

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Nilai perusahaan

Ticoalu *et al* (2017) menyatakan nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli diartikan sebagai harga pasar atas perusahaan itu sendiri.

Di bursa saham, harga pasar berarti harga yang bersedia dibayar oleh investor untuk setiap lembar saham perusahaan. Oleh karena itu, nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap perusahaan yang selalu dikaitkan dengan harga saham. Jika perusahaan berkembang dan berjalan lancar, maka nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai utang perusahaan dalam bentuk obligasi tidak terpengaruh sama sekali. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai dari saham kepemilikan bisa merupakan indeks yang tepat untuk mengukur tingkat efektifitas perusahaan. Berdasarkan alasan itulah, maka tujuan manajemen keuangan dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham kepemilikan perusahaan, atau memaksimalkan harga saham.

Tujuan memaksimalkan harga saham tidak berarti bahwa para manajer harus berupaya mencari kenaikan nilai saham dengan mengorbankan para pemegang obligasi.

Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena digunakan sebagai alat ukur nilai perusahaan, dan dalam perhitungannya tidak hanya melibatkan seluruh unsur dari utang dan ekuitas tetapi seluruh aset yang dimiliki perusahaan (Sulistio dan Saifi , 2017).

Alasan penelitian ini menggunakan Tobin's Q, dikarenakan unsur perhitungannya adalah nilai pasar dari *common stocks* (saham biasa) dan *financial liabilities* (pembiayaan utang). Perusahaan dengan Tobin's Q tinggi atau $q > 1,00$ mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kesempatan investasi lebih baik, memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi, dan mengindikasikan manajemen dinilai baik dalam mengelola aset perusahaan sehingga di mata investor perusahaan lebih menarik. Formula Tobins'Q yang digunakan Sudiyatno dan Puspitasari (2010) adalah sebagai berikut :

$$Q = \frac{MVE + D}{TA} \dots\dots\dots(2.1)$$

Keterangan :

MVE = *Market Value of Equity* (Nilai Pasar Ekuitas)

= *Firm's stock price * outstanding shares*

TA = *Total Asset*, yaitu aset lancar + total aset tetap

D = *Debt* (Utang)

2.1.2 Struktur Modal

Pengertian struktur modal merupakan perbandingan atauimbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan utang

terhadap modal sendiri juga dinyatakan oleh (Halim, 2015:81). Dari beberapa teori menurut para ahli yang telah dipaparkan, dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan bauran atau perpaduan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Di bawah ini diuraikan beberapa teori terkait struktur modal perusahaan.

A. *Pecking Order Theory*

Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961, akan tetapi penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984). Teori ini menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal. Teori tersebut juga menjelaskan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba yang ditahan) daripada pendanaan ekuitas eksternal (menerbitkan saham baru).

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan memprioritaskan sumber-sumber pendanaan dari pembiayaan internal untuk ekuitas sesuai dengan prinsip usaha minimal, atau paling tidak resistensi, memilih untuk meningkatkan ekuitas melalui penjualan saham baru sebagai pembiayaan terakhir. Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir, sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan calon investor tentang kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek mendatang yang kurang baik.

Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan memulai dari utang,

kemudian *hybrid securities* seperti *convertible bonds*, kemudian ekuitas sebagai alternatif terakhir.

Menurut Myers (1984) hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu dan apabila memerlukan *external fund*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*. Pemilihan *internal equity* oleh perusahaan dibandingkan dengan *external finance* dapat dijelaskan oleh dua pandangan yang berbeda. Adedeji (1998) menyatakan bahwa *internal equity* dipilih karena perusahaan ingin menghindari *flotation cost* yang biasanya menyertai penggunaan *external finance*. Myers dan Majluf (1984) menyetujui pandangan bahwa perusahaan memilih *internal equity* karena adanya *flotation cost*. Mereka menyatakan bahwa manfaat bersih dari pendanaan yang diperoleh dari *debt* (dalam kaitannya dengan *tax shield* dan risiko dari *financial distress*), kemungkinan akan lebih besar dibandingkan dengan *flotation cost*. Myers dan Majluf (1984) juga menyetujui pandangan bahwa perusahaan bergantung pada *internal fund* karena ingin memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini. Penjualan saham-saham baru tidak menarik bagi para pemegang saham saat ini, karena biasanya akan mengarah pada penurunan harga saham perusahaan yang bersangkutan di pasar.

Myers dan Majluf (1984), di dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) di antara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan, serta argumentasi bahwa manajer berpihak kepada pemegang saham lama. Kedua permasalahan tersebut

menyebabkan perusahaan memiliki hirarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, utang, kemudian saham.

Dasar pemikiran *pecking order theory* adalah tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu, dan terdapat hirarki sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Esensi teori ini adalah adanya dua jenis sumber modal, yaitu *external financing* dan *internal financing*. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu *internal financing* tidak mencukupi dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

B. Teori MM dan *Trade off*

Teori MM diawali pada tahun 1958 terdiri dari 2 jenis yaitu: (i) teori MM dengan pajak dan (ii) teori MM tanpa pajak. Terdapat kesamaan secara mendasar dari kedua macam jenis teori MM, yaitu nilai dari struktur modal tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan, dan nilai perusahaan yang berutang sama dengan nilai perusahaan yang tidak berutang yang artinya ialah setiap perubahan dari struktur modal tidak akan mempengaruhi nilai dari perusahaan tersebut, dan nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan memadukan utang dan modal untuk membiayai perusahaan.

Berdasarkan teori MM dengan pajak, nilai perusahaan akan meningkat sebesar *present value* dari penghematan pajak yang berasal dari beban bunga. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa berdasarkan teori MM dengan pajak penggunaan utang akan lebih menguntungkan apabila dibandingkan dengan penerbitan saham. Sedangkan *Teory trade off* memprediksikan bahwa *leverage* optimal mencerminkan *trade off* antara biaya kebangkrutan dan penghematan pajak dari penggunaan utang, Kraus dan Litzenberger (1973), merupakan yang pertama mengembangkan teori klasik ini.

Teori *trade-off* memperkirakan bahwa rasio utang sasaran akan bervariasi antara perusahaan satu dengan yang lain. Perusahaan dengan aset berwujud serta laba kena pajak yang melimpah yang harus dilindungi sebaiknya memiliki rasio sasaran rasio utang yang tinggi. Perusahaan dengan aset profitabilitas rendah dan tak berwujud yang berisiko, sebaiknya bergantung pada pendanaan yang bersumber dari ekuitas.

C. Teori *Signaling*

Teori ini dikembangkan oleh Ross pada tahun 1979. Ross menyarankan perusahaan dengan *leverage* yang besar dapat dipakai manajer sebagai signal optimis akan masa depan perusahaan. Teori *signaling* ini muncul karena adanya permasalahan asimetris informasi (situasi dimana manajer lebih mengetahui informasi tentang operasi dan prospek perusahaan ke depannya dibandingkan investor luar). Dengan kata lain, perusahaan yang mendapat kredit, memberikan signal positif bahwa perusahaan tersebut dipercaya oleh bank, sehingga utang akan menambah nilai perusahaan.

D. *Agency Theory*

Agency Theory ini dikemukakan oleh Jansen dan Meckling pada tahun 1976 yang menyatakan bahwa manajemen merupakan agen dari pemegang saham, yang merupakan pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Manajer sebagai agen diberikan mandat oleh pemegang saham (*prinsipal*) untuk menjalankan bisnis demi kepentingan prinsipal, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham, sedangkan manajer memiliki kepentingan sendiri yaitu bertambahnya kesejahteraan para manajer dengan berorientasi pada gaji dan komisi.

Dalam kondisi ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory*, yaitu adanya konflik kepentingan. Hubungan keagenan dapat menimbulkan permasalahan keagenan (*agency problem*) karena adanya konflik kepentingan dan informasi yang tidak lengkap (*assymetric information*) antara principal dan agen. Oleh karena itu, timbul mekanisme pengawasan yang menimbulkan biaya yang harus ditanggung perusahaan, dan biaya inilah yang menyebabkan timbulnya *agency cost*, Alamsyah dan Muchlas (2017).

Kegiatan pengawasan yang dilakukan memerlukan biaya keagenan yang dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap pengambilan keputusan oleh manajemen. Biaya keagenan digunakan untuk mengontrol semua aktivitas yang dilakukan

manajer sehingga manajer dapat bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual antara kreditor dan pemegang saham.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*. Pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Menurut Irwanto (2013), penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemilik saham. Kedua, dengan menggunakan utang didalam struktur modal perusahaan *debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan melakukan pengawasan akan penggunaan dana tersebut. Ketiga, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cashflow* dan manajemen terpaksa mencari dana dari utang untuk membiayai kegiatan investasinya. Di samping itu, *dividend payout* yang tinggi akan mengurangi jumlah *free cash flow* yang dapat disalahgunakan oleh manajemen perusahaan. Apabila utang dipakai sebagai mekanisme pengendalian atas penyalahgunaan arus kas bebas, maka penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini struktur modal berperan sebagai variabel *intervening* atas pengaruh karakteristik perusahaan yang telah disebutkan di atas terhadap nilai perusahaan. Struktur Modal adalah perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri (ekuitas). Ilham (2013), adapun formulasi dari struktur modal adalah sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Utang jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}} \dots\dots\dots(2.2)$$

2.1.3 Profitabilitas

Ukuran profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan rasio keuangan yang paling terkenal dan banyak digunakan dari seluruh rasio keuangan yang ada. Rasio ini dimaksudkan untuk mengukur seberapa efisien suatu perusahaan dalam memanfaatkan ekuitas dan memanfaatkan kegiatan operasinya, (Ross *et al*, 2015:73). Imbal hasil atas ekuitas (ROE) adalah ukuran kinerja hasil akhir yang sebenarnya. ROE diukur sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(2.3)$$

Rasio profitabilitas dengan menggunakan ROE untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang baik sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat. Semakin besar laba yang diperoleh perusahaan akan mampu meningkatkan nilai perusahaan, Perwira dan Wiksuana (2018). Hal ini menyimpulkan bahwa profitabilitas memiliki hubungan positif secara langsung terhadap nilai perusahaan.

2.1.4 Struktur Aktiva

Menurut Batubara *et al* (2017) komposisi aktiva tetap berwujud perusahaan yang jumlahnya besar akan mempunyai peluang untuk memperoleh tambahan modal dengan utang, karena aktiva tetap tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan untuk memperoleh utang. Pengukuran struktur aktiva pada penelitian ini mengacu pada penelitian Devi *et al* (2014) yang diprosikan dengan FAR (*Fixed Asset Ratio*) dengan rumus:

$$FAR = \frac{\text{Total Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots(2.4)$$

Sebagian besar perusahaan dengan keuangan yang stabil memiliki nilai investasi yang tinggi dalam aktiva tetap. Komposisi aktiva tetap menentukan nilai perusahaan menurut penelitian Febrianti (2012) yang membuktikan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa jika aktiva tetap dalam struktur aktiva meningkat, maka nilai perusahaan juga akan meningkat.

2.1.5 Umur Perusahaan

Faktor lain yang dianggap mampu mempengaruhi nilai perusahaan selain ukuran perusahaan adalah *firm age* (usia perusahaan). Usia atau umur juga menunjukkan kematangan perusahaan dalam mengelola perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Semakin tua usia perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan tersebut karena akan menunjukkan banyaknya pengalaman perusahaan dalam menghadapi fluktuasi perekonomian dan cenderung stabil serta menguntungkan untuk investor.

Menurut Tunggal dan Ngatno (2018), usia perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan di bursa. Umur perusahaan dalam penelitian ini diukur dari tanggal berdirinya perusahaan karena pada saat itu perusahaan mulai membuat laporan keuangan dan digunakan oleh pemakai laporan keuangan, agar informasi yang terkandung di dalamnya dapat segera digunakan oleh pihak-pihak yang membutuhkan tersebut. Umur diukur sebagai berikut:

$$\text{AGE} = \text{Tanggal berdirinya perusahaan sampai akhir periode penelitian} \dots\dots\dots(2.5)$$

2.1.6 Ukuran Perusahaan

Size adalah simbol ukuran perusahaan. Faktor ini menjelaskan bahwa suatu perusahaan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal, sedangkan perusahaan kecil tidak mudah.

Kemudahan aksesibilitas ke pasar modal merupakan fleksibilitas dan kemampuan perusahaan untuk menciptakan utang atau memunculkan dana yang lebih besar dengan catatan perusahaan tersebut memiliki ratio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain- lain dengan menggunakan skala rasio.

Pada dasarnya menurut Ngadiman dan Puspitasari, (2014), ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu : “perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada total aset perusahaan”. Pengukuran ukuran perusahaan pada penelitian ini mengacu pada penelitian Devi *et al*, (2017) dengan nilai logaritma natural dari total aset atau dengan rumus:

$$\text{Size Perusahaan} = \text{Ln (Total Aset)} \dots\dots\dots(2.6)$$

2.1.7 Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

Pemilihan sumber pembiayaan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan, karena itu baik dan buruknya struktur modal akan mempunyai

pengaruh yang berakibat langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Sebelum suatu perusahaan membuat kebijakan-kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal, maka akan terlebih dahulu perlu dianalisis hal-hal yang berpengaruh terhadap struktur modal itu sendiri. Beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal di antaranya:

A. Profitabilitas

Profitabilitas dalam *agency theory* adalah rasio utang tinggi sedangkan dalam *pecking order theory* merupakan rasio utang rendah yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada tingkat penjualan, aktiva dan modal. *Profit margin* yang rendah dapat menunjukkan ketidakefisienan manajemen. ROE menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan ekuitas yang dihasilkan perusahaan bagi pemegang sahamnya. Menurut Dewi dan Sudiartha, (2016) profitabilitas juga merupakan faktor yang seharusnya mendapat perhatian penting karena untuk dapat melangsungkan hidupnya, suatu perusahaan harus berada dalam keadaan yang menguntungkan, karena tanpa adanya keuntungan maka akan sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar .

B. Struktur Aktiva

Apabila struktur aktiva perusahaan cocok digunakan untuk dijadikan agunan kredit, perusahaan tersebut cenderung menggunakan banyak utang. Perusahaan akan menggunakan dana tambahan dari luar untuk keperluan investasinya ketika dana internal tidak mencukupi. Struktur aset yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai aset tetap yang

berlimpah, aset tetap yang berlimpah ini dapat dimanfaatkan oleh perusahaan sebagai jaminan untuk memperoleh utang. Sehingga perusahaan dengan struktur aset yang tinggi mempunyai kemudahan dalam berutang dibanding dengan perusahaan dengan struktur aset yang rendah. Dapat diartikan jika struktur aset semakin tinggi maka utangnya juga semakin tinggi. Hasil penelitian Suweta dan Dewi, (2016) menyebutkan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

C. Umur Perusahaan

Umur mempengaruhi struktur modal dalam sebuah perusahaan, perusahaan kecil yang berumur relatif muda akan menggunakan *debt* karena belum memiliki cukup pedanaan dari internal perusahaan. Penggunaan utang dalam struktur modal berubah dengan bertambahnya umur perusahaan. Usia perusahaan dipandang sebagai standar ukuran reputasi dalam model struktur modal. Jadi umur perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal menurut Nugroho (2014).

D. Ukuran perusahaan

Perusahaan besar memiliki akses lebih besar ke pasar modal dan besar kecilnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan akan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi, sehingga perusahaan tersebut akan lebih berani mengeluarkan saham baru dan cenderung untuk menggunakan jumlah pinjaman yang juga semakin besar jadi ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Pernyataan Devi *et al* (2017)

menyatakan salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah aktiva dari perusahaan tersebut.

2.2 Kerangka Pemikiran

2.2.1 Penelitian terdahulu

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang berbeda untuk hubungan nilai perusahaan, struktur modal, profitabilitas, struktur aktiva, umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Berikut ini adalah penelitian-penelitian yang telah dilakukan diantaranya:

1. Sutrisno (2016) , Struktur Modal faktor penentu dan pengaruhnya pada nilai perusahaan dengan hasil profitabilitas yang diprosikan dengan *return on equity* (ROE) mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal, artinya dengan tingkat keuntungan yang tinggi semakin meningkatkan struktur modal.
2. Suweta dan Dewi (2016) Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva dan Pertumbuhan Aktiva Terhadap Struktur Modal dengan hasil struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal pada Restaurant Pawitra Saridi Ubud periode 2011-2014 Hal ini berarti dengan semakin tingginya nilai struktur aktiva (aktiva tetap), perusahaan dapat menggunakan terlebih dahulu sumber dana eksternal, yaitu hutang jangka panjang sebagai alternatif pertama dalam membiayai aktivitas operasional dan investasinya dibandingkan modal sendiri.
3. Mau *et al* (2015) Pengaruh Profitabilitas, Umur dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal dengan hasil uji regresi menyatakan tidak adanya

pengaruh umur perusahaan terhadap struktur modal, berbeda dengan hipotesis yang dibangun penulis bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini berarti umur perusahaan yang semakin bertambah tidak akan mempengaruhi struktur modal.

4. Krisnanda dan Wiksuana (2015) Pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan *non debt tax shield* terhadap struktur modal pada perusahaan telekomunikasi di bursa efek Indonesia dengan hasil ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan telekomunikasi, sehingga ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013 ditolak.
5. Tunggal dan Ngatno (2018) Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan ukuran dan umur perusahaan sebagai variabel moderator (Studi kasus Tahun 2014-2016) pada Perusahaan sub-sektor makanan dan minuman yang Terdaftar di BEI dengan hasil koefisien interaksi yang menunjukkan nilai positif signifikan berarti dapat diasumsikan bahwa usia perusahaan memiliki efek moderasi yang positif dengan nilai perusahaan artinya ukuran perusahaan memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan
6. Mahardhika dan Roosmawarni (2016) Analisis karakteristik perusahaan yang mempengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2014 dengan hasil Variabel size berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini

menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam membeli saham.

7. Anggriawan *et al* (2017) Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan dan Minuman Yang Listing di bursa efek indonesia tahun 2011-2015 dengan hasil Pengaruh struktur modal dengan variabel DER terhadap nilai perusahaan dengan variabel PER berdasarkan hasil analisis diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa secara parsial nilai perusahaan dengan variabel *Price earning ratio* dipengaruhi oleh struktur modal dengan variabel *Debt Equity Ratio*.
8. Vuong (2017) *Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Evidence from United Kingdom*, menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan, yang diukur dengan ROA, ROE dan Tobin's Q memiliki hubungan negatif dengan kewajiban jangka panjang, sedangkan utang jangka pendek tidak memiliki dampak signifikan pada rasio-rasio ini. Kinerja yang diukur dengan EPS juga tidak memiliki hubungan dengan leverage. Temuan ini konsisten untuk ROA, ROE, dan EPS ketika kita mempertimbangkan semua perusahaan. Satu-satunya perubahan adalah Tobin Q ketika kita mengamati hubungan positif. Selain itu, faktor ukuran dan pertumbuhan juga ikut membawa manfaat untuk kinerja perusahaan, kecuali Tobin Q. Akhirnya, krisis keuangan global tampaknya tidak banyak mempengaruhi hubungan antara indikator leverage dan profitabilitas.
9. Acaravci (2015) *The determinants of capital structure : Evidence from the Turkish manufacturing sector*, dengan hasil empiris menyajikan bahwa ada hubungan signifikan antara peluang pertumbuhan dengan struktur modal yang

hasilnya mendukung teori *trade off*. Ukuran, profitabilitas memiliki efek dan mendukung teori *pecking order*.

10. Sultan *and* Adam (2015) *The effect of capital structure on profitability an empirical analisis of listed firm in Iraq*, dengan hasil struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas selain itu profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal .
11. Dang *et al* (2019) *Study the impact of growth, firm size, capital structure and profitability in enterprise value: evidence of enterprises in Vietnam*, dengan hasil ukuran dan profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan struktur modal faktor yang mempengaruhi secara negatif terhadap nilai perusahaan .
12. Sucuahi *et al* (2016) *Influence of profitability to the firm value of diversifield companies in the Philipines*, dengan hasil faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yang menggunakan Tobin's Q, hanya profitabilitas yang menunjukkan dampak positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
13. Mule *et al* (2015), *Corporate size, profitability and market value an econometric panel analysis of listed firms in Kenya*, dengan hasil profitabilitas berpengaruh positif terhadap ukuran perusahaan yaitu pengembalian ekuitas, sedangkan ukuran perusahaan tidak signifikan memprediksi profitabilitas, yaitu pengembalian aset. Dan hasil lainnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak signifikan pada nilai pasar perusahaan.
14. Selcuk (2016), *Does firm age affect profitability: evidence from Turkey*, dengan hasil menunjukkan hubungan negatif antara usia perusahaan dan profitabilitas diukur dengan pengembalian aset, laba atas ekuitas atau margin

kotor, ini menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih muda mulai melihat penurunan dalam profitabilitas namun di duga menjadi menguntungkan lagi di usia tua.

15. Buvanendra *et al* (2017) *Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: A comparative study of listed firms in Sri Lanka and India*, dengan hasil ditemukan bahwa sebagian perusahaan di kedua negara menyesuaikan struktur modal yang optimal dari waktu ke waktu. Selanjutnya ada perbedaan dalam faktor penentu signifikan struktur modal antara Sri Lanka dan India.
16. Detthamrong (2017), *Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand*, Kami mengindikasikan tata kelola perusahaan tidak berpengaruh dengan leverage keuangan dan kinerja perusahaan. Leverage memiliki efek positif pada kinerja perusahaan. Dengan perusahaan kecil dan besar, efek negatif dari ukuran komite audit terhadap kinerja perusahaan terbukti untuk perusahaan besar sedangkan pengaruh reputasi audit terhadap kinerja perusahaan hanya untuk perusahaan kecil saja. Selanjutnya, leverage keuangan memediasi pengaruh ukuran komite audit terhadap kinerja perusahaan besar.
17. Asif and Aziz (2016), *Impact of capital structure on firm value-creation-evidence from the cement sector of Pakistan*, dengan hasil menyatakan bahwa sebagian besar variabel independen memiliki korelasi positif yang menyimpulkan bahwa struktur modal memiliki dampak positif pada nilai perusahaan.

2.2.2 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran yang dijelaskan dalam penelitian ini dibangun menggunakan Gambar 2.1 yang secara teoretis menggambarkan pengaruh karakteristik perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan struktur modal sebagai variabel *intervening*.

2.2.2.1 Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Profitabilitas yang tinggi merupakan harapan para investor dan pemegang saham, sebab dengan tingginya profitabilitas akan mampu meningkatkan harga saham sebagai ukuran nilai perusahaan. Teori profitabilitas sebagai salah satu acuan dalam mengukur besarnya laba menjadi begitu penting untuk mengetahui apakah perusahaan telah menjalankan usahanya secara efisien. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi menurut Agustia dan Suryani (2018).

Tingkat pengembalian investasi kepada pemegang saham tergantung pada laba yang dihasilkan perusahaan. Investor menganggap bahwa perusahaan memperoleh laba bersih dari pengelolaan ekuitas yang dimilikinya secara efisien sehingga berdampak positif pada potensi nilai pasar suatu perusahaan, penelitian oleh Rahmawati *et al* (2015).

2.2.2.2. Pengaruh struktur aktiva terhadap nilai perusahaan

Struktur aktiva adalah penentuan berupa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap menurut Batubara *et al* (2017).

Perusahaan yang memiliki porsi aktiva tetap yang tinggi, mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut giat berinvestasi ,dan sebagai konsekuensinya akan mampu menghasilkan laba/ arus kas berlebih di masa depan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan menurut Suriawinata (2004). Struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aktiva yang dijadikan jaminan (*collateral value of assets*) sehingga perusahaan dengan aktiva tetap besar memiliki *leverage* besar.

Kebanyakan perusahaan industri sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed asset*) akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri sedang modal asing sifatnya sebagai pelengkap. Hal ini berarti bahwa jika struktur aktiva meningkat maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Penelitian tersebut diperkuat dengan penelitian Febrianti (2012) bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.2.2.3 Pengaruh umur perusahaan terhadap nilai perusahaan

Pada dasarnya, umur perusahaan adalah umur sejak berdirinya perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas selama masih mampu menjalankan operasinya. Perusahaan masih memiliki ketidakpastian yang tinggi akan masa depannya serta informasi yang asimetris sehingga mempunyai akses yang terbatas pada pembiayaan dengan modal saham menurut Mau *et al* (2015). Namun Umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak dan mengetahui kebutuhan perusahaan

atas informasi tentang perusahaan. Sedangkan perusahaan yang lebih muda lebih rentan terhadap kegagalan karena kurangnya pengalaman dalam Dimitri dan Sumani (2013). Variabel ini dimasukkan karena perusahaan yang telah lama berdiri biasanya akan dapat menghasilkan laba yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang baru berdiri sehingga menaikkan nilai perusahaan.

2.2.2.4. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan, Tunggal *et al* (2018). Perusahaan yang berukuran besar semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian semakin mudah mendapatkan pinjaman untuk meningkatkan produksi dan ekspansi pabrik sehingga meningkatkan nilai perusahaan, menurut Mahardika dan Roosmawarni (2016).

2.2.2.5 Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

Struktur modal (*capital structure*) berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri, Suranto *et al* (2017). Struktur modal yang menggunakan utang lebih banyak memberikan manfaat penghematan pajak dan penurunan WACC. Namun berdasarkan *trade of theory* tentang struktur modal terdapat struktur modal yang optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan. Seperti yang dijelaskan oleh Sutrisno (2016) Struktur modal yang optimal akan meningkatkan kinerja perusahaan.

2.2.2.6 Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Semakin tinggi besarnya profitabilitas yang dihasilkan, maka semakin rendah struktur modalnya. Keputusan manajemen menurunkan penggunaan utang ketika profitabilitas yang dihasilkan tinggi, situasi ini sesuai dengan prinsip *pecking order theory* dimana manajemen memilih pembiayaan dari dalam untuk menambah kebutuhan modalnya. Penggunaan utang hanya akan dilakukan jika pembiayaan dari dalam tidak cukup untuk menutup kebutuhan modal yang diperlukan penelitian oleh Novitaningtyas dan Mudjiyanti, (2014).

2.2.2.7 Pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal

Struktur aktiva diklasifikasikan menjadi dua bagian utama, yang pertama aktiva lancar (meliputi kas, investasi jangka pendek, piutang wesel, piutang dagang, persediaan, piutang penghasilan, serta uang muka). Kedua aktiva tidak lancar (meliputi: investasi jangka panjang, aktiva tetap, aktiva tetap tidak berwujud). Kebanyakan dari perusahaan industri yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap, biasanya mengutamakan pemenuhan kebutuhan untuk modalnya diambil dari modal yang permanen atau modal sendiri. Komposisi aktiva tetap berwujud perusahaan yang jumlahnya besar dapat dijadikan tambahan modal dengan utang, karena aktiva tetap tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan pinjaman untuk memperoleh utang. Sedangkan modal asing hanya digunakan sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya struktur *financial conservative*, dimana modal sendiri paling sedikit dapat menutupi jumlah aktiva tetap, ditambah aktiva lainnya menurut Sutrisno, (2016).

2.2.2.8 Pengaruh umur perusahaan terhadap struktur modal

Terdapat beberapa penelitian yang menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal berubah dengan bertambahnya umur perusahaan. Penemuan ini dalam Nugroho (2014) yang menemukan pengaruh positif signifikan antara umur perusahaan dengan struktur modal, usia perusahaan dipandang sebagai standar ukuran reputasi dalam model struktur modal. Seiring waktu, dari perspektif siklus hidup ekonomi perusahaan akan meningkatkan kegiatan produksinya guna keberlanjutan usaha yang lebih baik sehingga dengan demikian meningkatkan kapasitas untuk mengambil lebih banyak utang.

2.2.2.9 Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi dalam Mau *et al* (2015). Perusahaan besar lebih mudah mengakses bank guna mendapatkan modal kerja dibandingkan perusahaan dengan ukuran kecil. Variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan publik sektor manufaktur. Penelitian tersebut juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Krisnanda dan Wiksuana (2015) dimana hasil penelitiannya menunjukkan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal (rasio utang) pada perusahaan di Tunisia.

2.2.2.10 Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan sehingga mengurangi

nilai perusahaan. Dengan kata lain, keputusan pendanaan atau struktur modal sangat berpengaruh terhadap rendah atau tingginya profitabilitas suatu perusahaan. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil, teori ini memprediksikan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian ini sebagai berikut.

2.2.2.11 Pengaruh struktur aktiva terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

Komposisi aktiva tetap berwujud perusahaan yang jumlahnya besar akan meningkatkan nilai perusahaan dan mempunyai peluang untuk memperoleh tambahan modal dengan utang, karena aktiva tetap dapat menjadi sebagai jaminan untuk memperoleh utang. Menurut Batubara *et al* (2017) semakin tinggi struktur aktiva perusahaan, menunjukkan semakin tinggi kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin utang jangka panjang yang dipinjamnya. Semakin tinggi struktur aktiva perusahaan, menunjukkan semakin tinggi kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin utang jangka panjang yang dipinjamnya.

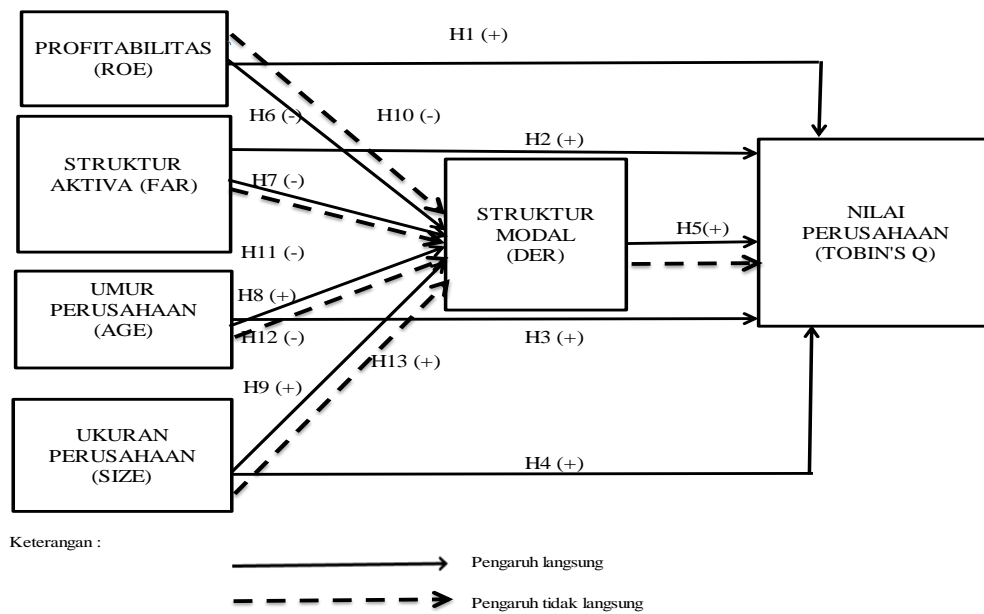
2.2.2.12 Pengaruh umur perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

Secara teoritis perusahaan yang telah lama berdiri akan dipercaya oleh penanam modal (investor) daripada perusahaan yang baru berdiri menurut Agustia

dan Suryani (2018), karena perusahaan yang telah lama berdiri diasumsikan akan dapat menghasilkan laba yang lebih tinggi daripada perusahaan yang baru berdiri. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak dan mengetahui kebutuhan perusahaan atas informasi tentang perusahaan. Variabel ini dimasukkan karena perusahaan yang telah lama berdiri biasanya akan dapat menghasilkan laba yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang baru berdiri sehingga menaikkan nilai perusahaan.

2.2.2.13 Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

Semakin besar total aset maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan sehingga nilai perusahaan semakin meningkat. ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan tersebut mengalami perkembangan yang baik untuk kedepannya, sehingga dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan, sehingga investor merespon positif dengan membeli saham. Permintaan akan saham yang tinggi, maka harga saham tinggi dan nilai perusahaan akan meningkat menurut Hermuningsih (2012).



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, kajian pustaka, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hubungan antar variabel, maka hipotesis dari penelitian adalah sebagai berikut:

H.1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H.2: Struktur aktiva berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan

H.3: Umur perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H.4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H.5: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H.6: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

H.7: Struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal

H.8: Umur perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal

H.9: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal

H.10: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

H.11: Struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

H.12: Umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

H.13: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal