

2. LANDASAN TEORI

2.1. Struktur Modal

Abor (2005) menjelaskan struktur modal merupakan kombinasi spesifik antara hutang dan ekuitas yang digunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Penentuan struktur modal merupakan hal penting untuk diperhatikan karena keterkaitan yang sangat erat antara penentuan struktur modal dengan faktor-faktor keputusan keuangan lainnya. Penentuan struktur modal yang tepat akan menjamin keberlangsungan pendanaan suatu perusahaan untuk bertumbuh dan bersaing dalam dunia bisnis. Perubahan proporsi pada komponen modal akan mempengaruhi biaya modal perusahaan dan pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Dalam pengambilan keputusan sehari-hari, manajer keuangan seharusnya membuat keputusan penentuan struktur modal yang disesuaikan dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai intrinsik perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2010). Manajer keuangan berperan untuk memastikan dengan adanya *cost of capital* yang rendah dapat memaksimalkan kekayaan perusahaan. Oleh karena itu, dalam kondisi ideal, manajemen akan mempertimbangkan struktur modal tertentu yang dinilai optimal untuk mendukung keberadaan dan kinerja perusahaan. Keputusan penentuan struktur modal yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya berpengaruh langsung terhadap penurunan profitabilitas perusahaan, dan lebih jauh lagi juga tidak menutup kemungkinan dapat mengakibatkan perusahaan mengalami kondisi *financial distress* bahkan kebangkrutan (Brigham & Houston, 2012). Pendanaan terhadap kebutuhan operasional perusahaan memerlukan pertimbangan yang tepat dalam pemilihan komposisi dan sumber modal secara cermat baik sifat dan biaya dari sumber modal yang akan dipilih, karena masing-masing sumber modal tersebut memiliki efek finansial yang berbeda.

Keputusan penentuan struktur modal perusahaan mencakup pertimbangan, apakah perusahaan akan menggunakan sumber internal perusahaan atau eksternal perusahaan. Sumber pendanaan internal diperoleh dari laba ditahan

yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan. Jika perusahaan menggunakan modal yang berasal dari sumber internal perusahaan, maka tidak diperlukan biaya yang dikeluarkan perusahaan. Sedangkan sumber pendanaan eksternal merupakan sumber pendanaan yang berasal dari luar lingkungan perusahaan seperti hutang, obligasi atau penerbitan saham ke publik (Brigham & Houston, 2012). Penggunaan sumber modal yang berasal dari hutang mengakibatkan perusahaan harus membayar biaya hutang berupa bunga. Namun, manfaat yang akan diperoleh perusahaan dari penggunaan hutang yaitu adanya penghematan pajak. Penggunaan sumber modal yang berasal dari penerbitan saham ke publik mengharuskan perusahaan membayar biaya modal berupa dividen.

Konsep struktur modal berkaitan erat dengan *leverage* atau pengukuran rasio hutang (Rajan & Zingales, 1995), karena jumlah *leverage* pada struktur modal perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut Rajan & Zingales (1995) *leverage* dapat diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap total asset, yang dapat digunakan sebagai proksi terkait sisa asset yang masih tersisa milik para pemegang saham jika terjadi proses likuidasi. *Financial leverage* atau *leverage* digunakan sebagai tolok ukur risiko keuangan perusahaan yang menyatakan tingkat hutang yang dimiliki perusahaan. Mustapha, Ismail, dan Minai (2011) menjelaskan bahwa *leverage* dapat diukur dengan rasio hutang yang mencerminkan total hutang, baik dalam jangka pendek atau jangka panjang. Hutang jangka pendek di negara berkembang mewakili porsi yang signifikan dari total hutang perusahaan (Sheikh & Wang, 2011). Struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *debt to asset ratio*, *debt to equity ratio*, *long-term debt to total asset*, dan *short-term debt to total asset*.

Terkait penentuan struktur modal perusahaan, terdapat teori yang dianggap relevan untuk mendukung penentuan keputusan struktur modal. *Traditional Capital Structure Theory*, *Modigliani-Miller Theory*, *Trade-Off Theory*, *Pecking Order Theory*, *Signaling Theory*, dan *Agency Theory* menjelaskan bagaimana perusahaan membuat keputusan yang berhubungan dengan struktur modal.

2.1.1 *Traditional Capital Structure Theory*

Menurut Sudana (2011) pendekatan tradisional merupakan teori yang mengemukakan bahwa terdapat struktur modal optimal dan perusahaan dapat meningkatkan nilai total perusahaan dengan menambah jumlah hutang tertentu. Penggunaan hutang yang semakin besar, awalnya akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan nilai perusahaan.

Penggunaan hutang yang melampaui jumlah tertentu mengakibatkan tingkat kapitalisasi saham meningkat melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang, sehingga biaya modal perusahaan naik. Meningkatnya biaya modal perusahaan juga dipicu oleh terjadinya peningkatan biaya hutang karena risiko yang dihadapi oleh kreditor semakin besar sejalan dengan bertambahnya jumlah hutang yang digunakan oleh perusahaan. Walaupun pemegang saham meningkatkan tingkat kapitalisasi saham karena meningkatnya risiko bagi pemegang saham, peningkatan tersebut tidak melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang yang biayanya lebih murah.

Secara umum, teori tradisional atau teori klasik menyatakan bahwa terdapat struktur modal yang optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara meminimalkan biaya modal rata-rata.

2.1.2 *Modigliani-Miller Theory*

Teori MM terdiri dari teori MM tanpa pajak yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan antara nilai perusahaan yang berhutang maupun tidak, sedangkan teori MM dengan pajak menjelaskan adanya perbedaan nilai perusahaan yang signifikan antara perusahaan yang berhutang maupun tidak.

Modigliani & Miller (1958) merupakan pelopor dalam menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, dengan asumsi pasar modal yang sempurna. Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa pendekatan tradisional adalah tidak benar. Mereka menunjukkan kemungkinan adanya proses arbitrase yang akan membuat harga saham (atau nilai perusahaan) yang tidak menggunakan hutang maupun yang menggunakan hutang, akhirnya sama.

Dalam asumsi pasar modal yang sempurna, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau yang sering disebut sebagai *capital structure*

irrelevance principle. Asumsi yang digunakan dalam teori ini antara lain (Brigham & Houston, 2012) :

1. Tidak terdapat *agency cost*.
2. Tidak ada pajak perseorangan maupun perusahaan.
3. Saham dan obligasi diperdagangkan pada pasar modal yang sempurna, artinya tidak ada biaya perantara (*brokerage cost*) dan para investor (individu maupun perseroan) dapat berhutang pada tingkat suku bunga yang sama dengan perusahaan.
4. Semua investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai prospek perusahaan di masa depan, artinya investor mempunyai ekspektasi yang homogen mengenai laba perusahaan di masa depan dan juga mengenai tingkat risiko laba perusahaan.
5. Hutang bersifat bebas risiko, baik bagi perusahaan maupun investor. Dengan demikian, tingkat suku bunga atas semua hutang merupakan tingkat suku bunga bebas risiko. Dengan kata lain, tidak ada biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*).
6. Semua arus kas bersifat *perpetual*, yaitu semua perusahaan mengharapkan atau memperkirakan pertumbuhan nol (*zero growth*), sehingga memiliki EBIT yang konstan, dan semua obligasi juga bersifat *perpetual*. Dengan kata lain, *earning before interest and taxes* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan dari hutang.
7. Investor merupakan *price taker*.
8. Jika suatu perusahaan mengalami kebangkrutan, maka aset perusahaan dapat dijual pada harga pasar.

Karena asumsi-asumsi yang dikemukakan terlihat tidak realistis apabila dipraktikkan dalam keputusan pendanaan, misalnya saja asumsi tidak adanya biaya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan dalam suatu perusahaan akibat berhutang akan tetap ada, jika manfaat berhutang yang diperoleh perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan biaya yang harus dibayarkan, bahkan akan mengakibatkan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan yang mengarah kepada kebangkrutan. Biaya kebangkrutan akan cenderung meningkat seiring dengan bertambahnya hutang tanpa disertai peningkatan kemampuan membayar

biaya hutang dari perusahaan. Selain itu, adanya asimetri informasi antara manajemen dan investor juga menyebabkan perusahaan tidak dapat memprediksi bagaimana kondisi perusahaan di masa depan. Pendapat MM ini banyak mendapat kritikan dari beberapa ahli dan hanya dipandang sebagai permulaan munculnya teori modern terkait struktur modal.

Oleh karena itu, Modigliani & Miller (1963) kembali meneliti pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan menggunakan asumsi adanya pajak. Perusahaan memiliki keuntungan dalam menggunakan hutang daripada menggunakan modal internal, karena mendapatkan penghematan pajak dari bunga yang dibayarkan, sehingga memungkinkan perusahaan untuk membayar pajak lebih rendah dari yang seharusnya. Jadi, teori MM dengan asumsi pajak menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan meningkatnya penggunaan hutang. Biaya bunga hutang dapat mengurangi besar pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan, sehingga akan semakin besar porsi pendapatan yang menjadi bagian investor.

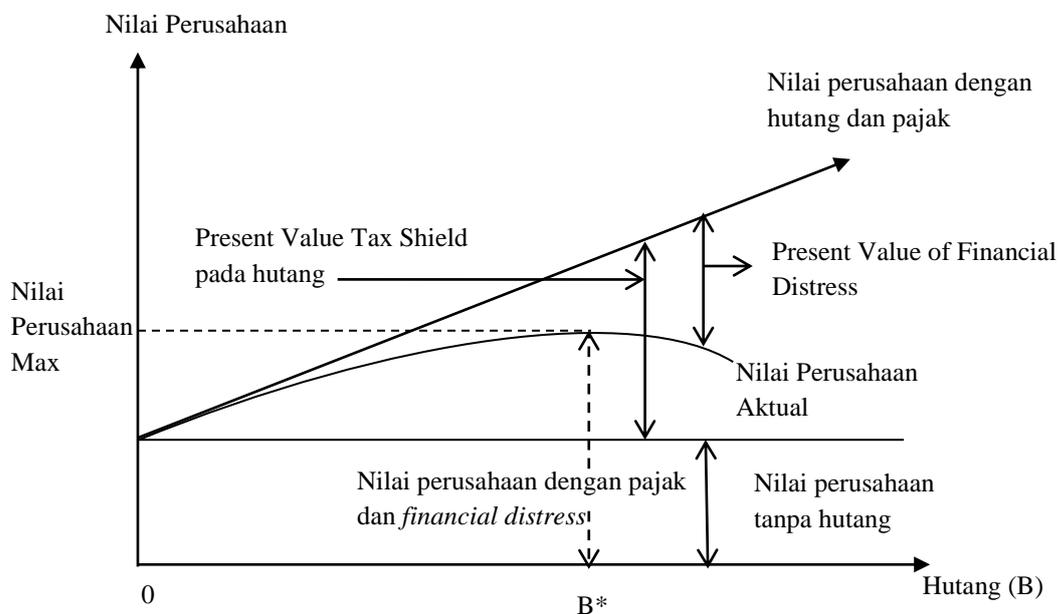
2.1.3 Trade-off Theory

Trade-off theory dicetuskan oleh Kraus & Litzenberger (1973) yang menekankan pada keseimbangan antara manfaat penggunaan hutang melalui penghematan pajak dan biaya kebangkrutan yang ditimbulkan akibat penggunaan hutang sebagai upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan (dalam Sudana, 2011). Perusahaan perlu untuk mempertimbangkan manfaat dan biaya yang ditimbulkan dari penggunaan hutang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan, tetapi peningkatan tersebut hanya sampai pada titik optimal tertentu. Apabila melewati titik optimal tersebut, maka besar biaya kebangkrutan akan melebihi besar manfaat pajak yang diterima yang berarti penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan. Menurut *trade-off theory*, struktur modal yang optimal akan tercapai jika terjadi keseimbangan (*trade-off*) antara manfaat penghematan pajak dari bunga hutang dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress cost*) yang ditimbulkan.

Dalam dunia nyata, perusahaan tidak hanya akan mempertimbangkan peningkatan nilai yang berasal dari penghematan pajak dari adanya penggunaan

hutang, tetapi juga akan mempertimbangkan adanya biaya kebangkrutan yang bertambah seiring meningkatnya penggunaan hutang. Biaya kebangkrutan adalah biaya yang terjadi karena perusahaan mengalami kegagalan pembiayaan dengan probabilitas lebih besar dari nol. Salah satu biaya kebangkrutan yaitu biaya likuidasi, yang merupakan hilangnya nilai perusahaan diakibatkan oleh adanya likuidasi aset bersih perusahaan. Contoh biaya kebangkrutan lainnya adalah biaya *financial distress*, yang merupakan biaya suatu perusahaan yang ditimbulkan apabila para *stakeholder* meyakini bahwa perusahaan akan berhenti beroperasi.

Pengaruh penggunaan hutang dalam struktur modal terhadap nilai perusahaan jika terdapat pajak dan biaya kebangkrutan dapat terlihat dari gambar di bawah ini (Sudana, 2011).



Gambar 2.1. Pengaruh Penggunaan Hutang terhadap Nilai Perusahaan
Jika Ada Pajak dan Biaya Kebangkrutan
Sumber : Sudana (2011, p.152)

Gambar di atas menunjukkan jika ada pajak dan biaya kebangkrutan, maka jumlah hutang yang semakin banyak dibandingkan dengan modal sendiri (B) awalnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan pengaruh penghematan pajak berkontribusi lebih besar dalam meningkatkan nilai perusahaan daripada pengaruh biaya kebangkrutan yang berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Namun, jika penggunaan hutang dibandingkan

dengan modal sendiri melampaui titik tertentu (B^*), penggunaan hutang yang semakin besar dibandingkan modal sendiri akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai ini disebabkan pengaruh penghematan pajak yang meningkatkan nilai perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan pengaruh biaya kebangkrutan yang menurunkan nilai perusahaan. Dengan demikian, jika ada pajak dan biaya kebangkrutan akan terjadi struktur modal yang optimal, yaitu struktur modal (B^*) yang menghasilkan nilai perusahaan yang maksimal.

Model *trade-off theory* ini memberikan tiga kontribusi penting (Atmaja, 2008), yaitu :

- Perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi variabilitas keuntungannya akan memiliki probabilitas *financial distress* yang besar, jadi perusahaan tersebut harus menggunakan sedikit hutang.
- Perusahaan yang menggunakan aktiva tetap yang khas (tidak umum), aktiva yang tidak nampak (*intangible assets*) dan kesempatan bertumbuh akan kehilangan banyak nilai jika terjadi *financial distress*, jadi seharusnya perusahaan menggunakan sedikit hutang.
- Perusahaan yang membayar pajak yang tinggi (dikenai tingkat pajak yang besar) sebaiknya menggunakan hutang yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang membayar pajak yang rendah (tingkat pajak rendah).

Namun, dalam penerapannya tidak mudah menentukan struktur modal yang optimal bagi suatu perusahaan karena dalam penentuan keputusan struktur modal tidak hanya mempertimbangkan pajak dan biaya kebangkrutan saja. Keputusan struktur modal juga dipengaruhi oleh faktor-faktor lainnya, seperti sikap pihak manajemen dalam menghadapi risiko, kondisi ekonomi, jenis perusahaan, serta struktur aktiva perusahaan (Sudana, 2011).

2.1.4 Pecking Order Theory

Myers & Majluf (1984) serta Myers (1984) menjelaskan bahwa *pecking order theory* merupakan teori yang menjelaskan adanya hirarki pendanaan yang dilakukan perusahaan yaitu pertama kali menggunakan pendanaan internal, kemudian jika diperlukan akan menggunakan pendanaan eksternal. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dari hasil operasional perusahaan, dan apabila

pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), kemudian apabila masih belum mencukupi, saham baru akan diterbitkan, hal ini disebabkan karena adanya asimetri informasi antara potensial investor dan perusahaan. Adanya informasi asimetris mengasumsikan manajemen perusahaan mengetahui nilai sebenarnya dari suatu perusahaan dibandingkan pihak luar perusahaan.

Empat asumsi mengenai perilaku keuangan perusahaan yang diajukan Myers (1984) dalam *pecking order theory*, antara lain :

1. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang sukar. Manajer akan berusaha untuk mempertahankan pembayaran dividen dengan jumlah yang konstan karena adanya fluktuasi sementara pada laba perusahaan.
2. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal berupa laba ditahan dan penyusutan dibandingkan pendanaan eksternal berupa hutang dan ekuitas.
3. Apabila perusahaan memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan terlebih dahulu memilih surat berharga yang paling aman.
4. Apabila perusahaan memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih berdasarkan urutan hutang yang sangat aman, hutang yang berisiko, *convertible securities*, saham preferen, dan saham biasa.

Myers & Majluf (1984) menambahkan dua asumsi pada *pecking order theory*, yaitu :

1. *Asymmetric information* yaitu kondisi manajer memiliki informasi yang jauh lebih baik terkait laba dan kesempatan investasi perusahaan dibandingkan investor luar.
2. Manajer bertindak demi kepentingan pemegang saham yang ada.

Masalah informasi asimetris dapat teratasi dengan baik, jika perusahaan tidak menerbitkan ekuitas baru dan hanya menggunakan saldo laba ditahan/*retained earnings* untuk mendukung kesempatan investasi. Penerbitan ekuitas baru membutuhkan biaya yang jauh lebih mahal, karena timbulnya peningkatan informasi asimetris antara pihak internal dan eksternal perusahaan. Dana yang diperlukan untuk keperluan administrasi, pengurusan legalitas, dan lain

sebagainya yang mahal mengakibatkan modal ekuitas eksternal kurang diminati dibandingkan penggunaan hutang.

Perusahaan dengan masalah informasi asimetris yang cukup besar sebaiknya menggunakan hutang untuk menghindari penjualan saham yang *undervalue*. Jika perusahaan menerbitkan saham, berarti perusahaan mengalami *overvalued* dan jika menerbitkan hutang berarti mengalami *undervalued* (Sudana, 2011). Investor akan menduga saham perusahaan *overvalued*, jika perusahaan menerbitkan saham, dan investor tidak akan membeli saham sampai terjadinya penurunan harga saham untuk mengurangi keuntungan dari perusahaan penerbit saham. Jika demikian, tidak ada perusahaan yang tertarik untuk menerbitkan saham. Hasil tersebut menyiratkan bahwa semua perusahaan sebaiknya menerbitkan hutang. Hal ini sejalan dengan pernyataan Modigliani-Miller (MM), bahwa : pertama, dalam dunia tanpa pajak, perusahaan adalah *indifference* terhadap keputusan struktur modal, artinya perusahaan dibelanjai dengan hutang ataupun saham tidak ada bedanya. Kedua, dalam dunia dengan pajak tetapi tidak ada risiko kebangkrutan, semua perusahaan sebaiknya menggunakan 100% hutang.

Oleh karena itu, dana internal lebih disukai karena memungkinkan perusahaan untuk dapat mengontrol secara penuh sistem perusahaan tanpa adanya campur tangan dari pemodal eksternal dan tidak memerlukan biaya transaksi. Sedangkan dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai disebabkan karena biaya emisi obligasi akan lebih murah dibandingkan biaya emisi saham baru dan penerbitan saham baru dapat berisiko menurunkan harga saham lama (Husnan, 1996).

Sudana (2011) menjelaskan bahwa *pecking order theory* memberikan dua aturan bagi dunia praktik, yaitu:

1. Menggunakan pendanaan internal

Hutang perusahaan dapat mengalami gagal bayar, oleh karena itu jika sahamnya *overvalued* maka manajer akan cenderung menerbitkan saham, dan jika surat hutangnya juga *overvalued* maka manajer cenderung menerbitkan hutang. Manajer memandang hutang dan sahamnya *overvalued* kemungkinan pada saat yang bersamaan. Jika masyarakat beranggapan bahwa perusahaan

memiliki prospek yang baik dan melihat hutang perusahaan mendekati bebas risiko, tetapi manajer justru melihat adanya hambatan ke depan yang memungkinkan besar timbulnya gagal bayar hutang, maka investor kemungkinan akan ragu-ragu dalam menilai penerbitan hutang maupun penerbitan saham. Agar manajer dapat menyelesaikan permasalahan ini dapat dilakukan dengan cara mendanai proyek menggunakan laba ditahan.

2. Menerbitkan sekuritas yang risikonya kecil dan aman

Kekhawatiran investor salah menentukan harga saham jauh lebih besar dibandingkan harga hutang. Menurut investor, hutang perusahaan memiliki risiko yang relatif kecil dibandingkan dengan saham, karena jika kesulitan keuangan perusahaan dapat dihindari, investor masih menerima pendapatan yang tetap. Oleh karena itu, secara tidak langsung *pecking order theory* menyatakan bahwa jika sumber dana dari luar perusahaan diperlukan, pertamanya perusahaan menerbitkan hutang kemudian jika pendanaan masih diperlukan akan diterbitkan saham. Karena ada berbagai macam hutang, manajer perusahaan sebaiknya terlebih dahulu menerbitkan surat hutang sebelum menerbitkan surat hutang yang bisa dikonversikan.

Implikasi terkait *pecking order theory* dibandingkan *trade-off theory* menurut Sudana (2011) antara lain :

1. Tidak ada target jumlah hutang dalam *pecking order theory*

Trade-off theory menyatakan bahwa setiap perusahaan akan menyeimbangkan manfaat hutang, seperti penghematan pajak, dengan biaya hutang, atau biaya kesulitan keuangan. Jumlah hutang yang optimal dikatakan tercapai ketika manfaat marginal hutang sama dengan biaya marginal hutang. Sebaliknya, *pecking order theory* tidak menyatakan adanya jumlah target hutang. Rasio penggunaan hutang masing-masing perusahaan berbeda berdasarkan kebutuhan pendanaannya. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba akan menurunkan persentase penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Pendanaan proyek dengan sumber dana internal akan meningkatkan nilai buku dan nilai pasar ekuitas, sedangkan tambahan proyek yang didanai dengan hutang akan meningkatkan persentase penggunaan hutang. Namun, kapasitas penggunaan hutang perusahaan yang terlampaui sampai titik tertentu akan mendorong

perusahaan untuk menerbitkan saham. Secara kebetulan jumlah hutang ditentukan oleh proyek yang ada. Perusahaan tidak diarahkan untuk mencapai rasio hutang dengan modal pada tingkat tertentu.

2. Perusahaan yang menguntungkan menggunakan hutang lebih sedikit

Perusahaan yang menguntungkan akan lebih banyak dalam menghasilkan kas internal, sehingga mengurangi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Arus kas dari perusahaan yang semakin besar dalam menghasilkan laba akan meningkatkan kapasitas hutang perusahaan tersebut. Perusahaan tersebut akan menggunakan kapasitas hutangnya untuk memperoleh penghematan pajak dan manfaat penggunaan hutang lainnya. Dengan kata lain, terdapat pengaruh negatif antara hutang dan profitabilitas.

3. Perusahaan menyukai kelonggaran finansial

Pecking order theory didasarkan pada kesulitan dalam memperoleh pendanaan dengan biaya yang rasional. Masyarakat skeptis berpikir suatu saham *overvalued* jika manajer cenderung menerbitkan saham lebih banyak, sehingga mengakibatkan penurunan harga saham. Oleh karena itu, manajer mengandalkan pendanaan melalui hutang obligasi. Namun, perusahaan hanya dapat menerbitkan lebih banyak hutang sebelum biaya yang dikeluarkan melampaui potensi biaya kesulitan keuangan perusahaan (terdapat kapasitas hutang). Perusahaan melakukan akumulasi kas sekarang karena perusahaan harus mendanai proyek yang menguntungkan di masa yang akan datang. Ketika proyek investasi dimulai, perusahaan tidak didorong untuk masuk pasar modal. Akan tetapi terdapat batas jumlah kas yang akan diakumulasi oleh perusahaan. Semakin banyak arus kas bebas mengakibatkan manajer melakukan aktivitas yang tidak efisien.

2.1.5 *Signaling Theory*

Signaling theory dikembangkan oleh Ross (1977) yang didasarkan pada adanya informasi asimetris antara manajer dan investor luar. Manajer yang dianggap memiliki informasi yang lebih baik terkait perusahaan akan berusaha untuk menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar, agar harga saham perusahaan meningkat. Akan tetapi, investor tidak akan mudah percaya terhadap

reliabilitas informasi tersebut, sehingga upaya manajer untuk menyalurkan informasi tersebut dilakukan melalui pemberian sinyal melalui kebijakan yang tidak dapat ditiru oleh pesaing kepada investor. Sinyal menurut literatur keuangan merupakan suatu tindakan yang akan membebani perusahaan pemberi sinyal suatu biaya yang besar untuk dapat membuat orang luar yang kekurangan informasi menjadi percaya terhadap apa yang disampaikan (Arifin, 2005).

Signaling theory menjelaskan bahwa penggunaan porsi hutang yang lebih besar dalam struktur modal menjadi suatu sinyal adanya *good news*, yaitu keyakinan manajer terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang sehingga menyebabkan harga saham perusahaan akan meningkat. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dan mampu menghasilkan laba cenderung meningkatkan jumlah hutangnya, karena tambahan pembayaran bunga akan diimbangi dengan laba sebelum pajak. Sebaliknya, perusahaan yang memprediksi perolehan laba yang rendah akan cenderung menggunakan tingkat hutang yang rendah dan lebih memilih menggunakan ekuitas.

Hutang perusahaan yang tinggi akan cenderung menghadapi kesulitan keuangan. Semakin sukses suatu perusahaan, kecenderungan menggunakan lebih banyak hutang meningkat. Perusahaan dapat menggunakan tambahan bunga untuk mengurangi pajak dari laba perusahaan yang semakin besar. Tambahan hutang hanya meningkatkan sedikit risiko kebangkrutan bagi perusahaan yang memiliki sistem pembiayaan yang aman. Dengan kata lain, perusahaan yang rasional akan menambah hutang jika tambahan hutang dapat meningkatkan laba (Sudana, 2011).

Investor yang rasional memandang peningkatan nilai perusahaan berasal dari penggunaan hutang yang tinggi (Sudana, 2011). Investor tersebut akan memandang hutang sebagai sinyal dari nilai perusahaan, dan mungkin akan menawarkan harga saham yang lebih tinggi setelah perusahaan menerbitkan hutang untuk membeli kembali saham yang beredar. Jadi, peningkatan hutang akan berimplikasi pada peningkatan kualitas dan peningkatan *cash flow* di masa depan (Ross, 1977).

2.1.6 *Agency Theory*

Agency theory mengasumsikan bahwa manajer sebagai agen perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Namun, konflik potensial antara manajer dan pemegang saham terjadi jika manajer dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Manajer bertugas untuk mengelola perusahaan guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham, tetapi justru berkonsentrasi pada pencapaian keuntungan yang tinggi yang dapat meningkatkan penghargaan dan insentif yang akan diperoleh manajer, kemudian barulah manajer berkonsentrasi pada keuntungan pemegang saham. Para pemegang saham hanya akan memperdulikan risiko sistematis saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portfolio yang telah terdiversifikasi dengan baik. Sebaliknya, manajer lebih memperdulikan risiko keseluruhan perusahaan, hal ini juga memicu terjadinya konflik dalam keputusan pendanaan antara manajer dan pemegang saham.

Adanya konflik potensial tersebut dapat diminimalisasi, tetapi akan membutuhkan biaya yang dikenal sebagai *agency cost*. Peningkatan penggunaan hutang dapat menekan manajer untuk menghasilkan dan mengeluarkan dana tunai, yang dikarenakan adanya pembayaran bunga hutang, sehingga manajer tidak dapat membelanjakan untuk proyek-proyek yang kurang penting. Dengan demikian, pembayaran bunga hutang akan mengurangi *cash flow* yang ada, sehingga penggunaan hutang dapat mengurangi *agency cost*.

Peningkatan kinerja perusahaan yang disebabkan penggunaan hutang akan memberikan keuntungan bagi manajemen maupun pemegang saham. Pemegang saham akan memperoleh keuntungan berupa apresiasi saham dan dividen, sedangkan manajemen akan memperoleh keuntungan berupa bonus yang akan diterima. Sebaliknya penurunan kinerja perusahaan yang diakibatkan penggunaan hutang akan lebih berdampak bagi pemegang saham dibandingkan manajemen, dikarenakan pemegang saham akan mengalami kerugian karena adanya depresiasi saham, penurunan atau hilangnya pembagian dividen, sementara manajemen hanya akan mengalami penurunan jumlah bonus yang akan diperoleh, disamping penerimaan jumlah gaji yang konstan.

2.2. Karakteristik Perusahaan

Karakteristik perusahaan menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) merupakan sifat-sifat khas suatu perusahaan yang sesuai dengan kegiatan utama yang diselenggarakan oleh perusahaan tersebut. Karakteristik perusahaan tidak pernah didefinisikan secara spesifik dikarenakan banyaknya komponen yang termasuk di dalamnya dan setiap perusahaan memiliki komponen yang berbeda-beda (Charita, 2008).

Menurut Moini (1992) dalam Prasanti (2011) menyatakan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap perilaku ekspor dan kinerjanya telah menjadi fokus dari beberapa penelitian, ukuran jumlah tenaga kerja sering dikategorikan sebagai bagian dari karakteristik perusahaan dan diyakini dapat mempengaruhi kinerja baik langsung atau tidak langsung. Dari hasil penelitian tersebut diperoleh hasil adanya hubungan yang signifikan dan positif antara ukuran perusahaan dan kinerja ekspor.

Menurut penelitian terdahulu yang telah dilakukan, komponen karakteristik perusahaan lainnya dapat diukur dengan biaya hutang, biaya keagenan, risiko bisnis, ukuran perusahaan, kebijakan dividen, profitabilitas, likuiditas, dan kepemilikan institusional (Eriotis, 2007). Berdasarkan penelitian empiris yang telah dikembangkan di negara berkembang menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan memiliki dampak yang berbeda-beda terhadap penggunaan jenis hutang tertentu (Pandey, 2001). Dalam penelitian ini digunakan ukuran perusahaan dan likuiditas sebagai indikator karakteristik perusahaan.

2.2.1 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan merupakan salah satu pemerkiraan (*proxy*) dari kemungkinan kebangkrutan, karena total aktiva atau penjualan yang umumnya digunakan menjadi indikator ukuran, memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap kelangsungan hidup (kebangkrutan) suatu perusahaan (Charita, 2008). Menurut Pandey (2001) ukuran perusahaan dapat diklasifikasikan sebagai karakteristik perusahaan dan dipertimbangkan sebagai variabel penjelas yang potensial dalam membedakan penentuan penggunaan hutang diantara perusahaan (Eriotis, 2007). Prasanti (2011) menambahkan bahwa ukuran perusahaan

menunjukkan besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari tingkat penjualan yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam memperoleh dana yang dibutuhkan.

Semakin besar suatu perusahaan akan cenderung mempergunakan diversifikasi pendanaan (Titman & Wessels, 1988). Perusahaan yang memiliki kemampuan mendiversifikasi pendanaan dengan baik akan mengalami kesulitan keuangan dan kebangkrutan yang lebih kecil (Rajan & Zingales, 1995). Perusahaan tersebut diharapkan memiliki biaya penerbitan hutang atau saham yang lebih rendah. Sedangkan perusahaan yang kecil akan cenderung mempergunakan porsi hutang jangka panjang yang jauh lebih sedikit dan lebih banyak menggunakan hutang jangka pendek dikarenakan adanya konflik pemegang saham dan pemberi pinjaman (Titman & Wessels, 1988).

Dalam penelitian ini, karakteristik perusahaan diukur menggunakan *firm size* (ukuran perusahaan) yaitu logaritma natural dari penjualan (Raheman, Zulfiqar, & Mustafa, 2007). Ukuran perusahaan diukur dari penjualan untuk menggambarkan kenaikan atau penurunan penjualan setiap tahun, selain itu penjualan dapat merefleksikan permintaan konsumen terhadap produk dan jasa suatu perusahaan (Kouser, Bano, Azeem, & Hassan, 2012). Semakin tinggi pendapatan penjualan perusahaan, maka semakin besar perusahaan tersebut (Prasanti, 2011).

2.2.2 Likuiditas

Rasio likuiditas merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendek tepat pada waktunya. Rasio ini juga dapat digunakan untuk mengukur likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan terhadap hutang lancarnya (Mamduh & Halim, 2000 dalam Prasanti, 2011). Dengan memperhatikan fungsi likuiditas tersebut, maka dapat diketahui terdapat pengaruh antara likuiditas dan modal kerja perusahaan. Pengelolaan modal kerja merupakan salah satu keputusan finansial yang penting terkait aktivitas operasional dan *asset* jangka pendek perusahaan.

Perusahaan yang dapat memenuhi kewajiban keuangannya tepat waktu menunjukkan kemampuan likuiditas yang baik dari perusahaan dan memiliki

aktiva lancar yang lebih besar dari pada hutang lancarnya. Terdapat tiga rasio yang dapat digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan menurut Kajanathan dan Achchuthan (Kajanathan & Achchuthan, 2013), yakni *current ratio*, *quick ratio*, dan *liquid ratio*. Dalam penelitian ini digunakan *current ratio* untuk mengukur likuiditas perusahaan.

Manajemen likuiditas sangat penting bagi pemilik perusahaan, manajemen perusahaan, maupun pihak luar perusahaan, seperti pihak kreditor atau penyedia dana bagi perusahaan, untuk menilai kinerja perusahaannya. Likuiditas suatu badan perusahaan akan sangat diperhatikan oleh kreditor jangka pendek (penyedia dana) dan *supplier* yang menyalurkan atau menjual barang dengan pembayaran angsuran kepada perusahaan. Bagi kreditor, pengukuran likuiditas merupakan jaminan untuk memberikan pinjaman selanjutnya, sedangkan bagi *supplier*, perhitungan likuiditas digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk menyetujui penjualan barang dagangan secara angsuran (Kasmir, 2008 dalam Mulianti, 2010). Likuiditas terkait struktur pendanaan perusahaan, oleh karena itu patut dipertimbangkan dalam penelitian terhadap struktur modal.

Kim, Mauer, & Sherman (1998) mengelompokkan faktor-faktor yang diperkirakan mempengaruhi likuiditas perusahaan, yaitu :

1. *Cash Flow Uncertainty*

Cash flow uncertainty atau ketidakpastian arus kas mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan tingkat likuiditas perusahaan. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat ketidakpastian arus kas yang tinggi akan cenderung melakukan investasi dalam aktiva yang likuid dengan jumlah yang besar.

2. *Current and Future Investment Opportunity*

Current and future investment opportunity merupakan kesempatan investasi yang dihadapi perusahaan sekarang maupun masa yang akan datang. Berkaitan dengan *current and future investment opportunity*, manajemen akan mempertimbangkan apakah jauh lebih baik melakukan investasi dalam bentuk aktiva tetap atau melakukan investasi dalam bentuk aktiva likuid.

3. *Transaction Demand for Liquidity*

Transaction demand for liquidity berkaitan dengan dana atau arus kas yang diperlukan perusahaan untuk keperluan transaksi. Hal ini juga merupakan faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan likuiditas perusahaan.

Masalah likuiditas merupakan salah satu masalah yang penting dan relatif sulit dipecahkan (Kim, Mauer, & Sherman, 1998). Dari sisi kreditur (pemberi pinjaman), perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi merupakan perusahaan yang baik, karena dana jangka pendek kreditur yang dipinjam oleh perusahaan mampu dijamin oleh asset lancar perusahaan yang berjumlah relative lebih banyak. Namun, jika dilihat dari sisi manajemen, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi mengindikasikan kinerja manajemen yang kurang baik dikarenakan adanya saldo kas yang menganggur, persediaan yang berlebihan, kebijakan kredit perusahaan yang kurang baik yang mengakibatkan adanya jumlah piutang yang tinggi. Semakin tinggi *current ratio* perusahaan, investor akan beranggapan bahwa perusahaan akan mempunyai perlindungan dari kerugian yang besar apabila terjadi kegagalan perusahaan (Helfert, 1996 dalam Habibi, 2010). Kelebihan aktiva lancar dibandingkan kewajiban lancar akan membantu melindungi klaim dikarenakan perusahaan memiliki persediaan yang dapat dicairkan melalui pelelangan atau tidak terdapat banyak masalah dalam penagihan piutang usaha. Dapat dikatakan bahwa semakin tinggi likuiditas, semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Masalah likuiditas merupakan *trade-off* yang selalu dihadapi manajer. Oleh karena itu, manajer dituntut untuk mampu merencanakan dan mengendalikan aktiva dan kewajiban lancar perusahaan sedemikian rupa sehingga dapat meminimalkan risiko ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi hutang jangka pendeknya.

Beberapa teori penting terkait likuiditas dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan antara lain :

1. *Transaction Theory*

Manajemen bisnis harus memperoleh informasi untuk mengamankan kepentingan pemegang saham. Biaya transaksi merupakan biaya yang

dikeluarkan untuk memperoleh informasi yang dibutuhkan. Mian & Smith (1992) menunjukkan bahwa sistem manajemen yang efisien ketika hasil yang diinginkan melampaui target yang sebenarnya (dalam Gull & Arshad, 2013). Perusahaan akan berinvestasi pada sumber daya yang diharapkan mampu memberikan keuntungan maksimal. Banyak perusahaan kecil memiliki marjin yang minimal atas investasi perusahaan terkait modal kerja. Perusahaan-perusahaan tersebut menginvestasikan jumlah yang sangat kecil pada modal kerja. Namun, beberapa perusahaan menginvestasikan sumber daya pada elemen tertentu dari modal kerja.

Menurut *transaction theory* perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pencapaian modal kerja yang optimal. Manajemen yang efektif dari sumber daya perusahaan akan mengarah pada profitabilitas perusahaan baik dari segi produktivitas maupun efisiensi.

2. *Agency Theory*

Agency theory mengasumsikan bahwa manajer sebagai agen perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Namun, konflik potensial antara manajer dan pemegang terjadi jika manajer dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Konflik potensial tersebut dapat diminimalisasi, tetapi akan membutuhkan biaya yang dikenal sebagai *agency cost*.

Myers & Majluf (1984) menjelaskan bahwa adanya informasi asimetris mengakibatkan perbedaan antara biaya pendanaan internal dan eksternal. Informasi yang tidak cukup akan menurunkan nilai pasar terhadap perusahaan, sehingga perusahaan akan memerlukan biaya yang lebih tinggi untuk memperoleh pendanaan eksternal. Penambahan biaya pendanaan menimbulkan hambatan dalam pendanaan (*financial constraint*) yang mengakibatkan modal kerja (*working capital*) menurun. Sehingga dapat disimpulkan bahwa modal kerja yang menurun mengakibatkan nilai perusahaan yang menurun.

2.2.2.1 *Current Ratio*

Menurut Investopedia, *current ratio* merupakan salah satu rasio likuiditas yang umum digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi

kewajiban jangka pendek, dengan asumsi bahwa semua aktiva lancar dikonversikan ke dalam kas. *Current ratio* dihitung dengan membagi aktiva lancar terhadap kewajiban lancar. Aktiva lancar meliputi kas, bank, surat-surat berharga, piutang, persediaan, biaya dibayar di muka, pendapatan yang masih harus diterima, pinjaman yang diberikan, dan aktiva lancar lainnya. Kewajiban lancar merupakan kewajiban yang perusahaan jangka pendek (maksimal satu tahun), yang terdiri dari hutang dagang, hutang bank satu tahun, hutang wesel, hutang gaji, hutang pajak, hutang dividen, biaya diterima di muka, hutang jangka panjang yang sudah hampir jatuh tempo, serta hutang jangka pendek lainnya.

Current ratio perusahaan yang menunjukkan angka positif (lebih besar dari 2) yang mengindikasikan *working capital* perusahaan masih positif dan masih mampu dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya dengan baik. *Current ratio* setinggi 2 bagi debitur merupakan angka minimum yang dapat diterima, karena bila debitur mengalami kesulitan memenuhi kewajiban yang telah jatuh tempo akan terpaksa menguangkan beberapa jenis aktiva lancarnya secara tergesa-gesa dengan harga jual yang terpaksa lebih rendah dibandingkan harga bukannya yang mengakibatkan penurunan harga aktiva lancar yang dicairkan pada umumnya masih cukup melunasi kewajiban jangka pendek perusahaan yang ada, apabila besarnya *current ratio* pada keadaan semula tidak lebih rendah dari dua (Reksoprajitno, 1993).

Current ratio berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas perusahaan. Nilai perusahaan akan meningkat maksimal jika terjadi kesesuaian *trade-off* antara profitabilitas dan likuiditas (Gull & Arshad, 2013). Apabila *current ratio* rendah maka menunjukkan kemampuan likuiditas perusahaan yang buruk, tetapi apabila rasio ini tinggi belum tentu menunjukkan likuiditas perusahaan yang baik, dikarenakan dalam *current ratio* masih terdapat unsur persediaan dan piutang yang terkadang sulit ditagih atau dijual cepat.

2.3. Pertumbuhan Perusahaan (*Firm Growth*)

Pada dasarnya tingkat pertumbuhan perusahaan menggambarkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan pihak internal (manajemen) dan pihak eksternal (investor dan kreditor) perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan akan mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Cheng, Liu, & Chien (2010) menambahkan bahwa pertumbuhan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Pertumbuhan suatu perusahaan akan bergantung pada peluang investasi yang dapat dilaksanakan perusahaan itu sendiri yang diharapkan meningkatkan nilai perusahaan.

Perusahaan dengan kesempatan untuk tumbuh merupakan perusahaan yang memiliki kapasitas ekspansi yang relatif besar, memiliki kesempatan mengembangkan produk baru, memiliki kesempatan mengambil alih perusahaan lainnya, dan mampu memelihara dan mengganti aktiva perusahaan (Mason & Merton, 1985). Manajemen yang memiliki sasaran mengejar pertumbuhan perusahaan, maka pihak manajemen dan pemegang saham akan cenderung untuk lebih menyukai perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi (Jung, Kim, & Stulz, 1996). Myers (1984) berpendapat bahwa perusahaan dengan potensi pertumbuhan akan cenderung mempergunakan hutang dalam jumlah yang relative sedikit. Pertumbuhan mengakibatkan adanya variasi nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini, *firm growth* diukur dari persentase perubahan total *asset* tahun yang diteliti dan tahun sebelumnya (Mohamad & Abdullah, 2012). Pertumbuhan dalam penelitian ini menggunakan pertumbuhan total *asset* yang menggambarkan adanya kenaikan atau penurunan total *asset* setiap tahun. Total *asset* umumnya menjadi indikator ukuran yang cukup besar berpengaruh terhadap kelangsungan hidup (kebangkrutan) suatu perusahaan (Charita, 2008). Perusahaan dengan total *asset* yang semakin besar akan memiliki kecenderungan kebangkrutan yang semakin kecil.

2.4. Profitabilitas

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode waktu tertentu. Profitabilitas merupakan salah satu komponen penting yang menunjukkan komitmen kinerja suatu perusahaan. Profitabilitas ini dapat digunakan sebagai indikator yang menunjukkan efektifitas manajemen perusahaan dalam memanfaatkan sumber dana perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang diperoleh dari penjualan maupun hasil investasi. Semakin tinggi laba yang diperoleh menunjukkan manajemen perusahaan yang

semakin efektif dan nilai perusahaan yang semakin meningkat yang terlihat dari kesejahteraan para pemegang saham (Analisa, 2011).

Mohamad & Abdullah (2012) mengidentifikasi bahwa terdapat tiga rasio profitabilitas yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan antara lain *return on equity (ROE)*, *return on asset (ROA)*, dan *return on capital (ROC)*.

2.4.1 Return on Equity (ROE)

Rasio ini mengukur keuntungan yang mampu diperoleh perusahaan dengan modal yang berasal dari investasi *shareholder*. *Return on equity* yang meningkat menunjukkan penerimaan perusahaan akan kesempatan investasi sangat baik, manajemen biaya yang efektif, dan kesejahteraan pemegang saham yang semakin meningkat.

Return on equity dapat diukur dengan membandingkan antara laba bersih setelah pajak terhadap total modal sendiri (Mohamad & Abdullah, 2012). Adanya komponen total modal ini erat kaitannya terhadap preferensi kebijakan struktur pendanaan, dikarenakan perusahaan dapat memilih akan menerbitkan obligasi atau menerbitkan saham baru ketika memerlukan dana untuk investasi.

2.4.2 Return on Asset (ROA)

Return on Asset (ROA) menunjukkan tingkat efisiensi manajemen dalam menggunakan *asset* perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Rasio ini mengukur seberapa besar keuntungan perusahaan yang diperoleh dari total *asset* yang dimiliki perusahaan. *Asset* perusahaan terdiri dari *asset* lancar dan *asset* tidak lancar. Semakin banyak *asset* tidak lancar suatu perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan untuk membiayai operasional perusahaan, maka kemungkinan mempergunakan hutang semakin besar.

Penggunaan laba bersih dalam *return on asset* merupakan analisa yang memfokuskan pada evaluasi dan peramalan kinerja operasi suatu perusahaan, Laba bersih tersebut mencerminkan pengembalian perusahaan dari seluruh aktiva atau pendanaan yang berasal dari hutang yang diberikan perusahaan. Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dalam menggunakan *asset*-nya dalam jangka pendek. Semakin tinggi *return on asset*, semakin efektif penggunaan aktiva suatu

perusahaan. Efektivitas tersebut terlihat dari nilai *inventory turnover* untuk melihat perputaran persediaan perusahaan dan *asset turnover* untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mengelola *asset*-nya. Semakin besar *inventory turnover* menunjukkan kemampuan siklus penjualan yang baik pada suatu perusahaan dan semakin besar nilai *asset turnover* menunjukkan kemampuan perusahaan yang semakin baik dalam mengelola sumber dayanya dalam bentuk *asset*.

2.4.3 *Return on Capital (ROC)*

Rasio *return on capital (ROC)* sering disebut juga *return on invested capital (ROIC)*. Menurut Investopedia, rasio ini digunakan untuk menilai efektifitas perusahaan dalam mengalokasikan modal secara terkontrol yang bertujuan untuk memperoleh investasi yang menguntungkan. *Return on capital* mengukur seberapa baik kemampuan perusahaan dalam mempergunakan uangnya untuk menghasilkan pengembalian (*return*). Dengan membandingkan *return on capital* perusahaan dengan *cost of capital (WACC)* akan membuktikan seberapa efektif modal yang diinvestasikan suatu perusahaan.

Rasio *return on capital* dapat diperoleh dengan cara membandingkan antara laba bersih (*net income*) yang telah dikurangkan oleh pembagian dividen terhadap *total capital*, yang dimaksud *total capital* yang diinvestasikan yakni meliputi jumlah keseluruhan total hutang dan total ekuitas, atau total *asset* yang diinvestasikan perusahaan (Damodaran, 2007).

Perusahaan yang memiliki modal investasi yang terlalu kecil atau terlalu besar akan memiliki pengembalian yang paling rendah, dikarenakan perusahaan dengan modal investasi yang terlalu kecil sedang mengalami siklus awal suatu perusahaan yang menghabiskan banyak dana, sedangkan perusahaan dengan modal investasi yang besar merupakan perusahaan yang telah matang (*mature firm*). Oleh karena itu, semakin besar suatu perusahaan, *Return on Capital*-nya akan semakin kecil (Damodaran, 2007).

2.5 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan didefinisikan investor sebagai tingkat keberhasilan perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Nilai perusahaan berkaitan erat dengan struktur modal dan tidak terlepas dari kebijakan hutang. Manajer keuangan memiliki tugas penting untuk mengatur komposisi struktur modal yang optimal sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan tersebut. Hal ini sejalan dengan tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Salvatore, 2005 dalam Mulianti, 2010). Dengan memaksimalkan nilai perusahaan, maka akan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Euis & Taswan, 2002).

Dalam penilaian perusahaan terdapat unsur proyeksi, asuransi, perkiraan, dan *judgement* (Analisa, 2011). Beberapa konsep dasar penilaian antara lain, nilai yang ditentukan untuk suatu waktu atau periode tertentu; nilai harus ditentukan pada harga yang wajar; penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu. Berikut ini merupakan beberapa metode dan teknik yang telah dikembangkan untuk menilai perusahaan antara lain :

1. Pendekatan laba yaitu metode rasio tingkat laba (*price earning ratio*) dan metode kapitalisasi proyek laba.
2. Pendekatan arus kas yaitu metode diskonto arus kas.
3. Pendekatan dividen yaitu metode pertumbuhan dividen.
4. Pendekatan aktiva yaitu metode penilaian aktiva.
5. Pendekatan harga saham.
6. Pendekatan *economic value added (EVA)*.

Investor menilai tingkat keberhasilan suatu perusahaan sering kali dikaitkan dengan harga saham (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Dalam pendekatan harga saham, yang dimaksud dengan harga saham yaitu harga yang terjadi ketika saham diperdagangkan di pasar (Fakhrudin & Hadiano, 2001 dalam Ayuningtias & Kurnia, 2013), yang disebut harga penutupan (*closing price*). Harga saham yang tinggi menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi (Sulistiono, 2010). Harga saham yang tinggi memberikan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan kini dan masa yang akan datang.

Menurut Christiawan & Tarigan (2007), terdapat beberapa konsep yang dapat digunakan untuk menjelaskan nilai perusahaan, yakni konsep nilai nominal, nilai intrinsik, nilai likuidasi, nilai buku, dan nilai pasar. Short & Keasy dalam Utomo (2000) menyatakan bahwa nilai pasar saham dapat digunakan sebagai tolok ukur dari nilai perusahaan yang sebenarnya, karena dianggap merupakan cerminan atas nilai asset perusahaan yang sesungguhnya. Nilai pasar (*market value*) merupakan harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar (Wijaya, n.d). Nilai perusahaan yang terbentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh adanya peluang investasi yang memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang (Susanti, 2010).

2.5.1 *Tobin's Q*

Tobin's Q merupakan salah satu alat ukur nilai perusahaan melalui penilaian deduktif, yaitu mengukur kinerja perusahaan dengan mengkombinasikan nilai pasar/*market value* dengan nilai akuntansi (Thavikulwat, 2004). Dalam penelitian ini digunakan Tobin's Q untuk mengukur nilai perusahaan.

Sudiyatno & Puspitasari (2010) menjelaskan bahwa Tobin's Q adalah indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, terutama tentang nilai perusahaan, yang menunjukkan suatu proforma manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan. Nilai Tobin's Q akan menggambarkan adanya peluang investasi yang dimiliki perusahaan atau potensi pertumbuhan investasi perusahaan (Tobin, 1969).

Perusahaan dengan rasio Tobin's Q yang tinggi, atau lebih dari satu, memiliki peluang investasi yang baik atau pertumbuhan yang tinggi (Tobin, 1969), yang menunjukkan bahwa manajemen memiliki performa yang baik terkait pengelolaan aktiva perusahaan dan menggambarkan bahwa saham perusahaan dalam kondisi *overvalued*. Nilai rasio Tobin's Q sama dengan satu, menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *average*, manajemen stagnan dalam mengelola aktiva, dan potensi pertumbuhan investasi tidak berkembang. Nilai Tobin's Q kurang dari satu, menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*, manajemen telah gagal dalam mengelola aktiva perusahaan, dan potensi pertumbuhan investasi rendah. Berdasarkan penjelasan nilai interpretasi

tersebut, maka investor akan mengejar *capital gain* (keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dengan harga beli saham dari suatu instrument investasi) dalam mengambil keputusan untuk membeli, menahan atau menjual saham yang dimilikinya.

Tobin's Q dipakai sebagai indikator untuk mengukur nilai suatu perusahaan, yang diyakini dapat memberikan gambaran mengenai penilaian pasar terhadap perusahaan, karena Tobin's Q diperoleh dari penjumlahan nilai pasar saham (*market value of all outstanding stock*) dan nilai buku hutang (*book value of all debt*) dibandingkan dengan nilai seluruh modal yang ditempatkan dalam aktiva produksi. Tobin's Q tidak hanya memberikan gambaran pada aspek fundamental, tetapi juga memberikan gambaran sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luar termasuk investor (Hastuti, 2005).

2.6 Hubungan Antar Konsep

Penelitian ini menggunakan 6 variabel independen, yaitu struktur modal; yang diukur dengan *debt to asset ratio*, *debt to equity ratio*, *long-term debt to total asset*, dan *short-term debt to total asset*, dan karakteristik perusahaan yaitu ukuran perusahaan dan likuiditas, serta 1 variabel kontrol yaitu *firm growth*. Sebagai variabel dependen, digunakan *Return on Equity*, *Return on Asset*, dan *Return on Capital*, dan nilai perusahaan. Masing-masing variabel memiliki hubungan dengan variabel lainnya yang didasarkan atas penelitian terdahulu.

2.6.1 Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas

Struktur modal dalam penelitian ini tidak hanya menggunakan total hutang, tetapi juga hutang jangka panjang, dan hutang jangka pendek. Menurut Mustapha, Ismail, & Minai (2011) *leverage* dapat diukur dengan rasio hutang yang mencerminkan total hutang, baik dalam jangka pendek atau jangka panjang. Hutang jangka pendek di negara berkembang mewakili porsi yang signifikan dari total hutang perusahaan (Sheikh & Wang, 2011).

MM *theory* menjelaskan bahwa terdapat pengaruh positif antara profitabilitas terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki tingkat

profitabilitas yang semakin tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah yang semakin besar untuk memperoleh penghematan pajak (*tax shield*). Pengaruh positif dan signifikan juga dibuktikan oleh beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya (Hadlock & James, 2002; Taub, 1975). Menurut *trade-off theory*, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung mempergunakan lebih banyak hutang untuk memperoleh manfaat dari penghematan pajak dari adanya pembayaran bunga, sehingga profitabilitas dikatakan memiliki pengaruh positif terhadap penggunaan hutang. Hal tersebut mengimplikasi bahwa semakin tinggi hutang akan menyebabkan nilai perusahaan yang semakin tinggi. Namun, setelah mencapai titik maksimum, maka penggunaan hutang akan mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan dikarenakan perusahaan harus membayar biaya keagenan, kebangkrutan, dan biaya bunga (Hermendito, 2001 dalam Mulianti, 2010).

Sebaliknya, menurut *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984), perusahaan memiliki urutan pendanaan yang dimulai dari laba ditahan, hutang, dan apabila masih tidak mencukupi akan menerbitkan saham baru. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan memiliki sumber dana internal yang cukup besar, sehingga terlebih dahulu akan menggunakan laba ditahan dalam membiayai investasi perusahaan, kemudian jika masih tidak mencukupi akan mempergunakan hutang, dan terakhir menerbitkan saham baru. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan memiliki rasio penggunaan hutang yang jauh lebih rendah, disebabkan adanya kecenderungan penggunaan dana internal yang telah memadai. Oleh karena itu, menurut *pecking order theory* terdapat pengaruh negatif antara profitabilitas dan penggunaan hutang. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan Pandey (2001). Beberapa penelitian lain yang telah dilakukan juga menunjukkan adanya pengaruh signifikan dan negatif antara struktur modal dan profitabilitas (Rajan & Zingales, 1995; Fama & French, 1998; Booth, Aivazian, Demircug-Kunt, Maksimovic, 2001).

Mesquita & Lara (2003) juga meneliti pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas pada perusahaan di Brazil, dan menunjukkan adanya pengaruh

positif antara hutang jangka pendek terhadap profitabilitas, sedangkan hutang jangka panjang berpengaruh negatif terhadap profitabilitas.

Menurut Mohamad & Abdullah, 2012, *debt to asset ratio*, *debt to equity ratio*, dan *long-term debt to total asset* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *return on capital*, *return on asset*, dan *return on equity*. Gill, Biger, & Mathur (2011) menemukan pengaruh positif antara total hutang atas total asset terhadap profitabilitas. Sedangkan *short-term debt to total asset* memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas (Abor, 2005). Hutang jangka pendek cenderung tidak membutuhkan biaya yang terlalu besar, sehingga peningkatan pada hutang jangka pendek yang memiliki tingkat suku bunga yang rendah akan meningkatkan pula tingkat keuntungan perusahaan.

2.6.2 Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Penambahan hutang dalam komponen pendanaan akan meningkatkan risiko arus pendapatan perusahaan. Peningkatan hutang akan menimbulkan beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan yang diperoleh perusahaan. Semakin besar hutang, semakin meningkat kemungkinan terjadinya kegagalan dalam membayar kewajiban tetap berupa bunga dan pokok hutang. Risiko kebangkrutan akan semakin meningkat disebabkan bunga hutang yang lebih tinggi dibandingkan manfaat dari penghematan pajak. Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko & Soebiantoro (2007) menunjukkan hasil bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Trade-off theory jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap peningkatan hutang dalam komponen pendanaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap peningkatan hutang dalam komponen pendanaan akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Lebih lagi, Euis & Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, tetapi pengaruh keduanya tidak signifikan. Berdasarkan penelitian

yang telah dilakukan Syarif (2007) menunjukkan bahwa dengan adanya peningkatan hutang akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Saeedi & Mahmoodi (2011), pengukuran nilai perusahaan dengan menggunakan EPS dan Tobin's Q juga menunjukkan adanya pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal. Dengan kata lain, ketika perusahaan menggunakan jumlah hutang yang lebih besar dibandingkan jumlah ekuitas, hal tersebut dapat meminimumkan biaya modal secara keseluruhan dikarenakan biaya modal hutang cenderung lebih rendah dibandingkan biaya ekuitas, sehingga perusahaan dapat menikmati manfaat penghematan pajak dari penggunaan hutang.

2.6.3 Pengaruh *Firm Size* terhadap Profitabilitas

Firm size dapat mengindikasikan apakah suatu struktur pendanaan akan didanai hutang atau ekuitas (Raheman, Zulfiqar, & Mustafa, 2007). Dalam penelitian yang dilakukan Raheman, Zulfiqar, & Mustafa (2007), untuk meneliti pengaruh karakteristik perusahaan yang diukur menggunakan *firm size* dan profitabilitas digunakan logaritma natural dari penjualan. Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh positif antara *firm size* terhadap profitabilitas perusahaan, yang berarti semakin meningkat ukuran suatu perusahaan akan semakin meningkatkan profitabilitasnya. Perusahaan yang besar lebih memiliki tingkat profitabilitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil (Raheman, Zulfiqar, & Mustafa, 2007). Penelitian yang dilakukan oleh Abor (2005) dengan menggunakan variabel kontrol *size*, yang diukur dengan logaritma penjualan, juga menunjukkan hasil yang serupa yaitu *firm size* memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas. Menurut Pervan & Visic (2012) perusahaan yang besar akan memiliki profitabilitas yang lebih tinggi dikarenakan adanya *market power*, *economic of scale*, dan *market experience*.

Sebaliknya, menurut Damodaran (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang telah memiliki profitabilitas yang tinggi di masa lampau akan mampu mempertahankan profitabilitas tersebut hingga beberapa tahun ke depan, tetapi kelebihan tingkat pengembalian tersebut akan menurun seiring ukuran perusahaan yang bertambah besar dan kompetisi usaha yang semakin meningkat. Pengaruh

negatif antara profitabilitas dan *firm size* juga dikemukakan oleh Booth, Aivazian, Demircug-Kunt, & Maksimovic (2001). Hasil penelitian Damayanti & Achyani (2006) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu *firm size* tidak berpengaruh terhadap profitabilitas.

2.6.4 Pengaruh *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan

Cheng, Liu, & Chien (2010) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. *Firm size*, yang diukur dengan logaritma natural penjualan, yang besar dapat merefleksikan tingkat profit dimasa mendatang. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana lebih besar. Hal tersebut dianggap investor sebagai sinyal positif dan prospek yang baik, sehingga *firm size* dikatakan memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan dijadikan patokan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja bagus. Temuan tersebut konsisten dengan penelitian Euis & Taswan (2002) bahwa variabel *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam membeli saham. Ukuran perusahaan dapat dijadikan patokan bahwa suatu perusahaan memiliki kinerja yang bagus.

Hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Asba (2009) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Tobin's Q. Kusumastuti, Supatmi, & Sastra (n.d.) juga menunjukkan hasil yang konsisten bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.6.5 Pengaruh Likuiditas terhadap Profitabilitas

Modal kerja (*working capital*) merupakan dasar dalam manajemen keuangan perusahaan yang berkaitan erat dengan likuiditas dan berpengaruh terhadap profitabilitas dan tingkat risiko. Menurut Bolek (2013), modal kerja biasa terlihat dari *current ratio*, *quick ratio*, dan *acid test level*, yang diketahui sebagai faktor pendorong bagi tiap unit ekonomi dan dipertimbangkan sebagai salah satu fungsi manajemen perusahaan yang terpenting. *Current ratio* menunjukkan adanya hubungan antara tingkat kas, persediaan, piutang, dan hutang. Modal kerja sebagai salah satu faktor krusial untuk menjaga likuiditas, keberlangsungan perusahaan, solvabilitas, dan profitabilitas suatu bisnis (Raheman et al., 2010 dalam Kajanathan & Achchuthan, 2013).

Shin & Soenen (1998) menemukan pengaruh berkebalikan antara efisiensi modal kerja dan profitabilitas pada industri di Amerika Serikat. Pengaruh berkebalikan tersebut juga terbukti pada perusahaan non finansial di Belgia, Yunani, dan Spanyol (Deloof, 2003; Lazaridis & Tryfonidis, 2006, dalam Enqvist, Graham, & Nikkinen, 2014). Menurut Deloof (2003), modal kerja (*working capital*) pada level tertentu akan memaksimalkan *return* perusahaan. Semakin likuid suatu perusahaan, risiko yang ditanggung semakin rendah dan profitabilitas semakin menurun.

Sejalan dengan Shin & Soenen, Eljelly (2004) menemukan adanya pengaruh signifikan dan negatif antara profitabilitas dan likuiditas yang diukur dengan menggunakan *current ratio*. Perusahaan dengan *current ratio* yang tinggi akan memiliki tingkat profitabilitas yang rendah.

Menurut teori risiko dan *return*, semakin berisiko suatu investasi akan menghasilkan return yang semakin tinggi. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi yang ditandai oleh *current ratio* yang tinggi (modal kerja yang besar) memiliki risiko yang rendah dan profitabilitas yang rendah. Oleh karena itu, perusahaan harus menyeimbangkan antara asset lancar dan kewajiban lancarnya dengan tingkat risiko dan *return* yang seimbang.

Sebaliknya, terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *current ratio* dan profitabilitas dalam penelitian yang dilakukan oleh Enqvist, Graham, &

Nikkinen (2014), yang mengindikasikan perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas melalui peningkatan likuiditas perusahaan.

Enqvist, Graham, & Nikkinen (2014) menemukan bahwa perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas melalui peningkatan modal kerja yang efisien. Manajemen modal kerja relatif penting pada negara yang memiliki tingkat perekonomian yang rendah dibandingkan negara dengan perekonomian yang bertumbuh dengan cepat, penerapan manajemen modal kerja seharusnya termasuk dalam perencanaan keuangan suatu perusahaan. Pada kondisi ekonomi yang buruk, suatu perusahaan dengan persediaan yang cukup akan terhindar dari likuidasi. Dengan kata lain, pengembangan modal kerja sesuai untuk diterapkan pada kondisi perekonomian yang sedang mengalami penurunan.

Penelitian yang dilakukan Gilmer (1985) menyatakan terdapat tingkat optimal likuiditas *asset* pada suatu perusahaan (dalam Bolek, 2013). Semakin meningkat *asset* likuid perusahaan, akan terjadi peningkatan *return* dikarenakan adanya penurunan yang signifikan pada biaya pengurangan (*shortage cost*) seperti biaya transaksi pengubahan asset tidak likuid yang mahal, suku bunga pinjaman yang tinggi, rating kredit yang rendah, dan adanya biaya kebangkrutan.

Meskipun awalnya terjadi peningkatan profitabilitas seiring meningkatnya rasio likuiditas perusahaan, tetapi pada suatu titik, pengaruh tersebut akan berubah dan peningkatan likuiditas yang lebih tinggi akan mengakibatkan kebangkrutan dikarenakan perusahaan terlalu likuid dan menghasilkan *return* yang rendah disebabkan investasi yang berlebihan pada modal kerja (Bolek, 2013).

Dalam penelitiannya, Bolek (2013) menemukan adanya pengaruh yang tidak signifikan antara *current ratio* dan *cash conversion cycle* terhadap profitabilitas. Risiko diwakilkan oleh rasio hutang yang berpengaruh negatif dengan tingkat *return* dan struktur kewajiban tidak signifikan, sehingga tidak dapat menjelaskan pengaruh terhadap risiko.

2.6.6 Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Kieschnick et al., (2009) mempelajari bahwa terdapat pengaruh antara manajemen *working capital* dan nilai perusahaan. Menurut Schiff & Lieber

(1974), Smith (1980), Kim & Chung (1990) keputusan modal kerja (*working capital*) mempengaruhi kinerja perusahaan (dalam Baños-Caballero, García-Teruel, Martínez-Solano, 2014). Perusahaan yang memiliki tingkat modal kerja yang optimal dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Namun, tingkat keoptimalan dapat berubah sesuai dengan kondisi bisnis.

Terdapat pengaruh negatif antara likuiditas dan nilai perusahaan. Wang (2002) menemukan bahwa perusahaan Jepang dan Taiwan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi akan memiliki investasi modal kerja yang rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi. Tingkat modal kerja yang tinggi yang didanai perusahaan menyebabkan perusahaan harus mengeluarkan biaya tambahan dan hal tersebut berpeluang meningkatkan kebangkrutan (Kieschnick, LaPlante & Moussawi, 2009). Dengan adanya modal kerja yang besar mengindikasikan adanya kebutuhan tambahan modal yang harus didanai, yang melibatkan adanya biaya dan *opportunity cost*. Di satu sisi, perusahaan dengan modal kerja yang tinggi akan menghadapi beban bunga yang tinggi (Kieschnick et al., 2009) sehingga perusahaan cenderung menghadapi risiko kredit. Modal kerja yang meningkat, menyebabkan perusahaan akan mengalami *financial distress* bahkan kebangkrutan. Hal ini menyebabkan perusahaan dengan investasi yang besar pada modal kerja akan cenderung mengurangi tingkat modal kerja sehingga dapat meminimalkan risiko *financial distress* dan biaya kebangkrutan. Untuk mempertahankan modal kerja tetap tinggi berarti terdapat sejumlah dana yang disimpan untuk modal kerja, hal ini mengakibatkan investasi yang besar pada modal kerja menghambat kemampuan perusahaan untuk mengambil proyek lain yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Faulkender & Wang (2006) menunjukkan bahwa penambahan dolar yang diinvestasikan dalam modal kerja lebih berguna dibandingkan dalam bentuk kas. Karena kondisi pasar yang tidak sempurna dan adanya biaya yang tinggi untuk memperoleh pendanaan eksternal, muncul pilihan apakah suatu perusahaan akan mempertahankan likuiditas dan menurunkan nilai dalam bentuk pengembalian saham yang berkurang. Pengurangan tersebut akan lebih besar pada perusahaan yang memiliki akses pendanaan eksternal yang terbatas, sehingga akan ada

pertimbangan terhadap struktur modal dalam memaksimalkan nilai perusahaan (dalam Baños-Caballero, García-Teruel, Martínez-Solano, 2014).

Sebaliknya, Deloof (2003) menemukan adanya pengaruh positif antara likuiditas dan nilai perusahaan. Tingkat modal kerja yang tinggi dapat meningkatkan penjualan perusahaan dan perusahaan akan memperoleh pemotongan harga ketika pembayaran di awal, mengakibatkan meningkatnya nilai perusahaan dikarenakan kondisi pasar yang tidak sempurna (dalam Baños-Caballero, García-Teruel, Martínez-Solano, 2014).

Pandangan berbeda ditunjukkan oleh Baños-Caballero, García-Teruel, Martínez-Solano (2014) mengindikasikan pengaruh yang berbentuk huruf U antara modal kerja dan kinerja perusahaan. Investasi pada modal kerja kinerja perusahaan berpengaruh positif pada tingkat modal kerja yang rendah, kemudian akan berpengaruh negatif pada tingkat modal kerja yang lebih tinggi. Perusahaan sebaiknya menyeimbangkan modal kerja pada tingkat biaya dan keuntungan yang diperoleh untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Berikut ini beberapa alasan perusahaan menjaga modal kerja tetap positif antara lain (Baños-Caballero, García-Teruel, Martínez-Solano, 2014):

1. Semakin tinggi investasi hutang usaha dan persediaan akan meningkatkan kinerja perusahaan. Persediaan yang semakin banyak dapat mengurangi biaya penawaran dan fluktuasi harga yang dapat menghindarkan dari gangguan proses produksi dan kerugian perusahaan yang diakibatkan kelangkaan produk. Perusahaan juga akan menyediakan pelayanan jasa yang jauh lebih baik kepada konsumen sehingga menghindarkan biaya produksi yang tinggi dalam fluktuasi biaya produksi.
2. Modal kerja dapat juga berlaku sebagai pencegahan terhadap likuiditas saham dan menjaga dari penurunan kas di masa yang akan datang.
3. Perusahaan akan mendapat potongan harga pada pembayaran di muka, sehingga dapat mengurangi jumlah pembayaran ke supplier.
4. Mengurangi informasi asimetris antara pembeli dan penjual.

2.6.7 Pengaruh *Firm Growth* terhadap Profitabilitas

Firm growth mempengaruhi profitabilitas, dikarenakan melalui peningkatan total *asset* yang dimiliki akan berpengaruh terhadap produktivitas dan efisiensi perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada profitabilitas (Kusumajaya, 2011). Berdasarkan penelitian yang dilakukan Mohamad & Abdullah (2012), menunjukkan pengaruh positif antara *firm growth* terhadap *Return on Asset* dan *Return on Equity*, sedangkan pengaruh positif dan tidak signifikan antara *firm growth* dan *Return on Capital*. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *Return on Asset* dan *Return on Equity* dapat dijelaskan melalui peningkatan *firm growth*, tetapi tidak pada *Return on Capital*. Berdasarkan hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin bertumbuh suatu perusahaan akan semakin meningkatkan profitabilitas karena memperoleh keuntungan dari skala ekonomi yang dimiliki perusahaan. Jang & Park (2011) dalam Kouser, Bano, Azeem, & Hassan (2012) menjelaskan peningkatan profit akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan, tetapi profitabilitas juga akan dihambat oleh pertumbuhan yang semakin meningkat.

Hasil penelitian Kouser, Bano, Azeem, & Hassan (2012), juga menyatakan bahwa *firm growth* mempengaruhi profitabilitas. Melalui total *asset* yang dimiliki akan berpengaruh terhadap produktivitas dan efisiensi perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada profitabilitas. Semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka kemampuan perusahaan menghasilkan laba akan semakin tinggi, yang mengindikasikan profitabilitas yang juga semakin meningkat. Sedangkan perusahaan yang kecil biasanya cenderung mengandalkan pendanaan internal dalam pengembangan usaha dan menghindari pendanaan eksternal, sehingga menciptakan pengaruh positif antara profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan (Kouser, Bano, Azeem, & Hassan, 2012).

Reid (1995) dalam Kouser, Bano, Azeem, & Hassan (2012), menunjukkan adanya pengaruh negatif antara profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Greiner (1972) dalam Kouser, Bano, Azeem, & Hassan (2012), menjelaskan pengaruh antara profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan dapat positif maupun negatif bergantung pada perilaku manajemen. Manajer yang memotivasi pegawainya akan menciptakan kinerja yang jauh lebih baik, sehingga

pertumbuhan perusahaan akan meningkat dan berdampak pada peningkatan profitabilitas perusahaan. Hoy (1992) dalam Kouser, Bano, Azeem, & Hassan (2012), juga menjelaskan bahwa profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap peningkatan pertumbuhan perusahaan.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Damayanti & Achyani (2006) menunjukkan tidak ada pengaruh yang signifikan serta pengaruh yang konsisten antara pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas. Hasil serupa juga ditemukan oleh Markman & Gartner (2002) dalam Kouser, Bano, Azeem, & Hassan (2012), bahwa tidak terdapat pengaruh antara profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan.

2.6.8 Pengaruh *Firm Growth* terhadap Nilai Perusahaan

Kallapur dan Trombley (1999) dalam Kusumajaya (2011) menjelaskan bahwa realisasi pertumbuhan perusahaan diukur dengan nilai pertumbuhan perusahaan yang meliputi pertumbuhan *asset* dan ekuitas. *Asset* dapat digunakan untuk menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan investasi pada masa lalu. *Asset* didefinisikan sebagai sumber daya yang mempunyai potensi memberikan manfaat ekonomis pada perusahaan dimasa yang akan datang (Kusumajaya, 2011). *Asset* mampu menghasilkan aliran kas masuk atau mengurangi kemampuan kas keluar.

Jika dilihat dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan signal bahwa perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, sehingga investor akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang telah dilakukan (Kusumajaya, 2011). Rebecca & Siregar (n.d.) membuktikan bahwa semakin besar pertumbuhan total *asset* perusahaan, maka perusahaan dapat memberikan tingkat pengembalian yang lebih pasti kepada investor. Menurut hasil penelitian yang dilakukan Hariyanto & Juniarti (2014), menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *firm growth* dan nilai perusahaan (Tobin's Q), yang menunjukkan bahwa semakin besar total *asset* perusahaan, maka perusahaan tersebut semakin berkembang dan dapat memberikan *return* yang lebih pasti kepada investor, sehingga menyebabkan investor tertarik untuk berinvestasi. Daya tarik terhadap investor tersebut akan

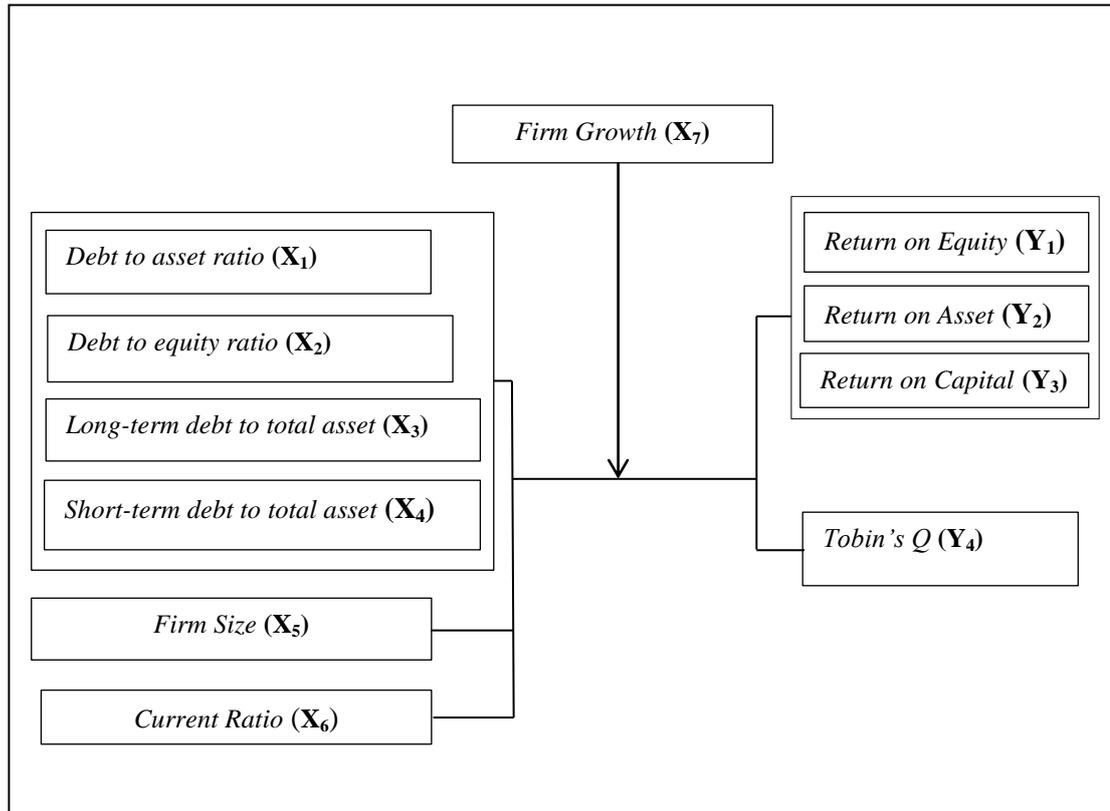
memberikan respon positif yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Sujoko & Soebiantoro, 2007).

Stulz (1990) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang rendah, rasio hutang akan berpengaruh secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi, rasio hutang akan berpengaruh secara negatif dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada keberadaan kesempatan pertumbuhan perusahaan tersebut.

Dalam penelitian yang dilakukan (Brown & Caylor, 2004) menunjukkan hasil Tobin's Q berpengaruh negatif terhadap total *asset*. Safrida (2008) juga menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif dan tidak signifikan antara *firm growth* dan nilai perusahaan juga ditunjukkan melalui penelitian yang dilakukan oleh Kusuma, Suhadak, & Arifin (n.d) dengan sampel perusahaan *real estate and property*. Penurunan tingkat pertumbuhan tidak mempengaruhi pergerakan nilai perusahaan dikalangan investor. Penurunan perubahan total *asset* perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga per lembar saham terhadap ekuitas per lembar saham, ketika perusahaan mengurangi penggunaan hutang, dan meskipun terdapat penurunan perubahan total *asset* perusahaan, perusahaan masih mampu untuk memperoleh dana di pasar modal untuk melakukan investasi sehingga nilai pasar per lembar saham terhadap ekuitas per lembar saham akan meningkat.

2.7 Kerangka Berpikir

Berdasarkan telaah pustaka dari penelitian terdahulu, maka variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur modal (*debt to asset ratio, debt to equity ratio, long-term debt to total asset, short-term debt to total asset*), ukuran perusahaan, dan likuiditas sedangkan variabel dependennya adalah profitabilitas (*Return on Equity, Return on Asset, dan Return on Capital*) dan nilai perusahaan. Variabel kontrol yang digunakan yaitu *firm growth*. Pengaruh dari berbagai variabel tersebut dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.2 Kerangka Berpikir

2.8 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan uraian, maka dapat diajukan beberapa alternatif sebagai berikut :

1. Struktur modal, ukuran perusahaan, dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap *Return on Equity*.
2. Struktur modal, ukuran perusahaan, dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap *Return on Asset*.
3. Struktur modal, ukuran perusahaan, dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap *Return on Capital*.
4. Struktur modal, ukuran perusahaan, dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Apabila menggunakan variabel kontrol, pertumbuhan perusahaan (*firm growth*), maka hipotesis penelitian yang akan diperoleh yaitu :

5. Struktur modal, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *Return on Equity*.

6. Struktur modal, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *Return on Asset*.
7. Struktur modal, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *Return on Capital*.
8. Struktur modal, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.