

## **BAB II**

# **KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS**

### **2.1. Penelitian Terdahulu**

Penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh beberapa orang terkait penelitian ini antara lain:

Penelitian Permatasari dan Azizah (2018) yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal dengan variabel DAR, DER dan LtDER terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV. Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori dengan menggunakan pendekatan kuantitatif dan hasil penelitiannya variabel DAR dan DER tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel PBV sedangkan LtDER berpengaruh signifikan positif terhadap PBV.

Penelitian Anggriawan *et al* (2017) yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal dengan variabel LtDER dan DER terhadap nilai perusahaan dengan variabel PBV dan PER, metode penelitian yang digunakan adalah kuantitatif dengan pendekatan eksplanatoris yang menekankan pada data yang berupa angka-angka kemudian diolah dan dianalisis dengan metode statistik. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel struktur modal dengan variabel LtDER dan DER baik secara simultan maupun parsial berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan dengan variabel PBV dan PER. LtDER memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap PBV dan PER sedangkan DER memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap PBV dan PER.

Penelitian Hoque *et al* (2014) yang bertujuan untuk menguji secara kritis dampak kebijakan struktur modal pada nilai perusahaan untuk beberapa perusahaan yang dipilih pada Bursa Efek Dhaka di Bangladesh. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian membuktikan bahwa struktur modal yang diproxy DAR memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi struktur modal yang diproxy DER memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Loncan dan Caldeira (2014) yang bertujuan untuk menganalisis hubungan antara struktur modal, kepemilikan tunai dan nilai perusahaan pada perusahaan yang diperdagangkan secara publik di pasar saham Brazil. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian membuktikan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Salim dan Yadav (2012) yang bertujuan untuk menguji secara empiris hubungan antara pilihan pembiayaan dan kinerja perusahaan di perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Malaysia. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian membuktikan bahwa struktur modal yang diproxy DAR, DER dan LtDER memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diproxy Tobins Q.

Penelitian Kusumajaya (2011) yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas dan disimpulkan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian Ramdhonah *et al* (2019) yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di BEI. Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif verifikatif dan hasil penelitian yang didapatkan adalah struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Hidayati (2010) yang bertujuan untuk menguji pengaruh DER, DPR, ROE dan *Size* terhadap PBV. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan disimpulkan bahwa DER, DPR, ROE dan *Size* secara bersama-sama berpengaruh terhadap PBV, sedangkan secara individual DER dan DPR berhubungan negatif dan tidak signifikan dengan PBV serta ROE dan *Size* berhubungan positif.

Penelitian Safrida (2011) bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Penelitian

ini merupakan desain penelitian kausal dan hasil penelitiannya struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Kiharo dan Kariuki (2018) bertujuan untuk menguji pengaruh *corporate governance* pada nilai perusahaan bank komersial yang terdaftar di Kenya. Metodologi penelitian ini adalah penelitian deskriptif dan hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen dan komite audit berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Aggarwal dan Padhan (2017) bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal dan kualitas perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perhotelan di India. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Priya *et al* (2015) bertujuan untuk mengetahui dampak struktur modal dan nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Sri Lanka. Penelitian ini merupakan penelitian *explanatory* dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa struktur modal yang di proxy dengan *debt ratio* dan *equity ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang di proxy dengan *earning per share* dan *price earning ratio*.

Penelitian Lawal (2014) bertujuan untuk menguji hubungan struktur modal terhadap nilai perusahaan pada bank-bank komersial di Nigeria. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Perdana dan Raharja (2014) bertujuan untuk menganalisis pengaruh penerapan mekanisme tata kelola perusahaan pada nilai perusahaan. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa *corporate governance* secara positif berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Muryati dan Suardhika (2014) bertujuan untuk menguji pengaruh *corporate governance* pada nilai perusahaan. Penelitian ini merupakan

penelitian kuantitatif dan hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan komisaris independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian Siahaan (2013) yang bertujuan menguji pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan, *leverage* dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian Siahaan adalah secara parsial GCG dan leverage tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh. Secara simultan GCG, leverage, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Muliani *et al* (2014) bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dan *Good Corporate Governance* sebagai variabel pemoderasi. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, CSR mampu memoderasi kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan secara positif dan GCG mampu memoderasi kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan ke arah negatif.

Penelitian Wirakusuma dan Yunsiasih (2009) bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan mempertimbangkan dua variabel moderasi. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa kinerja keuangan (ROA) berpengaruh positif pada nilai perusahaan, pengungkapan CSR mampu untuk memoderasi hubungan ROA dan nilai perusahaan tetapi kepemilikan manajerial tidak dapat memoderasi hubungan ROA dan nilai perusahaan.

Penelitian Antwi *et al* (2012) bertujuan untuk menguji hubungan tentang dampak struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Ghana. Penelitian ini merupakan penelitian survei *cross-sectional* dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa dalam perekonomian yang sedang tumbuh seperti di Ghana, struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Cuong dan Canh (2012) bertujuan untuk menyelidiki pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan pengolahan makanan

laut yang terdaftar di Vietnam. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa DAR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika rasio utang kurang dari 59,27% dan DAR berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ketika rasio utang antara 59,27% dan 94,6% atau di atas 94,6%.

Penelitian Chen dan Chen (2011) bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan *leverage* sebagai variabel mediator dan ukuran perusahaan dan jenis industri sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan yang terdaftar di Taiwan. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan hasil penelitian ini membuktikan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah variabelnya. Penelitian ini menggabungkan beberapa variabel yang ada dan menambah variabel yang belum ada dalam penelitian terdahulu serta menambahkan interaksi variabel. Metode penelitian dan tahun pengamatan dalam penelitian ini juga berbeda dengan penelitian sebelumnya.

## **2.2. Kajian Pustaka**

### **2.2.1. Struktur Modal**

Pada umumnya suatu perusahaan dapat memilih struktur modal yang diinginkan. Keputusan struktur modal dapat memiliki implikasi yang penting bagi nilai perusahaan dan biaya permodalan. Struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan yang tertinggi (biaya modal yang terendah) adalah yang paling memberi manfaat bagi para pemegang saham.

Menurut Riyanto (2010: 22), struktur modal adalah pembelanjaan permanen di mana mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Apabila struktur finansial tercermin pada keseluruhan pasiva dalam neraca, maka struktur modal hanya tercermin pada utang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri, di mana kedua golongan tersebut merupakan dana permanen atau jangka panjang. Dengan demikian maka struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur finansial.

Menurut Rodoni dan Ali (2010), mengatakan struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan di mana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan.

Menurut Margaretha (2011: 3), struktur modal adalah kombinasi spesifik ekuitas dan utang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendanai operasinya. Menurut Fahmi (2012: 179), struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan, yaitu antara modal yang dimiliki bersumber dari pinjaman atau modal sendiri. Menurut Sartono (2012: 225), struktur modal adalah perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa.

Dari beberapa definisi yang telah dikemukakan oleh para ahli, dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan proporsi keuangan antara utang jangka pendek, utang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan untuk pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan.

#### **2.2.1.1. Komponen Struktur Modal**

Struktur Modal perusahaan secara umum terdiri dari atas beberapa komponen, antara lain:

a. Modal Sendiri.

Modal sendiri pada dasarnya adalah modal yang berasal dari pemilik dan tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya (Riyanto, 2010: 240). Modal sendiri juga dapat didefinisikan sebagai dana yang dipinjam dalam jangka waktu tak terbatas dari para pemegang saham. Sumber modal sendiri dapat berasal dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan. Sumber dari dalam (*internal financing*) berasal dari hasil operasi perusahaan yang berbentuk laba ditahan dan penyusutan. Sedangkan sumber dari luar (*external financing*) dapat dalam bentuk saham biasa atau saham preferen.

Komponen modal sendiri di dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) terdiri dari:

1. Modal saham.

Menurut Riyanto (2010: 240) saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu perseroan terbatas. Adapun jenis-jenis modal saham terdiri dari:

a) Saham biasa (*Common Stock*).

Pemegang saham biasa akan mendapat dividen pada akhir tahun pembukuan, hanya kalau perusahaan tersebut mendapat keuntungan.

b) Saham Preferen (*Preferred Stock*).

Pemegang saham preferen mempunyai keistimewaan tertentu di atas pemegang saham biasa. *Pertama*, dividen dari saham preferen diambil terlebih dahulu barulah disediakan untuk pemegang saham biasa. *Kedua*, apabila perusahaan dilikuidir, maka dalam pembagian kekayaan saham preferen didahulukan daripada saham biasa.

c) Saham Preferen Kumulatif (*Cummulative Preferred Stock*).

Jenis saham ini pada dasarnya adalah sama dengan saham preferen. Perbedaannya hanya terletak pada adanya hak kumulatif pada saham preferen kumulatif. Dengan demikian pemegang saham kumulatif apabila tidak menerima dividen selama beberapa waktu karena besarnya laba tidak mengizinkan atau karena adanya kerugian, pemegang saham jenis ini di kemudian hari apabila perusahaan mendapatkan keuntungan berhak untuk menuntut dividen-dividen yang tidak dibayarkan di waktu-waktu yang lampau.

2. Cadangan.

Menurut Riyanto (2010: 242), cadangan merupakan keuntungan yang dibentuk oleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun yang berjalan (*reserve that are surplus*).

3. Laba Ditahan.

Laba ditahan adalah keuntungan yang diperoleh suatu perusahaan yang dapat sebagian dibayarkan sebagai deviden dan sebagian ditahan oleh perusahaan (Riyanto, 2010: 243). Apabila penahanan keuntungan tersebut sudah dengan tujuan tertentu, maka dibentuklah cadangan. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan keuntungan yang ditahan (*Retained eraning*).

b. Modal asing atau hutang jangka panjang.

Menurut Riyanto (2010: 238) modal asing atau hutang jangka panjang adalah hutang yang jangka waktunya panjang umumnya lebih dari sepuluh tahun. Hutang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membelanjai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut jumlah sangat besar. Komponen-komponen hutang jangka panjang ini antara lain:

1. Hutang hipotik (*Mortgage*).

Hutang hipotik adalah bentuk hutang jangka panjang yang dijamin dengan aktiva tidak bergerak (tanah dan bangunan).

2. Obligasi (*Bond*).

Obligasi adalah sertifikat uang menunjukkan pengakuan bahwa perusahaan meminjam uang dan menyetujui untuk membayarnya kembali dalam jangka waktu tertentu. Jenis-jenis obligasi antara lain :

a) Obligasi biasa (*Bonds*).

Obligasi biasa adalah obligasi yang bunganya tetap dibayar oleh debitur dalam waktu-waktu tertentu, dengan tidak memandang apakah debitur memperoleh keuntungan atau tidak. Biasanya kupon (bunga obligasi) dibayar dua kali setiap tahunnya.

b) Obligasi pendapatan (*Income Bonds*).

*Income bonds* adalah jenis obligasi dimana pembayaran bunga hanya dilakukan pada waktu debitur atau perusahaan yang mengeluarkan surat obligasi tersebut mendapat keuntungan.

Tetapi di sini kreditur memiliki hak kumulatif, artinya apabila pada suatu tahun perusahaan menderita kerugian sehingga tidak dibayarkan bunga dan apabila ditahun kemudiannya perusahaan mendapat keuntungan maka kreditur berhak untuk menuntut bunga dari tahun yang tidak dibayar tersebut.

c) Obligasi yang dapat ditukarkan (*Convertible Bonds*).

*Convertible bonds* adalah obligasi yang memberikan kesempatan kepada pemegang surat obligasi tersebut untuk menukarkannya dengan saham dari perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian, maka jenis obligasi ini memungkinkan pemegangnya untuk mengubah statusnya yaitu dari kreditur menjadi pemilik.

Modal asing atau hutang jangka panjang merupakan sumber dana bagi perusahaan yang harus dibayar kembali dalam jangka waktu tertentu. Hutang tetap harus dibayar pada waktu yang sudah ditetapkan tanpa memperhatikan kondisi finansial perusahaan pada saat itu dan harus sudah disertai dengan bunga yang sudah diperhitungkan sebelumnya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin besar proporsi modal asing atau hutang jangka panjang dalam struktur modal perusahaan akan semakin besar pula risiko kemungkinan terjadinya ketidakmampuan untuk membayar kembali hutang jangka panjang beserta bunga pada jatuh tempo.

### 2.2.1.2. Teori Struktur Modal

Struktur modal merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan, untuk mengukur struktur modal tersebut maka dapat digunakan beberapa teori yang menjelaskan struktur dalam suatu perusahaan. Beberapa teori yang menjelaskan tentang struktur modal antara lain:

a. Teori Modigliani-Miller (MM).

Teori struktur modal modern dimulai oleh Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) pada tahun 1958 (Joni dan Lina, 2010). Menurut Sartono (2012: 230) Franco Modigliani dan Merton Miller (MM)

memperkenalkan model teori struktur modal secara matematis, saintifik dan atas dasar penelitian yang terus menerus, perlu diperhatikan bahwa MM memperkenalkan teori struktur modal dengan beberapa asumsi sebagai berikut:

1. Tidak ada pajak pribadi dan perusahaan.
2. Risiko bisnis perusahaan dapat diukur dengan standar deviasi EBIT dan perusahaan yang memiliki tingkat risiko bisnis yang sama dianggap memiliki kelas risiko yang sama (*homogen*).
3. Manajer dan semua investor memiliki informasi (*symmetric information*) yang sama mengenai prospek perusahaan di masa depan.
4. Saham dan obligasi diperdagangkan dalam kondisi pasar yang sempurna. Tidak ada biaya bagi pialang saham (*broker*) dan semua investor baik perorangan maupun institusi dapat meminjam dana pada tingkat bunga yang sama dengan tingkat bunga pinjaman perusahaan.
5. Tidak ada risiko atas utang perusahaan dan pribadi sehingga tingkat bunga atas utang adalah tingkat bunga bebas risiko.
6. Tidak adanya biaya kebangkrutan.

Modigliani dan Miller (MM) (1958) dalam Frensidy (2008) dalam Joni dan Lina (2010) menyatakan bahwa rasio hutang tidak relevan dan tak ada struktur modal yang optimal. Nilai perusahaan bergantung pada arus kas yang akan dihasilkan dan bukan pada rasio utang dan ekuitas. Ini dari teori ini adalah tidak ada rasio hutang yang optimal dan rasio hutang tidak menjelaskan nilai perusahaan. Asumsi yang digunakan dalam teori ini adalah tidak ada pajak, tidak ada asimetri informasi, dan tidak ada biaya transaksi.

b. Trade Off Theory.

Marsh (1982) dalam Joni dan Lina (2010) mengembangkan teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (MM). Teori ini menyatakan bahwa setiap perusahaan dapat menentukan target rasio utang (*leverage*) yang optimal. Rasio hutang yang optimal ditentukan berdasarkan perimbangan antara manfaat dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Secara prinsip, perusahaan membutuhkan pendanaan

ekuitas baru apabila rasio hutang perusahaan tersebut di bawah target. Perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal apabila semua pendanaan adalah hutang atau jika tidak ada hutang sama sekali. Namun teori ini memiliki kelemahan, yaitu mengabaikan adanya simetri informasi dan besarnya biaya untuk melakukan substitusi hutang ke ekuitas atau ekuitas ke hutang.

Shanmugasundaram (2008: 164) dalam Firnanti (2011) mengemukakan bahwa:

*“A firm’s optimal debt ratio is viewed as determined by a trade off the cost and benefits of borrowing, holding the firm’s assets and investment plans contains.”*

Bangun dan Surianty (2008) dalam Firnanti (2011) menyatakan bahwa adanya *trade off theory* pada struktur modal dapat menjelaskan perbedaan struktur modal yang ditargetkan antara perusahaan.

Menurut Firnanti (2011) menjelaskan perusahaan dapat melakukan perhitungan mengenai struktur modal optimal dengan mempertimbangkan peningkatan nilai perusahaan dan biaya akan muncul. *Trade off theory* pada struktur modal dapat menjelaskan perbedaan struktur modal yang ditargetkan antara perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa tingkat profitabilitas mengimplikasikan utang yang lebih besar karena tidak beresiko bagi pemberi utang. Selain itu, kemampuan perusahaan untuk membayar bunga menunjukkan kapasitas utang yang lebih besar. Karenanya, profitabilitas dan kemampuan membayar bunga memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal.

Menurut Hanafi (2016: 309) dalam kenyataannya, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Sebagai contoh, semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar.

Menurut Hanafi (2016: 313) bahwa teori *trade-off* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berfikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal.

c. Pecking Order Theory.

Menurut Suranta *et al* (2011) teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dalam surveinya pada perusahaan di Amerika Serikat, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984). Pada tahun 1984, Myers mengembangkan suatu teori alternatif yang dikenal sebagai *pecking order theory* dalam keputusan pendanaan melalui tulisannya yang berjudul *The Capital Structure Puzzle*, menyatakan bahwa ada semacam tata urutan pecking order bagi perusahaan dalam keputusan pendanaan. Tata urutan pendanaan muncul jika biaya dari penerbitan sekuritas baru meliputi biaya dan manfaat dari pembayaran dividen dan penerbitan hutang.

Menurut Arifin (2001) dalam Suranta *et al* (2011) Teori ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil, hal ini sesuai dengan konsep *pecking order theory* dimana perusahaan yang memiliki dana internal yang cukup tidak akan menerbitkan hutang, sehingga tingkat hutangnya kecil.

Menurut Husnan (2010: 324) disebut sebagai *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hirarki sumber dana yang paling disukai. Husnan (2010: 324-325) juga menyatakan teori ini mencoba menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan yang berbeda dengan pemikiran teori struktur modal yang di bahas diatas. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey and Myers, 1991):

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.

3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dan untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dulu. Yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu *internal* dan *external*. Modal sendiri berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan.

*Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* meminjam dalam jumlah sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu (i) dana tidak cukup, dan (ii) hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

d. Agency Theory.

Dalam perekonomian modern manajemen dan pengelolaan perusahaan semakin banyak dipisahkan dari kepemilikan perusahaan. Ketika terdapat pemisahan antara pemilik (*principal*) dengan manajer (*agen*) di suatu perusahaan, maka terdapat kemungkinan bahwa keinginan pemilik diabaikan. Fakta ini dan kesadaran bahwa agen itu mahal, menetapkan landasan bagi sekelompok gagasan rumit namun bermanfaat yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*). Ketika pemilik (atau manajer) mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan pada pihak lain, terdapat

hubungan keagenan antara kedua pihak. Hubungan keagenan, seperti hubungan antara pemegang saham dengan manajer, akan efektif selama manajer mengambil keputusan investasi yang konsisten dengan kepentingan pemegang saham.

Menurut John dan Richard diterjemahkan oleh Yanivi dan Christine (2008:47) *agency theory* berarti ketika kepentingan manajer berbeda dengan kepentingan pemilik, maka keputusan yang diambil oleh manajer kemungkinan besar akan mencerminkan preferensi manajer dibandingkan dengan pemilik.

Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar untuk memahami hubungan antara manajer dan pemegang saham. Hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antar manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*).

Menurut Jensen dan Meckling dalam Siagian (2011:10) *agency theory* merupakan hubungan keagenan tersebut terkadang menimbulkan masalah antara manajer dan pemegang saham. Konflik yang terjadi karena manusia adalah makhluk ekonomi yang mempunyai sifat dasar mementingkan kepentingan diri sendiri. Pemegang saham dan manajer memiliki tujuan yang berbeda dan masing-masing menginginkan tujuan mereka terpenuhi. Akibat yang terjadi adalah munculnya konflik kepentingan. Pemegang saham menginginkan pengembalian yang lebih besar dan secepat-cepatnya atas investasi yang mereka tanamkan sedangkan manajer menginginkan kepentingannya diakomodasi dengan pemberian kompensasi atau insentif yang sebesar-besarnya atas kinerjanya dalam menjalankan perusahaan.

Untuk mengatasi terjadinya konflik tersebut, harus ada tata kelola perusahaan yang baik dalam perusahaan sehingga memberikan keyakinan dan kepercayaan pemilik terhadap manajer bahwa mereka mampu memanfaatkan seluruh sumber daya secara maksimal sehingga profitabilitas perusahaan dapat meningkat.

Eisenhardt dalam Siagian (2011:11) menyatakan bahwa teori agensi menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia yaitu:

1. Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*).

2. Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*).
3. Manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*).

Dari asumsi sifat dasar manusia tersebut dapat dilihat bahwa konflik agensi yang sering terjadi antara manajer dengan pemegang saham dipicu adanya sifat dasar tersebut. Manajer dalam mengelola perusahaan cenderung mementingkan kepentingan pribadi. Teori keagenan mengimplikasikan adanya asimetri informasi antara manajer sebagai agen dan pemilik (pemegang saham) sebagai *principal*. Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang pemegang saham (*stakeholder*) lainnya.

e. Asymmetric Information Theory.

Menurut Brealey dan Myers (2003: 511) dalam Firnanti (2011) *Asymmetric Information* adalah:

“*A fancy term indicating that managers know about their companies’ prospects, risk, and value than do outside.*”

Brealey dan Myers dalam Firnanti (2011) mengemukakan bahwa manajer mempunyai pengetahuan yang lebih luas daripada investor. Hal ini dapat dibuktikan dengan perubahan harga saham akibat suatu keputusan yang diambil manajer. *Asymmetric information theory* merupakan suatu teori yang mengemukakan bahwa manajer perusahaan akan mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai prospek dan risiko yang dihadapi perusahaan. Keadaan ini memungkinkan manajer menggunakan informasi yang diketahuinya untuk mengambil keputusan, khususnya keputusan perusahaan.

Sedangkan menurut Sunaryo (2001) dalam Indrawati dan Suhendro (2006) *Asymmetric information theory* merupakan suatu kondisi di mana satu pihak dalam transaksi mempunyai lebih banyak informasi dibandingkan pihak lainnya.

Menurut Hanafi (2016: 314) Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi

yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya.

Menurut Hanafi (2016: 315) ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar, manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Pada saat harga saham menunjukkan nilai yang terlalu tinggi (*overvalue*), manajer akan cenderung mengeluarkan saham (memanfaatkan harga yang terlalu tinggi). Tentunya pihak luar (pasar) tidak mau ditipu. Karena itu pada saat penerbitan saham baru diumumkan, harga akan jatuh karena pasar menginterpretasikan bahwa harga saham sudah *overvalue*. Teori tersebut bisa menjelaskan fenomena jatuhnya harga saham pada saat terjadi pengumuman penerbitan saham baru, yang sering dijumpai.

### **2.2.1.3. Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal**

Menurut Brigham dan Houston (2011), faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan antara lain:

a. Stabilitas Penjualan.

Suatu perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat secara aman mengambil utang dalam jumlah yang lebih besar dan mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

b. Struktur Aset.

Perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang. Aset umum yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan dapat menjadi jaminan yang baik, sementara tidak untuk aset dengan tujuan khusus. Jadi, perusahaan *real estate* biasanya memiliki *leverage* yang tinggi sementara pada perusahaan yang terlibat dalam bidang penelitian teknologi, hal seperti ini tidak berlaku.

c. *Leverage* Operasi.

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih rendah akan lebih mampu menerapkan *leverage* keuangan karena perusahaan tersebut akan memiliki risiko usaha yang lebih rendah.

d. Tingkat Pertumbuhan.

Jika hal yang lain dianggap sama, maka perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal. Selain itu, biaya emisi yang berkaitan dengan penjualan saham biasa akan melebihi emisi yang terjadi ketika perusahaan menjual utang, mendorong perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat untuk lebih mengandalkan diri pada utang. Namun, pada waktu yang bersamaan perusahaan tersebut seringkali menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi, cenderung akan menurunkan keinginan mereka untuk menggunakan utang.

e. Profitabilitas.

Sering kali diamati bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi ternyata menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit. Salah satu penjelasan praktisnya adalah perusahaan yang sangat menguntungkan seperti Intel, Microsoft dan Coca-Cola tidak membutuhkan pendanaan utang terlalu banyak. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal.

f. Pajak.

Bunga merupakan suatu beban pengurang pajak dan pengurangan ini lebih bernilai bagi perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Jadi, makin tinggi tarif pajak suatu perusahaan, maka makin besar keunggulan dari utang.

g. Kendali.

Pengaruh utang dibandingkan saham pada posisi kendali suatu perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal. Jika manajemen saat ini memiliki kendali hak suara (lebih dari 50 persen saham) tetapi tidak berada dalam posisi untuk membeli saham tambahan lagi, maka manajemen mungkin akan memilih utang sebagai pendanaan baru. Pertimbangan kendali dapat mengarah pada penggunaan baik itu utang maupun ekuitas karena jenis modal yang memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen akan bervariasi dari satu situasi ke situasi yang lain.

- h. Sikap Manajemen.  
Manajemen dapat melaksanakan pertimbangannya sendiri tentang struktur modal yang tepat. Beberapa manajemen cenderung lebih konservatif dibandingkan yang lain dan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata perusahaan di dalam industrinya, sementara manajemen yang agresif menggunakan lebih banyak utang dalam usaha mereka untuk mendapatkan laba yang lebih tinggi.
- i. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat.  
Tanpa mempertimbangkan analisis manajemen sendiri atas faktor *leverage* yang tepat bagi perusahaan, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat sering kali akan mempengaruhi keputusan struktur keuangan. Perusahaan sering kali membahas struktur modalnya dengan pihak pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat serta sangat memperhatikan saran mereka.
- j. Kondisi Pasar.  
Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan dalam jangka panjang maupun jangka pendek yang dapat memberikan arah penting pada struktur modal optimal suatu perusahaan. Perusahaan berperingkat rendah yang membutuhkan modal terpaksa pergi ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek, tanpa melihat sasaran struktur modalnya. Namun, ketika kondisi melonggar perusahaan-perusahaan ini menjual obligasi jangka panjang untuk mengembalikan struktur modalnya kembali pada sasaran.
- k. Kondisi Internal Perusahaan.  
Kondisi internal suatu perusahaan sendiri juga dapat berpengaruh pada sasaran struktur modalnya. Perusahaan dapat menjual penerbitan saham biasa, menggunakan hasilnya untuk melunasi utang dan kembali pada sasaran struktur modalnya.
- l. Fleksibilitas Keuangan.  
Fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk menghimpun modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk. Potensi kebutuhan akan dana di masa depan dan konsekuensi kekurangan dana akan mempengaruhi sasaran struktur modal, makin besar kemungkinan kebutuhan modal dan

makin buruk konsekuensi jika tidak mampu untuk mendapatkannya, maka makin sedikit jumlah utang yang sebaiknya ada di dalam neraca perusahaan.

Sedangkan menurut Hanafi (2016: 345), ada 4 faktor yang mempengaruhi struktur modal diantaranya:

1. Stabilitas Penjualan.

Perusahaan yang mempunyai penjualan yang stabil, bisa menggunakan utang yang semakin tinggi. Semakin stabil penjualan suatu perusahaan, semakin mampu perusahaan tersebut menutup kewajiban-kewajibannya. Jika kondisi ekonomi memburuk, perusahaan dengan penjualan yang stabil mempunyai kemungkinan yang lebih tinggi untuk bisa menutup kewajibannya. Industri utilitas (misal: listrik) cenderung mempunyai utang yang lebih tinggi, karena penjualan utilitas relatif stabil (semua orang menggunakan listrik).

2. Tingkat Pertumbuhan Penjualan.

Perusahaan yang mempunyai tingkat penjualan yang tinggi akan lebih menguntungkan jika memakai utang. Perhitungan *Financial leverage* diatas menunjukkan bahwa dengan menggunakan utang, EPS bisa dimaksimalkan jika penjualan cukup tinggi. Pada sisi yang lain, perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi biasanya mempunyai harga saham yang tinggi (PER tinggi). Karena itu akan menguntungkan jika perusahaan menerbitkan saham (memanfaatkan harga saham yang masih tinggi). Manajer keuangan dengan demikian harus mempertimbangkan *trade-off* antara penggunaan utang dan saham dalam situasi tersebut.

3. Struktur Aset.

Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap yang lebih besar (yang berusia panjang), apalagi jika digabungkan dengan tingkat permintaan produk yang stabil, akan menggunakan utang yang lebih besar. Perusahaan yang mempunyai aset lancar lebih banyak (persediaan pada supermarket), yang nilainya akan tergantung dari profitabilitas perusahaan, akan menggunakan utang yang lebih sedikit.

4. Sikap Manajemen.

Manajemen yang konservatif akan menggunakan utang yang lebih sedikit, dan sebaliknya. Pemegang saham yang ingin menjaga kendali atas

perusahaannya akan menggunakan utang yang lebih banyak. Sebaliknya, jika perusahaan tidak berkepentingan terhadap kendali perusahaan, akan cenderung menerbitkan saham baru.

#### 2.2.1.4. Rasio Struktur Modal

Menurut Sjahrial dan Purba (2013) rasio struktur modal terdiri dari:

- a. Rasio Total Utang Terhadap Total Aktiva (DAR).

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk investasi pada aktiva guna menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

$$\text{Rasio DAR} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots\dots\dots (2.1)$$

- b. Rasio Total Utang Terhadap Modal (DER).

Rasio ini digunakan untuk mengukur perimbangan antara kewajiban yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri. Rasio ini juga dapat berarti sebagai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar utangnya dengan jaminan modal sendiri.

$$\text{Rasio DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\% \dots\dots\dots (2.2)$$

- c. Rasio Utang Jangka Panjang Terhadap Modal (LDER).

Rasio ini digunakan untuk menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka yang diberikan kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan. Rasio ini juga digunakan untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri atau seberapa besar utang jangka panjang dijamin oleh modal sendiri.

$$\text{Rasio LDER} = \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\% \dots\dots\dots (2.3)$$

### 2.2.2. Good Corporate Governance (GCG)

Perspektif teori agensi merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance*. Teori agensi muncul setelah terjadinya fenomena-fenomena yaitu semakin maraknya kepemilikan perusahaan yang dipisahkan dari manajemen dan pengelolaan perusahaan khususnya pada perusahaan-perusahaan modern yang mengakibatkan teori perusahaan yang klasik tidak dapat lagi dijadikan sebagai dasar dari analisis perusahaan tersebut.

Teori keagenan adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) dalam Rachmawati (2012: 169) *good corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan.

Menurut Sutedi (2012:1), *Good Corporate Governance* merupakan suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ perusahaan (Pemegang Saham/Pemilik Modal, Komisaris/Dewan Pengawas, dan Direksi) untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna tetap memperhatikan kepentingan stakeholders lainnya, berlandaskan peraturan perundang-undangan dan nilai-nilai etika.

Menurut Daniri (2014:5), *Good Corporate Governance* merupakan struktur dan proses (Peraturan, Sistem dan Prosedur) untuk memastikan prinsip TARIF bermigrasi menjadi kultur, mengarahkan dan mengendalikan perusahaan untuk mewujudkan pertumbuhan berkelanjutan, meningkatkan nilai tambah dengan tetap memperhatikan keseimbangan kepentingan *stakeholders* yang sesuai dengan prinsip korporasi yang sehat dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

*Corporate Governance* dikatakan baik bila memenuhi prinsip-prinsip sebagai berikut (Kaihatu, 2006):

1. Keterbukaan Informasi (*Transparency*).  
Keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan.
2. Akuntabilitas (*Accountability*).  
Kejelasan fungsi, struktur, system dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif.
3. Pertanggungjawaban (*Responsibility*).  
Kesesuaian (kepatuhan) di dalam pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat serta peraturan perundangan yang berlaku.
4. Kemandirian (*Independency*).  
Suatu keadaan dimana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak manajemen yang tidak sesuai dengan peraturan dan perundangan-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.
5. Kestaraan dan Kewajaran (*Fairness*).  
Perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak stakeholder yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku.

Menurut Tunggal (2013) jika perusahaan menerapkan mekanisme penerapan *corporate governance* secara konsisten dan efektif maka akan dapat memberikan manfaat antara lain:

1. Mengurangi *agency cost*, yaitu suatu biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham akibat pendelegasian wewenang kepada pihak manajemen.
2. Mengurangi biaya modal (*Cost of Capital*).
3. Meningkatkan nilai saham perusahaan di mata publik dalam jangka panjang.
4. Menciptakan dukungan para stakeholder dalam lingkungan perusahaan terhadap keberadaan perusahaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang ditempuh perusahaan.

Manfaat dari penerapan *corporate governance* tentunya sangat berpengaruh bagi perusahaan, manfaat ini bukan hanya untuk saat ini tetapi juga dalam jangka panjang dapat menjadi pendukung dari tumbuh kembangnya perusahaan dalam era persaingan global saat ini. Selain bermanfaat meningkatkan citra perusahaan di mata para investor, hal ini tentunya menjadi nilai tambah perusahaan dalam meningkatkan kinerja perusahaan untuk menghadapi persaingan usaha dalam dunia bisnis yang semakin kompetitif.

Pengelolaan perusahaan (*corporate governance*) itu sendiri dapat diartikan secara luas pada literatur yang ada dan terbatas. Secara terbatas, istilah tersebut berkaitan dengan hubungan antara manajer, direktur, auditor dan pemegang saham, sedangkan secara luas istilah pengelolaan perusahaan dapat meliputi kombinasi hukum, peraturan, aturan pendaftaran dan praktik pribadi yang meningkatkan perusahaan menarik modal masuk, memiliki kinerja yang efisien, menghasilkan keuntungan, serta memenuhi harapan masyarakat secara umum dan sekaligus kewajiban hukum. Keberadaan organ-organ tambahan tersebut memiliki fungsi dan tanggung jawab yang berkaitan dengan pelaksanaan *corporate governance*. Menurut Agoes (2011) organ-organ tambahan untuk melengkapi penerapan *corporate governance* antara lain:

1. Ukuran Dewan Komisaris.

Menurut Undang-Undang Perseroan Terbatas Nomor 40 Tahun 2007 ayat 6 menjelaskan dewan komisaris adalah organ yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi. Komite Kebijakan Nasional Governance (KNKG) (2006) juga mendefinisikan dewan komisaris adalah bagian dari organ perusahaan yang bertugas dan bertanggungjawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan *corporate governance*. Namun demikian, dewan komisaris tidak boleh turut serta dalam mengambil keputusan operasional.

2. Dewan Komisaris Independen.

Menurut Agoes dan Ardana (2014) Komisaris dan direktur independen adalah seseorang yang ditunjuk untuk mewakili pemegang saham independen (pemegang saham minoritas) dan pihak yang ditunjuk tidak dalam kapasitas mewakili pihak mana pun dan semata-mata ditunjuk berdasarkan latar belakang pengetahuan, pengalaman, dan keahlian profesional yang dimilikinya untuk sepenuhnya menjalankan tugas demi kepentingan. Sedangkan menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (2006) Komisaris Independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan.

3. Kepemilikan Manajerial.

Menurut Tjeleni (2013) Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham. Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu instrument atau alat yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim terhadap sebuah perusahaan. Meningkatkan kepemilikan manajerial digunakan sebagai salah satu cara untuk mengatasi masalah yang ada di perusahaan. Meningkatnya kepemilikan manajerial maka manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sehingga dalam hal ini akan berdampak baik kepada perusahaan serta memenuhi keinginan para pemegang saham (Thesarani, 2016).

4. Kepemilikan Instusional.

Menurut Widarjo *et al* (2010) Kepemilikan Instutisional adalah kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa pemerintah, institusi swasta maupun asing. Sedangkan menurut Thesarani (2016) Kepemilikan Insitusional adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam

presentase saham yang dimiliki investor institusional dalam perusahaan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan investment banking. Adanya kepemilikan institusional disuatu perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen. Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat bergantung pada besarnya investasi yang dilakukan.

5. Komite Audit.

Menurut Peraturan Nomor IX.1.5 dalam lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-29/PM/2004 mengemukakan bahwa Komite Audit adalah komite yang dibentuk oleh dewan komisaris dalam rangka membantu melaksanakan tugas dan fungsinya. Komite audit ini merupakan orang yang melakukan pengawasan terhadap perusahaan. Adanya komite audit diharapkan mampu mengontrol dan memonitor keputusan yang dilakukan manajer itu sudah benar yang berarti bahwa keputusan tidak memihak suatu pihak, namun mengikat semua pihak yang berkepentingan di dalam perusahaan. Komite Audit dituntut dapat bertindak secara independen, independensi komite audit tidak dapat dipisahkan moralitas yang melandasi integritasnya. Hal ini perlu didasari karena komite audit merupakan pihak yang menjembatani antara eksternal auditor dan perusahaan yang juga sekaligus menjembatani antara fungsi pengawasan dewan komisaris dengan internal auditor (Thesarani, 2016).

### **2.2.3. Nilai Perusahaan**

Salah satu tujuan utama suatu perusahaan adalah memaksimumkan nilai perusahaan, nilai perusahaan digunakan sebagai pengukur keberhasilan perusahaan karena dengan meningkatnya nilai perusahaan berarti meningkatnya kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham.

Menurut Fahmi (2013: 50), nilai perusahaan adalah memberikan informasi seberapa besar masyarakat menghargai perusahaan, sehingga mereka membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai buku saham.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2012) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang diterima oleh pemilik perusahaan.

Sedangkan Menurut Sartono (2012) nilai perusahaan dapat didefinisikan sebagai berikut tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh dengan memaksimalkan nilai sekarang atau *present value* semua keuntungan pemegang saham akan meningkat apabila harga saham yang dimiliki meningkat. Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan *Price to Book Value (PBV)*, dikarenakan PBV merupakan penilaian investor terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi rasio PBV maka semakin tertarik para investor untuk membeli saham perusahaan.

#### **2.2.3.1. Konsep Nilai Perusahaan**

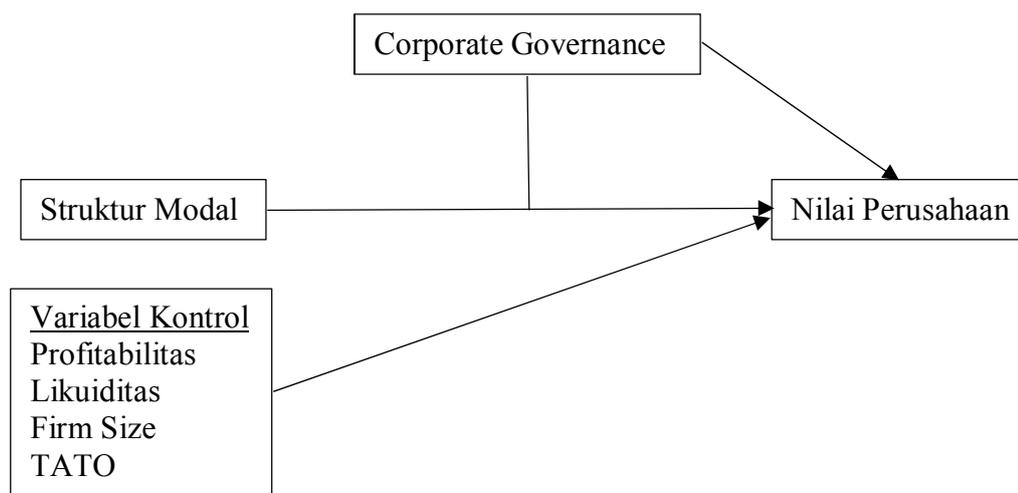
Menurut Christiawan dan Tarigan (2007) beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai perusahaan di antaranya sebagai berikut:

- a. Nilai nominal, yaitu nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif.
- b. Nilai pasar atau sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan di jual di pasar saham.
- c. Nilai intrinsik merupakan nilai yang mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intinsik ini bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.
- d. Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi.

- e. Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan yang harus dipenuhi. Nilai sisa itu merupakan bagian para pemegang saham. Nilai likuidasi bisa dihitung berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan di likuidasi.

### 2.3. Kerangka Pemikiran dan Pengaruh Antar Variabel

Alur penelitian ini dapat dilihat pada gambar berikut ini:



**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran**

#### 2.3.1. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.

Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditujukan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap sumber modal. Perusahaan menggunakan struktur modal dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya aset dan sumber dananya yang akan meningkatkan keuntungan pemegang saham

Nilai perusahaan merupakan fungsi linear dari struktur modal yang berarti bahwa rasio utang yang berbeda mempengaruhi konsistensi nilai perusahaan. Untuk tujuan meningkatkan struktur modal, penggunaan utang dapat menimbulkan dua kemungkinan yaitu utang memberikan efek positif dan meningkatkan nilai perusahaan atau utang akan memberikan efek negatif dan menurunkan nilai perusahaan (Cuong, 2014). Rasio utang yang tinggi digunakan sebagai alat untuk

mengurangi pengeluaran arus kas oleh managerial atau sebagai penekanan penggunaan arus kas untuk pembayaran utang. Dalam situasi ini, utang akan memiliki efek positif terhadap nilai perusahaan (Margaritis & Psillaki, 2010).

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan berkaitan dengan *trade-off theory*, karena semakin besar proporsi utang maka semakin besar penghematan pajak yang diperoleh, tetapi biaya kebangkrutan yang mungkin timbul juga semakin besar. Peningkatan pendanaan melalui utang merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi biaya keagenan. Hutang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *perquisites* dan kinerja perusahaan menjadi lebih efisien sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat.

Penelitian yang dilakukan oleh Permatasari dan Azizah (2018), Anggriawan (2017), Cuong (2014), Hoque *et al* (2014), Ramdhonah (2019), Kusumajaya (2011) dan Wijaya dan Wibawa (2010) menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

### **2.3.2. Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan.**

Dalam perspektif teori keagenan, agen yang *risk averse* dan yang cenderung mementingkan dirinya sendiri akan mengalokasikan *resources* (berinvestasi) yang tidak meningkatkan nilai perusahaan. Permasalahan agensi ini akan mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan, baik dalam bentuk investasi yang tidak layak, maupun dalam bentuk *shirking*. Dalam hal mencapai *corporate governance* yang baik untuk mengurangi konflik keagenan peranan kepemilikan institusional dirasa penting karena investor institusional mempunyai hak yang cukup besar dalam membuat keputusan-keputusan dalam perusahaan. Sedangkan komisaris independen merupakan pihak dari eksternal perusahaan yang bertindak sebagai penengah atau pengendali jika terdapat perselisihan antara para manajer internal dan juga bertindak dalam mengawasi kebijakan manajemen serta memberikan saran, nasihat dan masukan kepada pihak manajemen apabila dipandang perlu.

Komisaris independen merupakan posisi terbaik dalam melaksanakan tugas fungsi monitoring atau pemantauan demi tercapainya *corporate governance* yang baik dalam perusahaan. Keberadaan komite audit juga mempunyai peranan penting dalam menjamin terciptanya *corporate governance* yang baik dalam perusahaan. Tugas dari komite audit adalah untuk memberikan masukan profesional yang independen kepada dewan komisaris terhadap laporan atau hal-hal yang disampaikan oleh pihak direksi kepada dewan komisaris serta meninjau hal-hal yang memerlukan perhatian dari dewan komisaris. Selain itu, tugas dari komite audit adalah bertanggung jawab untuk mengawasi laporan keuangan perusahaan, mengawasi audit eksternal dan mengamati sistem pengendalian internal perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Tambunan *et al* (2017), Perdana dan Raharja (2014) dan Muryati & Suardhika (2014) menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan.

### **2.3.3. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi.**

Penerapan *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 eksekutif dan stakeholder guna memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut didukung oleh *agency theory*. Peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (kepemilikan manajerial) dapat menurunkan adanya *agency cost* karena akan mensejajarkan antara kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Kepemilikan institusional dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan memanfaatkan informasi, serta dapat mengatasi konflik keagenan karena dengan meningkatnya kepemilikan institusional maka seluruh aktivitas perusahaan akan diawasi oleh pihak institusi atau lembaga.

Penelitian yang dilakukan oleh Asmoro dan Fidiana (2015) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat memoderasi hubungan antara struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Suarmita (2017) mengatakan bahwa kepemilikan manajerial justru memperlemah hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Akan tetapi penelitian yang dilakukan Pratama dan Wirawati (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut didukung dengan Samisi dan Ardiana (2013).

#### **2.4. Hipotesis Penelitian**

Dari kerangka pemikiran diatas, maka peneliti menarik suatu hipotesa sebagai berikut:

H<sub>1</sub> = Struktur Modal berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.

H<sub>2</sub> = *Corporate Governance* berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.

H<sub>3</sub> = *Corporate Governance* mampu memperkuat pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.