

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Struktur modal merupakan salah satu komponen paling kompleks dalam pengambilan kebijakan keuangan karena keterkaitannya dengan variabel keuangan lainnya. Kebijakan struktur modal yang buruk mengakibatkan tingginya biaya modal, sebaliknya penggunaan kebijakan struktur modal yang efektif akan mengakibatkan biaya modal menjadi rendah sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Pengaturan kebijakan keuangan oleh manajemen sangatlah penting dalam menentukan struktur modal yang optimal. Manajemen suatu perusahaan harus mengatur struktur modal sedemikian rupa agar sejalan dengan tujuan maksimalisasi nilai perusahaan dan keputusan ini sangatlah penting bagi suatu perusahaan (Salim & Yadav, 2012).

Merujuk pada perspektif *agency theory* keputusan terkait dengan sumber pembiayaan yang dipilih oleh perusahaan menimbulkan konflik antara manager dan pemegang saham (Loncan & Caldeira, 2014). *Agency theory* didasarkan pada gagasan bahwa kepentingan manager perusahaan dan pemegang sahamnya tidak selaras. *Agency theory* juga bisa muncul antara investor utang dan modal, konflik ini muncul ketika ada resiko *default*. Dalam hal ini di prediksi bahwa utang dapat memiliki efek positif dan efek negatif pada kinerja perusahaan yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Margaritis & Psillaki, 2010).

Hanafi (2016) menjelaskan bahwa dalam pendekatan teori keagenan struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi adanya konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Adapun konflik antara pemegang saham dengan manager misalnya konsep *free cash flow*. Ketika perusahaan tidak melihat lagi keputusan investasi yang menarik, perusahaan akan membagikan *free cash flow* tersebut kepada pemegang saham untuk menginvestasikannya sendiri. Tetapi ada kecenderungan dimana sumber daya tersebut ingin dikontrol oleh manager sendiri.

Utang bisa dijadikan sebagai cara untuk mengatasi konflik keagenan tersebut. Indonesia adalah negara berkembang dan memiliki pasar utang yang terbilang besar karenanya organisasi di Indonesia bergantung pada hutang bank untuk membiayai investasi dan operasinya. Di Indonesia, bank tidak mengeluarkan utang karena bagian utama bank mereka diprivatisasi dan pembiayaan utang bukan masalah dengan persyaratan yang menarik. Sangat sulit bagi perusahaan untuk mendapatkan pembiayaan utang karena pendapatan perusahaan yang tidak pasti dan dengan demikian perusahaan-perusahaan ini mengurangi pinjaman utang mereka. Selain itu biaya pinjaman yang lebih tinggi juga membatasi perusahaan untuk meminjam.

Investor yang tertarik dengan suatu perusahaan selalu melihat nilai dari suatu perusahaan. Menurut Husnan (2010) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Untuk mengukur nilai perusahaan dapat ditunjukkan dari besarnya harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan meningkat.

Adapun fenomena nilai perusahaan yang terjadi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2018 sebagai berikut:

Tabel 1.1

Price to Book Value (PBV) Pada Tahun 2014-2018

No	Nama Perusahaan	Price to Book Value (PBV)				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	PT Gudang Garam Tbk	3,51	2,78	3,11	3,82	3,57
2	PT Indocement Tungal Prakarsa Tbk	3,74	3,44	2,17	3,29	2,92
3	PT Mandom Indonesia Tbk	2,75	1,93	1,41	1,94	1,53
4	PT Mayora Indah Tbk	4,58	5,25	5,87	6,14	6,86
5	PT Sepatu Bata Tbk	3,38	2,14	1,84	1,28	1,22
Rata-rata		4,56	3,53	3,89	4,14	3,23

Sumber: www.idx.co.id (data diolah)

Tabel 1.1 menunjukkan nilai perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2018 yang diprosikan melalui *Price to Book Value* (PBV). Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa rata-rata nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2014 hingga tahun 2018 cukup berfluktuasi. Tahun 2014 mengalami penurunan lalu pada tahun 2015-2017 mengalami kenaikan dan mengalami penurunan kembali pada tahun 2018.

Dalam memutuskan kebijakan struktur modal perusahaan, Perusahaan dapat mempertimbangkan untuk menggunakan instrument ekuitas maupun hutang untuk menjalankan usahanya (Gill, Biger & Mathur, 2011). Terdapat dua sumber pendanaan yang digunakan perusahaan yaitu pendanaan internal dan eksternal. Pendanaan internal diperoleh dari laba ditahan (*retained earning*) sedangkan pendanaan eksternal diperoleh dari hutang dan modal saham melalui penerbitan saham.

Penggunaan utang dalam struktur modal dapat memberikan manfaat berupa penghematan pajak. Semakin besar proporsi utang maka semakin besar perlindungan pajak yang diperoleh, tetapi biaya kebangkrutan yang mungkin timbul juga semakin besar (Hermuningsih, 2013). Pada tingkat utang yang optimal diharapkan nilai perusahaan akan mencapai nilai optimal, dan sebaliknya apabila terjadi tingkat perubahan utang sampai melewati tingkat optimal atau biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress cost*) lebih besar dari pada efek *interest tax-shield*, utang akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan (Hermuningsih, 2013). Struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan utang dengan biaya kesulitan akibat penggunaan utang.

Perusahaan dengan struktur modal yang dipenuhi oleh utang akan cenderung di jauhi oleh para investor karena tingginya utang merupakan suatu beban yang akan ditanggung dari investasi dan juga perusahaan dengan utang yang tinggi memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajibannya. Dengan kondisi tersebut, investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal dan tentunya akan berpengaruh

terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain, tingginya struktur modal diindikasikan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Trade-off Theory adalah teori yang menyatakan bahwa struktur modal pada posisi dibawah titik optimal, maka setiap ada tambahan hutang menjadikan peningkatan nilai perusahaan, begitu sebaliknya, apabila keberadaan struktur modal diatas titik optimal, maka setiap ada tambahan hutang akan menjadikan penurunan atas nilai perusahaan. Oleh karena itu, *Trade-off Theory* mengasumsikan ada hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Pernyataan *Trade-off Theory* ini sesuai dengan hasil penelitian Cuong dan Canh (2012) serta Velnampy dan Niresh (2012), yang memberikan hasil bahwa hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Untuk memeriksa pengaruh keputusan struktur modal pada nilai perusahaan sejumlah studi penelitian dilakukan. Hoque *et al* (2014) dalam karyanya menemukan hubungan positif antara *Capital Structure*, *Debt to Asset*, *Debt to Equity Ratio*, *Fixed Assets to Total Assets*, *Earning Before Interest and Taxes to Interest Charge* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listing di Under Dhaka Stock Exchange (DSE). Menurut Pratama dan Wirawati (2016), Safrida (2011), dan Kusumajaya (2011) struktur modal mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara menurut Hidayati (2010) *debt to equity ratio* berhubungan negatif dan tidak signifikan dengan *price book value*. Menurut Asmoro dan Fidiana (2015) dan Pasaribu *et al* (2016) struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Adanya inkonsistensi hasil penelitian sebelumnya mengenai pengaruh struktur modal pada nilai perusahaan menjadi dasar untuk memasukkan *Corporate Governance* sebagai variabel pemoderasi. Dalam era keterbukaan sekarang, masyarakat memerlukan suatu laporan perusahaan yang akuntabel dan transparan. Salah satu bentuk transparansi yang lebih luas kepada publik yaitu dengan menerapkan *Good Corporate Governance* (GCG).

Penerapan *Good Corporate Governance* diharapkan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen untuk mendorong pengambilan keputusan yang efektif, mencegah tindakan yang tidak sejalan dengan kepentingan perusahaan dan

mengurangi asimetri informasi antara pihak-pihak eksekutif dan stakeholder perusahaan yang akan mencerminkan nilai dari suatu perusahaan. Dengan implementasi dari CG diharapkan bermanfaat untuk menambah dan memaksimalkan nilai perusahaan. CG diharapkan mampu mengusahakan keseimbangan antara berbagai kepentingan yang dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan secara menyeluruh (Sukriyawati, 2016).

Pelaksanaan *Good Corporate Governance* (GCG) tidak terlepas dari berbicara dengan perusahaan yang memiliki badan hukum yang sah sesuai dengan ketentuan Undang-Undang. UU No. 40 tahun 2007 pasal 4 menjelaskan bahwa berlakunya Undang-Undang ini untuk dapat dipedomani dalam penyusunan Anggaran Dasar Perseroan dan ketentuan peraturan perundang-undangan lain, tidak mengurangi kewajiban setiap Perseroan untuk mentaati asas itikad baik, asas kepatutan, asas kepastian dan prinsip tata kelola Perseroan yang baik (*Good Corporate Governance*) dalam menjalankan perseroan. Ketentuan peraturan perundang-undangan yang berkaitan adalah semua peraturan perundang-undangan yang berkaitan dengan keberadaan dan jalannya Perseroan, termasuk peraturan pelaksanaannya.

Masalah tentang *Corporate Governance* sering dibicarakan sejak terjadinya beberapa kasus yang menunjukkan lemahnya *Corporate Governance*. Kasus Enron dengan KAP Arthur Andersen di Amerika yang melakukan perilaku moral hazard dengan manipulasi laporan keuangan yang didukung oleh penipuan akuntansi yang sistematis, terlembaga dan direncanakan secara terstruktur yang menjadikannya lambang populer dari penipuan dan korupsi korporasi yang dilakukan secara sengaja. WorldCom yang melakukan hal sama dengan pengungkapan akuntansi yang tidak sesuai dengan praktek-praktek akuntansi yang berlaku dan dapat mengakibatkan manajemen perusahaan melakukan hal-hal diluar kewajaran praktek akuntansi.

Royal Ahold di Belanda yang melakukan rekayasa laporan keuangan, khususnya laba rugi dengan cara-cara yang tampaknya seperti etis untuk tujuan kompensasi manajemen, kontrak utang dan menghindari pajak atau biaya-biaya politik. Pada 08 Agustus 2015 dalam salah satu media online yaitu cnnindonesia.com terdapat pemberitaan mengenai pemalsuan laporan keuangan.

Permasalahan pada *corporate governance* kembali menjadi perhatian dengan adanya kasus pemalsuan laporan keuangan yang dilakukan oleh Toshiba Corporation yang merupakan perusahaan ternama di Jepang dan menduduki peringkat sembilan dari 120 perusahaan publik yang menerapkan *good governance practice* dengan meningkatkan keuntungan sebesar US\$ 1.2 miliar selama beberapa tahun.

Berdasarkan penelitian sebelumnya tentang *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan, pengaruh *corporate governance* dalam mempengaruhi nilai perusahaan dibuktikan Filatotchev *et al* (2011) dalam penelitiannya dimana *corporate governance* berpengaruh positif dalam meningkatkan nilai dari perusahaan. Penelitian ini didukung oleh Arouri *et al* (2014) yang juga menunjukkan bahwa *corporate governance* dalam hal ini diwakili oleh *institutional ownership* mampu meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, penelitian Nuraina (2012) menunjukkan hasil yang berbeda dari penelitian sebelumnya dimana *institutional ownership* berpengaruh negatif kepada nilai dari perusahaan.

Tingkat hutang yang tinggi berkemungkinan mengurangi biaya agensi dan meningkatkan nilai perusahaan dengan mendorong manajer untuk bertindak lebih terhadap kepentingan pemegang saham. Sisi lainnya, hal tersebut dapat menyebabkan kebalikannya dari kinerja perusahaan terhadap struktur modal. Beberapa perusahaan juga mungkin memilih rasio modal ekuitas yang tinggi, untuk menutupi biaya sewa atau nilai lisensi yang memiliki hubungan dengan kemungkinan likuidasi (Berger dan Patti, 2006).

Asmoro dan Fidiana (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mampu memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial juga mampu memperkuat hubungan antara ukuran perusahaan dan nilai perusahaan (Imron *et al*, 2013). Akan tetapi menurut Suarmita (2017) GCG memberikan efek negatif yaitu memperlemah pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hal ini serupa dengan penelitian Pratama dan Wirawati (2016) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mampu memoderasi antara struktur modal dan nilai perusahaan.

Selain struktur modal dan CG terdapat pula faktor-faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan, antara lain profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan (*firm size*) dan *total asset turn over* (TATO). Faktor-faktor lain ini akan dilakukan sebagai variabel kontrol. Semakin baik pertumbuhan profitabilitas perusahaan berarti prospek perusahaan di masa depan dinilai semakin baik di mata investor. Apabila kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, maka harga saham juga akan meningkat (Husnan, 2001).

Dengan indikator profitabilitas yaitu *Return on Equity* (ROE), nilai perusahaan akan terlihat baik jika kinerja perusahaan baik pula, dengan kata lain perusahaan yang menguntungkan adalah perusahaan yang memiliki ROE tinggi. Nurhayati (2013), Dewi *et al* (2014) dan Ayuningtias (2013) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang berbeda didapat oleh Juhandi *et al* (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai likuiditas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan yang tinggi untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Likuiditas yang tinggi menunjukkan kekuatan perusahaan dari segi kemampuan untuk memenuhi hutang lancar dari harta lancar yang dimiliki sehingga hal ini meningkatkan kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan tersebut.

Mahendra *et al* (2012) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Prisiliarompas (2013) dan Rustam (2013). Hasil yang berbeda yaitu menurut Wulandari (2014) likuiditas berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Susilawati (2014) dan Nurhayati (2013).

Ukuran perusahaan dianggap mampu mempengaruhi nilai perusahaan karena semakin besar ukuran maka akan mempermudah perusahaan memperoleh sumber pendanaan baik yang bersifat internal maupun eksternal. Terjadi *research gap* ukuran perusahaan dinyatakan berhubungan positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Rachmawati dan Hanung, 2007). Namun ukuran perusahaan mempunyai nilai negatif dan signifikan oleh Siallagan dan Mas'ud (2006).

Perusahaan yang baik adalah perusahaan yang sangat efektif dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan penjualan yang cukup tinggi. Karena keefektifan perusahaan dalam menggunakan asetnya inilah yang dijadikan acuan investor untuk membeli saham perusahaan. Maka tingkat kepercayaan investor terhadap keefektifan perusahaan dalam menggunakan aset-asetnya untuk menghasilkan penjualan bersih yang sangat tinggi dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara positif. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rinnaya *et al* (2016) yang menyatakan bahwa total assets turnover berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan pada pemaparan latar belakang dan *GAP* penelitian di atas, penelitian ini bermaksud menguji “**Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan *Corporate Governance* sebagai Pemoderasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)**”

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian telah disampaikan di atas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah Struktur Modal berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
2. Apakah *Corporate Governance* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
3. Apakah *Corporate Governance* memperkuat atau memperlemah pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Untuk menganalisis *corporate governance* memperkuat atau memperlemah pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

1.4. Manfaat Penelitian

Adapun dalam penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang terkait, diantara:

1. Manajemen Perusahaan.
Penelitian ini diharapkan dapat digunakan perusahaan untuk pertimbangan dalam membuat keputusan terhadap kebijakan struktur modal agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Investor.
Dapat dijadikan salah satu pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan investasi tentang perlunya analisis struktur modal yang di nilai tepat melalui *corporate governance*, sehingga investor tidak dirugikan karena buruknya nilai perusahaan tersebut.
3. Akademis.
Secara empiris, hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya dan menambah keilmuan serta berkontribusi terhadap literatur terkait serta bahan pembanding bagi peneliti lain yang melakukan penelitian sejenis atau penelitian yang lebih luas.