada landasan teoritik dan mengkaji beberapa penelitian terdahulu, maka penulis menyusun beberapa hipotesis yang merupakan alur dari pemikiran peneliti. Berikut merupakan gambar dari alur pemikiran hipotesis yang telah disusun oleh peneliti:



Gambar 2.1 Kerangka pemikiran

D. Hipotesis

1. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Menurut Rajan dan Zingales (1995), dalam Najmudin (2011:316), menyatakan bahwa perusahaan yang mendapatkan *return on investment* (ROI)

yang tinggi umumnya akan menggunakan utang yang relatif kecil. Oleh karenanya, profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dengan utang. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Mayangsari (dalam Joni dan Lina (2010), perusahaan yang mendapatkan keuntungan operasional yang tinggi akan cenderung meminimalisir pendanaan menggunakan utang karena dana internal yang jumlahnya besar baik yang diakumulasi sebagai laba ditahan ataupun dimasukan kedalam cadangan dapat digunakan untuk mendanai berbagai kegiatan operasional perusahaan. Namun, sebaliknya apabila keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan kecil, maka perusahaan cenderung akan terdorong menggunakan pendanaan utang yang besar dikarenakan sumber dana internal yang dimiliki tidak mencukupi dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Pernyataan diatas sesuai dengan salah satu teori struktur modal yaitu *pecking order theory*, dimana dalam teori ini menyebutkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan cenderung mempergunakan dana dari sumber internal perusahaan lebih dahulu, misalnya dari laba ditahan untuk mendanai kegiatan operasional, investasi maupun pembelanjaan perusahaan. Melalui penjelasan diatas, menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai pengaruh baik dalam hal keputusan pendanaan maupun struktur modal perusahaan. Berikut merupakan hipotesis yang diambil berdasarkan penjelasan diatas:

Hipotesis 1: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.**2. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal**

Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Saidi (2004), dan Balqies Fajriati (2017), dimana ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari total asset (*natural logarithm of assets*). Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga perusahaan besar cenderung mempunyai utang yang lebih besar daripada perusahaan kecil (Rajan dan Zingales, 1995 dalam (Najmudin 2011:316)).

Pendapat yang serupa dikemukakan oleh Smith dan Watts (1992) dalam Najmudin (2011:316), perusahaan besar akan cenderung mempunyai utang jangka panjang lebih banyak karena mereka membayar biaya utang jangka panjang lebih kecil daripada perusahaan kecil. Hal itu menyebabkan, perusahaan kecil cenderung memilih pembiayaan dalam jangka pendek. Beberapa penelitian yang pernah dilakukan antara lain oleh Fajriati (2017), Murhadi (2011), dan Prabansari&Kusuma (2005) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Perusahaan yang berukuran besar cenderung untuk menggunakan pendanaan dari sumber eksternal perusahaan. Semakin besar ukuran

perusahaan, maka kecenderungan untuk berutang semakin besar Margaretha&Ramadhan (2010). Penyebabnya adalah perusahaan besar umumnya memerlukan dana dalam jumlah yang besar untuk kegiatan operasionalnya dan alternatif yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan tersebut adalah pendanaan melalui sumber eksternal perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Berikut merupakan hipotesis yang diambil berdasarkan penjelasan diatas:

Hipotesis 2: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3. Pengaruh struktur aset terhadap struktur modal

Struktur aset memerankan peran penting dalam perusahaan dan menjadi faktor yang diperhitungkan dalam hal struktur modal atau keputusan dalam hal pendanaan perusahaan. Hal ini disebabkan karena, struktur aset terdiri oleh salah satunya adalah aset berwujud atau aset tetap perusahaan. Apabila perusahaan mengalami kendala dalam membayar utang-utangnya, maka aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan dapat dijadikan jaminan dalam memberikan kepastian kepada kreditur bahwa perusahaan sanggup melunasi utang-utangnya (Umar Mai,2006 dalam Febriyani dan Srimindarti (2010)). Perusahaan yang menggunakan sebagian besar modalnya dalam bentuk aset tetap, akan memprioritaskan kecukupan pendanaan dari modal sendiri. Namun

menurut Joni dan Lina (2010), pembelian aset berwujud atau aset tetap memerlukan dana dalam jumlah besar dan adanya kemungkinan akan menambah jumlah utang yang dimiliki oleh perusahaan.

Aset tetap berwujud yang digunakan sebagai jaminan dapat memperkecil risiko kebangkrutan perusahaan dan biaya kesulitan keuangan untuk membiayai kegiatan perusahaan. Disamping itu, penggunaan aset lancar jumlahnya terbatas. Semakin besar jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula jaminannya sehingga dapat memberikan kepercayaan kepada pihak eksternal untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan dalam jumlah yang besar dan mengakibatkan tingkat penggunaan utang perusahaan akan lebih besar dari pada modal sendiri dalam struktur modal perusahaan (Rajan&Zingales (1995) dalam Najmudin (2011)). Dari penjelasan tersebut menunjukkan bahwa struktur aset memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Berikut merupakan hipotesis yang diambil berdasarkan penjelasan diatas:

Hipotesis 3: Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

4. Pengaruh umur perusahaan terhadap struktur modal

Menurut Hanafi (2017:322), Umur perusahaan digunakan sebagai proksi reputasi. Perusahaan dengan umur yang panjang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut dapat terus beroperasi dengan berinovasi dan memperbaiki kinerjanya sehingga dapat terus bertahan ditengah berbagai kondisi ekonomi yang menyertainya sepanjang umur perusahaan tersebut. Perusahaan yang

bertahan untuk terus beroperasi juga menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk terus menghasilkan keuntungan dari penggunaan dana baik bersumber internal ataupun eksternal perusahaan. Perusahaan dengan reputasi baik bisa mendapatkan utang dengan jumlah yang lebih besar, hal ini dikarenakan kreditur mempunyai keyakinan bahwa reputasi yang baik tersebut akan akan terus dipertahankan oleh perusahaan.

Dari penjelasan ini, maka dapat diambil kesimpulan bahwa umur perusahaan memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Hipotesis 4: Umur perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

5. Pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal

Perusahaan dengan risiko kebangkrutan (*default*) yang tinggi sebaiknya menggunakan pendanaan dari sumber utang dengan jumlah yang kecil. Namun, sebaliknya perusahaan dengan risiko bisnis rendah dapat menggunakan pedanaan dari sumber utang yang lebih besar. Hal ini dikarenakan, apabila risiko yang ditanggung perusahaan besar, penggunaan dana dari sumber utang akan mempersulit perusahaan dalam pengembalian utang beserta bunganya (Hanafi, 2017:321). Dalam penelitian Yuke Prabansari dan Hadri Kusuma (2005), menemukan bahwa risiko perusahaan berpegaruh negatif terhadap utang.

Secara konsep, perusahaan memang mempunyai beberapa risiko yang melekat di dalam kegiatan operasinya dan resiko ini merupakan risiko bisnis (*business risk*). Apabila perusahaan menggunakan pendanaan bersumber utang, maka perusahaan secara tidak langsung mengklasifikasikan para investornya menjadi dua kelompok dan memfokuskan sebagian besar risiko yang ditanggungnya kepada satu kelompok investor yaitu pemegang saham biasa. Namun, para pemilik saham biasa umumnya akan menghendaki timbal balik berupa kompensasi akibat dari menanggung risiko dengan jumlah yang lebih besar sehingga menuntut tingkat pengembalian hasil yang tinggi pula. Risiko bisnis yang berbeda bukan hanya berasal dari sebuah industri kepada industri yang lainnya. Namun juga diantara perusahaan-perusahaan di dalam sebuah industri tertentu.

Menurut Keown dkk (2000:494), setiap perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya pasti akan menghadapi risiko, baik itu risiko bisnis maupun risiko penggunaan dana utang oleh perusahaan. Risiko bisnis cenderung berkaitan dengan jenis usaha yang dijalankan dan berbagai kondisi ekonomi yang menyertainya sehingga dari pembahasan diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Berikut merupakan hipotesis yang diambil berdasarkan penjelasan diatas:

Hipotesis 5: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

6. Pengaruh tingkat pajak terhadap struktur modal

Dari pengertian pajak dapat diambil kesimpulan bahwa pajak merupakan pengaruh eksternal langsung dari pemerintah, dimana beban pajak adalah kewajiban perusahaan yang harus dibayarkan kepada pemerintah yang dapat diartikan bahwa terdapat aliran kas keluar dari perusahaan. Menurut Hanafi (2017:320), salah satu manfaat yang diperoleh perusahaan dari penggunaan dana bersumber dari utang adalah bunga utang dapat digunakan sebagai pengurang beban pajak. Oleh karena itu, perusahaan terdorong untuk menambah jumlah utang. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan dapat melakukan penghematan terhadap aliran kas yang keluar. Dengan melakukan penghematan terhadap aliran kas yang dikeluarkan, maka keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan akan semakin besar.

Hal tersebut diatas sesuai dengan pernyataan Najmudin (2011:315), dimana tarif pajak yang semakin tinggi akan semakin mendorong perusahaan untuk menggunakan utang. Hal ini disebabkan bunga utang yang merupakan beban dapat mengurangi penghasilan (EBIT) sehingga akan sangat besar manfaatnya untuk perusahaan yang memiliki tarif pajak yang tinggi. Dari pembahasan diatas dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh pajak terhadap struktur modal perusahaan.

Hipotesis 6: Tingkat pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

7. Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan melalui kegiatan operasionalnya. Profitabilitas biasa diukur menggunakan beberapa rasio yang antara lain adalah *Return On Assets*, *Return On Equity* atau *Return On Investment*. Profitabilitas menggambarkan keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan dan dapat diakumulasikan dalam laba ditahan. Keuntungan melalui laba ditahan perusahaan ini dapat digunakan untuk berbagai kepentingan, misalnya digunakan untuk berbagai investasi perusahaan, melakukan ekspansi, maupun juga dapat dibagikan kepada para pemegang saham perusahaan melalui pembagian deviden. Keuntungan perusahaan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham merupakan keuntungan bersih setelah dipotong beban pajak. Profitabilitas yang besar menandakan kinerja perusahaan yang bagus, semakin besar keuntungan yang diperoleh maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham perusahaan.

Keuntungan perusahaan yang meningkat mengabarkan prospek perusahaan yang sedang baik, sehingga dapat memicu para investor untuk memperbanyak jumlah sahamnya. Semakin baik kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, maka akan menaikkan kepercayaan masyarakat mengenai kinerja manajemen perusahaan. Kepercayaan masyarakat yang semakin tinggi akan berdampak pada kerelaan masyarakat untuk membeli

saham perusahaan diatas nilai bukunya. Permintaan akan saham perusahaan yang meningkat yang akan menyebabkan kenaikan nilai perusahaan. Hal ini berbanding terbalik dengan profitabilitas yang berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dalam kaitannya dengan nilai perusahaan, maka diasumsikan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang positif. Berdasarkan penjelasan tersebut maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 7: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

8. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

Pengertian ukuran perusahaan merupakan gambaran dari besarnya total aktiva, jumlah penjualan, jumlah penjualan rata-rata dan total ekuitas dari sebuah perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan salah satu indikator dalam mengukur kinerja suatu perusahaan. Perusahaan yang besar digambarkan sebagai perusahaan yang bertumbuh dimana perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya.

Perusahaan yang besar juga mencerminkan komitmen dari manajemen perusahaan yang terus berusaha untuk memperbaiki kinerjanya, sehingga masyarakat percaya untuk dapat menginvestasikan dananya diperusahaan tersebut. Kepercayaan masyarakat tersebut dilatarbelakngi oleh keinginan dalam memperoleh tingkat pengembalian investasi yang menguntungkan.

Semakin besar ukuran perusahaan dapat memperbesar keyakinan masyarakat terkait dengan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat *return* investasi yang baik. Perusahaan yang besar akan cenderung mendapatkan hasil operasional yang lebih besar sehingga kemampuan dalam memberikan return investasi juga lebih besar apabila dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil.

Hipotesis 8: ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

9. Pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan

Perbandingan antara aset tetap dengan total aset perusahaan dapat memberikan gambaran mengenai struktur aset yang dimiliki oleh perusahaan. Industri manufaktur merupakan perusahaan-perusahaan yang diidentikan dengan pabrik yang bekerja dengan menggunakan peralatan-peralatan, mesin-mesin dan tenaga kerja, sehingga cenderung memiliki aset tetap yang tinggi. Aset tetap tersebut memiliki kapasitas produktif yang dapat digunakan untuk menghasilkan produk dengan volume produksi yang besar sehingga dapat menghasilkan keuntungan.

Perusahaan yang memiliki aset tetap yang tinggi lebih mudah untuk mendapatkan akses terhadap sumber permodalan dikarenakan aset tetap yang dimiliki dapat digunakan sebagai jaminan. Dana yang didapatkan oleh perusahaan melalui sumber eksternal tersebut dapat digunakan sebaik-baiknya

oleh manajemen perusahaan dalam memperoleh keuntungan perusahaan. Umumnya perusahaan yang besar dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki investasi yang besar pula dalam hal aktiva tetapnya. Aktiva tetap tersebut digunakan secara optimal untuk meningkatkan keuntungan perusahaan. Keuntungan yang meningkat inilah yang dapat menaikkan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat *return* yang baik, sehingga pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui kenaikan harga saham.

Hipotesis 9: struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

10. Pengaruh umur perusahaan terhadap nilai perusahaan

Umur perusahaan dapat memberikan gambaran seberapa kuat perusahaan bertahan dalam industri tersebut. Perusahaan dengan umur yang panjang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut dapat terus beroperasi dengan berinovasi dan memperbaiki kinerjanya sehingga dapat terus bertahan ditengah berbagai kondisi ekonomi yang menyertainya sepanjang umur perusahaan tersebut. Semakin lama perusahaan dapat mempertahankan eksistensinya, maka perusahaan tersebut semakin banyak mengungkapkan informasi sosialnya sebagai bentuk dari tanggung jawab sosial untuk dapat diterima di masyarakat.

Semakin lama umur perusahaan, maka semakin banyak pengungkapan informasi yang perusahaan berikan kepada khalayak umum. Menurut Hanafi

(2017: 322), perusahaan yang mempunyai eksistensi lama dalam industri tersebut menunjukkan sikap konsisten manajemen perusahaan dalam menjaga reputasi yang baik. Masyarakat dalam menginvestasikan dananya cenderung akan lebih menyukai perusahaan dengan reputasi yang baik dengan alasan bahwa reputasi perusahaan yang telah baik tersebut akan terus berusaha dipertahankan oleh perusahaan, sehingga perusahaan akan terus dapat *survive* dalam industri tersebut.

Hipotesis 10: umur perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

11. Pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan

Risiko bisnis merupakan risiko yang melekat pada perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Risiko bisnis merupakan faktor yang cenderung tidak dapat dihindari oleh perusahaan. Dalam agensi teori dikatakan bahwa struktur modal dibuat sedemikian rupa untuk menghindari konflik antar berbagai kelompok yang berkepentingan. Sebagai contoh, pemegang saham mempunyai konflik kepentingan dengan kreditur. Pemegang saham dengan manajemen juga seperti itu. Pada konflik kepentingan yang pertama, jika rasio utang terhadap saham relatif tinggi, maka pemegang saham tergoda melakukan substitusi aset, dalam hal ini mereka akan beroperasi dengan meningkatkan risiko perusahaan. Risiko yang meningkat menguntungkan bagi pemegang

saham karena kemungkinan memperoleh keuntungan yang tinggi semakin besar.

Dengan berpedoman pada prinsip investasi yaitu *high risk high return* dan *low risk low return*, maka investor yang menginvestasikan dananya di perusahaan akan lebih menyukai tingkat pengembalian yang tinggi walaupun dengan asumsi bahwa risiko yang akan dihadapi juga meningkat. Berbanding terbalik dengan pengaruhnya terhadap struktur modal, maka risiko bisnis mempunyai pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

H11: risiko bisnis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

12. Pengaruh tingkat pajak terhadap nilai perusahaan

Tingkat pajak merupakan pengaruh eksternal langsung dari pemerintah dimana beban pajak merupakan kewajiban yang harus dibayarkan perusahaan kepada pemerintah. Menurut Hanafi (2017:320), salah satu manfaat yang diperoleh perusahaan dari penggunaan dana bersumber dari utang adalah bunga utang dapat digunakan sebagai pengurang beban pajak. Di dalam *pecking order* teori, Stewart C. Myers menyatakan bahwa secara umum penerbitan saham perusahaan akan berdampak pada sikap para investor. Hal tersebut diyakini berdampak pada harga saham yang akan turun dengan adanya tindakan pengumuman penerbitan saham. Sikap para investor inilah yang dapat membuat khawatir para manajer keuangan perusahaan. Namun, sebaliknya apabila manajer keuangan memutuskan untuk melakukan pendanaan melalui

utang, maka pengaruhnya tidak akan secara signifikan terhadap harga saham karena penerbitan saham diyakini sebagai signal negatif oleh para investor.

Hal ini dikarenakan manajemen di pihak yang cenderung lebih tahu keadaan perusahaan akan lebih tertarik menggunakan sumber pendanaan diluar ekuitas jika prospek usaha sedang baik dengan kata lain perusahaan tidak mau berbagi keuntungan yang diperoleh dengan pemegang saham baru. Namun, sebaliknya apabila prospek usaha perusahaan sedang buruk, maka manajemen perusahaan akan senantiasa berbagi risiko dengan investor baru melalui penerbitan saham baru.

H12: tingkat pajak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

13. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

Dengan asumsi bahwa tujuan seorang manajer keuangan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan, maka struktur modal tertentu dianggap optimal apabila dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Najmudin, 2011:294). Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller (MM) mengemukakan bahwa struktur modal tertentu tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Namun, pernyataan tersebut didasarkan pada serangkaian asumsi yang tidak masuk akal yaitu tidak adanya pajak perusahaan, tidak terdapat *brokerage cost*, tidak terdapat biaya kebangkrutan, para penanam dana mendapatkan informasi yang sama dengan manajemen perusahaan dan tidak terpengaruhnya laba sebelum bunga&pajak (EBIT) oleh penggunaan utang. Pada tahun 1963 mereka

menerbitkan tulisan lanjutannya dimana pada awalnya Modigliani dan Miller (MM) mengasumsikan tidak adanya pajak perusahaan dalam hipotesis mereka. Kerangka pemikiran kemudian diubah menjadi adanya pajak perusahaan. Hal tersebut merubah pernyataan pertama mereka, dimana kemudian dinyatakan bahwa akan ada tambahan nilai dengan adanya peningkatan penggunaan utang karena adanya manfaat dari penghematan beban pajak yang harus dibayar dengan menggunakan utang tersebut (Najmudin, 2011:301).

Pandangan tradisional menegaskan bahwa penggunaan dana bersumber dari utang mempunyai biaya yang lebih murah dari pada ekuitas. Hal tersebut akan mendorong perusahaan meningkatkan proporsi utang terhadap jumlah modal. Proporsi utang yang terus meningkat akan menurunkan biaya modal secara keseluruhan sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat. Dengan kata lain, dikarenakan biaya utang (*cost of debt*) lebih kecil dari biaya modal saham (*cost of equity*), maka biaya modal rata-rata akan menurun dan nilai perusahaan akan mulai meningkat (Najmudin 2011:301).

Dampak dari penghambatan dari beban pajak dan potensi timbulnya biaya kebangkrutan dari penggunaan dana bersumber dari utang akhirnya memunculkan teori baru yaitu *trade off theory of leverage*. Dalam teori ini dikatakan bahwa perusahaan akan berusaha menyeimbangkan antara manfaat yang diperoleh dari adanya pajak perusahaan dan potensi timbulnya biaya kebangkrutan karena semakin besarnya penggunaan dana bersumber dari

utang. Namun, penggunaan utang yang terus meningkat tidak akan meningkatkan nilai perusahaan secara terus menerus (Najmudin, 2011:306). Hal ini dikarenakan, dengan penggunaan utang yang terus bertambah melebihi ambang batas tertentu, maka pasar akan mulai merasakan adanya peningkatan risiko kegagalan (*default*). Dengan jumlah utang yang terus bertambah akan mendorong meningkatnya biaya utang (*cost of debt*) dan modal saham (*cost of equity*). Dengan kata lain meningkatnya utang melebihi batas tertentu akan mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan. Dari penjelasan diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Berikut merupakan hipotesis yang diambil berdasarkan penjelasan diatas:

Hipotesis 13: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.