

2. TEORI PENUNJANG

2.1 Pecking order

Teori *Pecking Order* menyatakan bahwa keputusan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya lebih cenderung dipengaruhi oleh kebutuhan untuk membiayai investasi baru (Myers, 1984). Myers (1984) menekankan pentingnya fleksibilitas keuangan dan ketidakpastian dalam menghadapi biaya asimetris antara ekuitas dan utang.

Hubungan asimetris informasi juga terjadi antara manajer dan investor (baru) dapat menyebabkan biaya seleksi yang merugikan, yang membuat perusahaan melewatkan peluang investasi yang menguntungkan yang memerlukan modal eksternal (Naranjo et al., 2022). Dikarenakan manajer memiliki keunggulan informasi atas investor luar, mereka lebih cenderung untuk mengumpulkan pembiayaan eksternal ketika mereka percaya investor luar menilai harga saham perusahaan terlalu tinggi (Naranjo et al., 2022). Namun, investor mengantisipasi perilaku ini dan merespons penerbitan ekuitas/penerbitan utang dengan memberi diskon pada harga saham (Naranjo et al., 2022).

Dalam teori *pecking order*, perusahaan terlebih dahulu membiayai dengan sumber daya internal sejauh mungkin jika dana internal tidak mencukupi, perusahaan akan mendapatkan utang eksternal dengan menerbitkan utang yang tidak berisiko diikuti oleh utang yang berisiko (Frank et al., 2020). Perusahaan hanya menerbitkan ekuitas dalam keadaan terpaksa, atau ketika kebutuhan lebih besar daripada sumber daya internal sehingga pembiayaan dengan utang akan menghasilkan leverage yang berlebihan (Frank et al., 2020).

Menurut Adair & Adaskou (2015), penerbitan utang menunjukkan kepercayaan perusahaan bahwa suatu investasi selanjutnya akan menguntungkan dan bahwa harga saham saat ini dibawah nilai yang sebenarnya (*undervalue*) sedangkan penerbitan ekuitas menunjukkan kurangnya kepercayaan dewan yang mungkin merasa harga saham terlalu tinggi. Oleh karena itu, penerbitan ekuitas akan menyebabkan penurunan harga saham (Adair & Adaskou, 2015).

2.2 Trade-off

Teori *trade-off* muncul sebagai perkembangan dari teori Modigliani dan Miller (1963) yang menambahkan biaya kebangkrutan dengan menyeimbangkan keuntungan dan kerugian dari utang, sehingga perusahaan akan terus berhutang pada tingkat tertentu yang menyeimbangkan penghematan pajak dari utang tambahan dengan seluruh biaya keuangan

(Himmah & Dianty, 2021). Teori ini menyatakan bahwa utang memiliki sisi negatif dan positif. Sisi positifnya adalah bahwa utang dapat mengurangi pendapatan yang dikenakan pajak, karena perbedaan perlakuan pajak bunga dan dividen, sehingga memberikan penghematan pajak bagi perusahaan sedangkan sisi negatifnya, semakin besar utangnya, semakin besar biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan bagi perusahaan (Himmah & Dianty, 2021).

Teori trade-off mengatakan bahwa jika sebuah perusahaan tidak punya cukup utang, mereka tidak bisa maksimal mendapat manfaat dari perlindungan pajak atas utangnya (Esghaier, 2023). Di sisi lain, jika perusahaan memiliki terlalu banyak utang, mereka akan menghadapi risiko kebangkrutan dan kesulitan keuangan yang lebih besar dari yang seharusnya (Esghaier, 2023). Biaya terakhir bagi perusahaan yang memiliki terlalu banyak utang adalah kehilangan seluruh nilai saham mereka, sementara bagi perusahaan dengan sedikit utang, biaya utamanya adalah melewatkan peluang untuk mendapat uang (Esghaier, 2023).

Teori *trade-off* menjelaskan bahwa tingkat *leverage* perusahaan dipengaruhi oleh upaya mencapai keseimbangan antara manfaat penghematan pajak yang dihasilkan dari penggunaan hutang dengan biaya potensial yang terkait dengan risiko kebangkrutan (Ai et al., 2020). Faktor-faktor seperti suku bunga dan kondisi pasar memegang peran kunci dalam menentukan keputusan struktur modal. Konsep ini, sebagaimana yang diungkapkan oleh Ai et al. (2020), menggambarkan dinamika kompleks antara pertimbangan keuangan dan risiko yang dihadapi oleh perusahaan dalam memilih antara sumber pendanaan ekuitas dan utang.

2.3 Definisi Variabel

Variabel adalah segala sesuatu yang menjadi fokus pengamatan dalam penelitian, mencakup faktor-faktor yang memengaruhi peristiwa yang diselidiki (Ulfa, 2019). Variabel ini bisa dianggap sebagai karakteristik yang akan diukur atau diamati, dengan nilai yang berbeda antara satu objek dan objek lainnya (Ulfa, 2019).

2.3.1 Struktur Modal

Struktur modal adalah pendanaan jangka panjang yang terdiri dari pinjaman jangka panjang, saham preferen, dan ekuitas pemegang saham (Ari Supeno, 2022). Struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena dapat berpengaruh langsung pada posisi keuangan perusahaan, yang pada akhirnya akan memengaruhi valuasi perusahaan. Keputusan yang kurang tepat dalam menggunakan struktur modal dapat berdampak luas pada perusahaan, terutama

dalam pemanfaatan hutang yang dapat menyebabkan beban hutang yang meningkat dan menjadi tanggungan perusahaan yang lebih besar (Ari Supeno, 2022).

Struktur modal adalah gabungan dari utang dan ekuitas dalam pengelolaan keuangan jangka panjang suatu perusahaan (Inayah, 2022). Ini mencakup penggunaan modal pinjaman seperti utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, serta modal sendiri dalam bentuk saham preferen dan saham biasa (Inayah, 2022). Oleh karena itu, struktur modal diukur menggunakan rasio utang terhadap ekuitas (*Debt to Equity Ratio/DER*), yang menunjukkan seberapa besar perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal yang dimiliki oleh pemegang saham (Inayah, 2022).

Struktur Modal mencerminkan kemampuan manajemen dalam mengelola struktur perusahaan dengan efisien, mempertimbangkan biaya modal yang optimal (Tamba & Sudjiman, 2021). Penilaian kemampuan ini sering menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR) sebagai indikator, yang mengukur seberapa besar aset yang menjadi jaminan untuk seluruh utang perusahaan (Tamba & Sudjiman, 2021). Tingkat DAR yang tinggi menandakan penggunaan struktur modal yang besar, yang kemungkinan akan menjaga likuiditas perusahaan dan berdampak pada profitabilitasnya (Tamba & Sudjiman, 2021).

Menurut (Astuti et al., 2015), Hutang jangka panjang sering kali digunakan untuk mendanai investasi jangka panjang dalam aset tetap perusahaan, dengan tujuan meningkatkan produksi dan penjualan guna mencapai keuntungan yang lebih besar. Meskipun membawa kewajiban pembayaran bunga, perusahaan yang mengambil pendekatan ini, menurut teori trade-off, cenderung memaksimalkan penggunaan hutang jangka panjangnya jika profitabilitasnya tinggi (Astuti et al., 2015). Hal ini karena beban bunga yang dihasilkan dapat mengurangi jumlah pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, struktur modal diukur menggunakan rasio antara hutang jangka panjang dengan keseluruhan aset (*Long-term debt to Equity Ratio*) (Astuti et al., 2015).

Perusahaan manufaktur di Indonesia menganggap penting rasio hutang jangka panjang terhadap aset (*Long-term debt to Asset Ratio*) sebagai penunjuk struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan (Uzliawati et al., 2018). Mereka juga mempertimbangkan hasil investasi menggunakan hutang jangka panjang (Uzliawati et al., 2018). Nilai perusahaan menjadi standar sukses dalam menilai kinerja manajemen masa lalu dan masa depan (Uzliawati et al., 2018). Industri manufaktur di Indonesia dilihat sebagai peminjam yang dapat diandalkan, sehingga para pemangku kepentingan dapat memberikan hutang jangka panjang untuk membiayai aset mereka (Uzliawati et al., 2018). Kemampuan perusahaan manufaktur Indonesia

dalam mengatur struktur modal mereka akan meningkatkan nilai perusahaan dengan mengoptimalkan penggunaan hutang jangka panjang.

Menurut (Astuti et al., 2015), struktur modal perusahaan seperti rasio hutang jangka pendek terhadap aset (*Short-term debt to Asset Ratio*), mempengaruhi keputusan pendanaan jangka panjang. Rasio tersebut membandingkan hutang jangka pendek dengan seluruh aset operasional perusahaan, termasuk aset yang dibeli dengan hutang jangka panjang. Sebagian besar hutang jangka pendek berasal dari pembelian persediaan, yang kemudian dijual atau dijadikan bahan baku, menghasilkan pendapatan (Astuti et al., 2015). Dengan demikian, penggunaan hutang jangka panjang dapat dipengaruhi oleh struktur hutang jangka pendek dan aset operasional (Astuti et al., 2015).

2.3.2 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan faktor krusial bagi perusahaan yang fokus pada penghasilan. Bagi para pemimpin perusahaan, profitabilitas adalah indikator utama untuk mengukur kesuksesan bisnis yang mereka pimpin (Harun & Jeandry, 2018). Sementara bagi investor, profitabilitas menjadi petunjuk penting dalam menentukan apakah akan melakukan investasi pada suatu perusahaan atau tidak (Harun & Jeandry, 2018).

Profitabilitas bagi sebuah perusahaan mencakup kemampuan menggunakan modal kerja dengan efisien untuk menghasilkan laba yang cukup, sehingga perusahaan dapat memenuhi kewajiban keuangannya seperti membayar utang baik jangka pendek maupun jangka panjang, serta memberikan dividen kepada para investor yang telah menanamkan modal pada perusahaan tersebut (Harun & Jeandry, 2018).

Menurut (Astuti et al., 2015), profitabilitas dapat diukur menggunakan rasio antara untung bersih setelah pajak dengan aset (*Return on Asset*) guna mengukur tingkat pengambilan pemodal secara menyeluruh. Semakin tinggi ROA suatu perusahaan, semakin besar tingkat keuntungan yang dapat dicapai. ROA berperan sebagai indikator efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk mendapatkan keuntungan (Astuti et al., 2015). ROA dapat membantu perusahaan yang menerapkan praktik akuntansi yang optimal untuk menilai efisiensi penggunaan modal secara keseluruhan (Astuti et al., 2015).

Menurut Hidajat (2017), salah satu indikator untuk mengukur profitabilitas adalah dengan menggunakan rasio antara laba bersih setelah pajak dengan ekuitas (*Return on Equity*). Tujuannya adalah untuk mengevaluasi tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan oleh pemegang saham (Hidajat, 2017). Semakin tinggi ROE yang dicapai, semakin baik kemampuan

perusahaan tersebut. Hal ini juga dapat meningkatkan harga saham perusahaan dan memberikan *return* yang lebih besar kepada investor (Hidajat, 2017).

Menurut Siregar & Bahar (2020), *Gross Profit Margin* (GPM) adalah salah satu rasio profitabilitas yang mengukur persentase laba kotor dibandingkan dengan penjualan. Semakin tinggi *Gross Profit Margin*, semakin baik kondisi operasional perusahaan, karena ini menunjukkan bahwa biaya pokok penjualan relatif lebih rendah dibandingkan dengan pendapatan penjualan (Siregar & Bahar, 2020). Sebaliknya, semakin rendah *Gross Profit Margin*, semakin buruk kondisi operasional perusahaan karena biaya pokok penjualan yang tinggi dibandingkan dengan pendapatan penjualan (Siregar & Bahar, 2020).

Menurut (Durrah et al., 2016), *Operating Profit Margin* adalah rasio yang sangat penting karena mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari operasi yang terkait dengan perusahaan. *Operating Profit Margin* dapat diperoleh melalui pengurangan biaya operasional dari laba kotor (*Gross Profit Margin*) (Durrah et al., 2016). Penurunan dalam rasio ini mengindikasikan kendali yang lemah atas biaya operasional (Durrah et al., 2016).

Menurut Kusmiyati & Hakim (2020), *Net Profit Margin* (NPM) adalah bagian dari analisis profitabilitas perusahaan yang mengukur efisiensi dalam menghasilkan keuntungan dengan membandingkan laba bersih setelah pajak dengan total penjualan. Laba bersih setelah pajak seringkali menjadi dasar pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan ekonomi terkait perusahaan (Kusmiyati & Hakim, 2020). Semakin tinggi NPM, semakin besar nilai tambah bagi investor, dan semakin besar kemampuan perusahaan dalam meratakan laba (Kusmiyati & Hakim, 2020).

2.3.3 Return Saham

Return Saham merupakan ekspektasi tingkat pengembalian yang diharapkan dari investasi dalam saham atau sejumlah saham melalui sebuah portofolio (Yap & Firnanti, 2019). *Return Saham* merujuk pada tingkat pengembalian yang mencakup keuntungan atau kerugian yang dialami oleh seorang investor selama periode tertentu (Yap & Firnanti, 2019). *Return Saham* dapat berasal dari dividen, yakni pendapatan perusahaan yang diberikan kepada investor dalam bentuk uang tunai, saham, atau properti, serta dari *capital gain* yang merupakan selisih antara harga beli dan harga jual saham (Yap & Firnanti, 2019).

2.4 Kaitan antar variabel dan Hipotesis Penelitian

Dari hasil literatur dan penelitian terdahulu maka dapat ditarik hipotesis yaitu:

2.4.1 Pengaruh struktur modal terhadap *return* saham

Tingkat hutang perusahaan yang tinggi dapat menyebabkan resiko bagi investor karena perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya kepada investor sedangkan tingkat hutang yang rendah dapat meningkatkan keamanan bagi investor. Investor lebih menyukai pendanaan internal karena memberikan stabilitas keuangan pada perusahaan tanpa menimbulkan beban tambahan dari utang. Hal ini berjalan sesuai dengan teori Pecking Order, dimana perusahaan cenderung memilih pendanaan internal terlebih dahulu, diikuti oleh utang berisiko rendah, dan baru terakhir menggunakan ekuitas sebagai opsi terakhir.

Menurut Reswari & Hasnawati (2023), Struktur modal yang didominasi oleh hutang berdampak negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Semakin tinggi rasio utang terhadap ekuitas (DER), semakin rendah harga sahamnya. Perusahaan dengan DER tinggi memiliki biaya utang besar dan risiko solvabilitas yang tinggi, sehingga investor cenderung menghindari saham dengan DER tinggi (Reswari & Hasnawati, 2023). Pendanaan yang dominan menggunakan hutang dapat meningkatkan keuntungan perusahaan pada awalnya, namun pada akhirnya dapat menurunkan *return* saham (Marlisa et al., 2021).

H1. Struktur modal berpengaruh terhadap *return* saham.

2.4.2 Pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas

Tingkat hutang perusahaan yang tinggi membuat beban hutang yang harus dibayar perusahaan besar sehingga akan membuat profitabilitas menurun sedangkan tingkat hutang perusahaan yang rendah/tidak ada membuat beban hutang yang harus dibayar perusahaan kecil/tidak ada sehingga akan membuat profitabilitas meningkat. Akan tetapi penggunaan hutang dapat membuat perusahaan lebih fleksibel untuk melakukan ekspansi bisnis sehingga akan meningkatkan pendapatan yang pada akhirnya dapat meningkatkan profitabilitas.

Menurut Herciu & Ogrea (2017), Profitabilitas perusahaan dapat ditingkatkan melalui penggunaan struktur kewajiban dan ekuitas yang optimal. Setiap perusahaan harus dapat menemukan struktur modal optimalnya sendiri dengan menggabungkan berbagai sumber pembiayaan untuk meningkatkan profitabilitasnya secara efektif (Herciu & Ogrea, 2017). Jika struktur modal perusahaan didominasi oleh pinjaman, maka beban bunga yang harus

ditanggung perusahaan akan meningkat, mengakibatkan penurunan profitabilitas yang diperoleh (Santosa et al., 2022).

H2. Struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas.

2.4.3 Pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham

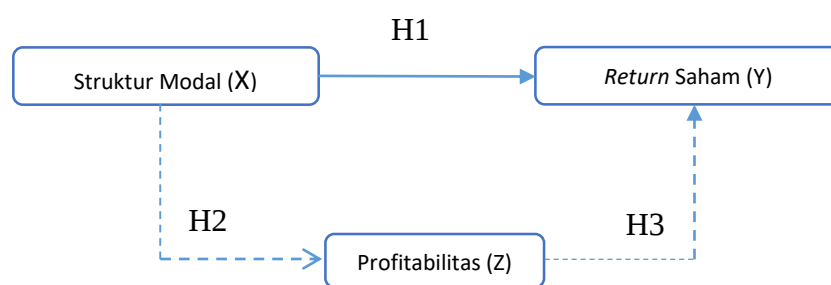
Investor cenderung menginginkan perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi karena menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang cukup untuk memberikan pengembalian investasi yang baik. Perusahaan dengan profitabilitas yang meningkat, harga sahamnya cenderung naik karena investor melihat prospek pertumbuhan yang positif sedangkan perusahaan dengan profitabilitas yang menurun, harga sahamnya cenderung turun karena investor khawatir dengan prospek pertumbuhan perusahaan.

Menurut Setiabudhi (2022), Profitabilitas berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap harga saham. Dampak positif dan signifikan ini muncul karena tingginya kepercayaan investor bahwa perusahaan mampu maksimalkan potensi asetnya, yang berdampak pada laba bersih yang tinggi (Setiabudhi, 2022). Hal ini meningkatkan minat investor untuk berinvestasi, sehingga harga saham akan naik. Naiknya tingkat profitabilitas berbanding lurus terhadap harga saham perusahaan (Wibowo et al., 2017).

H3. Profitabilitas berpengaruh terhadap *return* saham.

2.5 Kerangka Berpikir

Gambar 2.1 Kerangka Berpikir



Terdapat satu variabel bebas (*independent*), satu variabel mediasi (*intervening*), dan satu variabel terikat (*dependent*) dalam penelitian ini, yaitu variabel *independent* (struktur modal), variabel *intervening* (profitabilitas), dan variabel *dependent* (*return* saham).