



BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN



Hak cipta dan milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

A. Pendahuluan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Kebijakan struktur modal perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan memiliki keterkaitan dengan pemilihan sumber dana baik dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan. Sumber pendanaan dari dalam perusahaan dapat diperoleh dari laba ditahan maupun depresiasi sedangkan sumber pendanaan dari luar dapat berupa hutang maupun pembelanjaan sendiri. Kebijakan tentang penggunaan modal sendiri dan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan disebut sebagai kebijakan struktur modal.

Kebijakan struktur modal melibatkan analisis *trade off* antara resiko dan keuntungan. Penggunaan hutang meningkatkan keseimbangan antara resiko dan keuntungan. Dalam menentukan struktur modal perusahaan, perusahaan juga mempertimbangkan analisa subyektif bersama dengan analisa kuantitatif. Berbagai faktor yang dipertimbangkan dalam pembuatan keputusan struktur modal adalah *long run viability*, konservatisme manajemen, struktur aktiva, resiko bisnis, tingkat pertumbuhan, struktur pajak, cadangan kapasitas pinjaman dan juga profitabilitas (Brigham *et al.*,2000).

B. Telaah Pustaka

1. *Pecking Order Theory*

Teori *pecking order* pertama kali diusulkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dan telah diubah dengan C.Myers dan Nicolas pada tahun 1984. Hal ini menyatakan bahwa

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



perusahaan memprioritaskan sumber-sumber pembiayaan (dari pembiayaan internal untuk ekuitas) sesuai dengan biaya pembiayaan, memilih untuk meningkatkan ekuitas sebagai pembiayaan sarana pilihan terakhir. Oleh karena itu, dana internal yang digunakan pertama, dan ketika itu habis, hutang dikeluarkan, dan jika tidak masuk akal untuk mengeluarkan hutang lagi, ekuitas dikeluarkan.

Pecking Order Theory mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh informasi asimetrik antara manajer dan *shareholder*, dimana adanya bias informasi antara manajer dengan *shareholder*. Pada saat manajer ingin menyejahterakan pemegang saham maka adanya informasi yang disimpan terlebih dahulu kepada *shareholder* sehingga *shareholder* menilai secara rendah nilai saham tersebut jika asumsi tersebut benar terjadi, maka manajer akan menggunakan dana internalnya terlebih dahulu di bandingkan dengan menerbitkan ekuitas baru yang nantinya akan dihargai *undervalued*.

Penelitian ini sebenarnya telah banyak di lakukan sebelumnya misal oleh Harris M & A. Raviv (1991), menyatakan pendanaan yang lebih di pilih oleh manajer adalah pendanaan internal, maksud dari lebih dipilih ini adalah karena manajer diasumsikan lebih mengetahui tentang perusahaan dibandingkan investor dalam penilaian perusahaan. Jika manajer menerbitkan ekuitas baru maka investor dapat menilai terlalu rendah daripada yang seharusnya, dari perbedaan informasi inilah maka manajer lebih memilih pendanaan internal seperti modal sendiri ataupun jika masih kurang maka akan menggunakan hutang sebagai jalan berikutnya untuk mendanai aktivitas perusahaan.

Menurut *Pecking Order Hypotheses* ketergantungan manajer untuk menghindari saham perusahaan yang *undervalue* karena pasar modal yang masih dalam tahap

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta dimiliki IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



berkembang dan rentan sehingga manajer berusaha menjaga tingkat *capital expenditure* yang dapat meningkatkan kesejahteraan *current shareholder*.

Dasar Pemikirannya di dasarkan pada penjelasan berikut ini, (Myers, 1984):

1. Para manajer lebih tau banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun mereka tidak mau menerbitkan saham ketika saham tersebut akan di nilai *undervalued*.
2. Investor paham dan percaya kepada manajer bahwa mereka akan melakukan keputusan keputusan pendanaan yang tepat.
3. Manajer membuat citra IPO (*Initial Public Offering*) sebagai berita yang buruk, dan menjual saham mereka pada harga yang *undervalued*.

Myers dan Megginson (1997:315) yang menyatakan bahwa *Pecking Order*

Hypotheses didasarkan pada dua asumsi:

1. Adanya *Asymmetric Information* yaitu informasi yang di dapat antara manajer dengan investor atau investor dengan investor lainnya mengalaim bias sehingga ada pihak pihak yang tidak tahu akan informasi yang ada di dalam perusahaan tersebut.
2. Manajer beorientasi kepada kepentingan pemegang saham dan tidak bertindak *opportunities* demi membuat perusahaan dan *shareholder* menjadi makmur.

Berdasar asumsi di atas maka Myers menyimpulkan bahwa manajer akan menjalankan proyek proyek yang dengan NPV (*Net Present Value*) positif. Dan tidak menggunakan kas yang berlebih untuk kepentingan manajer itu sendiri.



2. Trade Off Theory

Teori *Trade-off* berkebalikan dengan *Pecking Order Theory* yang di sini teori *trade-off* membahas pilihan keuangan yang dapat di lakukan oleh perusahaan. Teori *trade-off* berkaitan dengan dua konsep biaya yang muncul akibat adanya pembiayaan yang muncul yaitu kesulitan keuangan dan biaya keagenan. Salah satu tujuan penting dari teori *trade-off* struktur modal adalah untuk menjelaskan fakta bahwa perusahaan biasanya dibiayai sebagian dengan hutang dan sebagian dengan ekuitas.

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers,1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Menurut Teuku Mirza (1996) Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of Leverage* dengan *financial distress dan agency cost of Leverage*.

Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

© Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



The Trade off Model memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tapi melalui model ini memungkinkan dua hal yang dapat disimpulkan tentang penggunaan *leverage* (Teuku Mirza, 1996).

1. Perusahaan dengan resiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang lebih besar.

2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable assets* seperti real estate seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti paten dan *goodwill*. Hal ini disebabkan karena *intangible assets* lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan *standart assets* dan *tangible assets*.

3. Perusahaan-perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

Menurut Modigliani dan Miller (1963), daya tarik hutang menurun dengan pajak pribadi pada pendapatan bunga. Sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan ketika perusahaan tidak mampu mengatasi kewajiban kepada pemegang hutang. Jika perusahaan terus gagal dalam melakukan pembayaran kepada pemegang hutang, maka perusahaan tersebut dapat bangkrut.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *Trade off* adalah adanya asimetris informasi yang menjelaskan keputusan struktur modal yang di ambil oleh suatu

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan di mana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Trade off model memang tidak membuat struktur modal yang optimal yang akurat di suatu perusahaan tetapi memungkinkan di buat kesimpulan tentang penggunaan *leverage* sebagai berikut:

1. Perusahaan yang risiko usahanya rendah dapat mendapatkan hutangnya dengan nilai hutang yang lebih besar tanpa di bebani oleh *financial distress* sehingga keuntungan pajak akan lebih besar.
2. Perusahaan yang *tangible* asetnya seharusnya dapat menggunakan hutang lebih banyak daripada perusahaan yang *intangible* asetnya lebih besar, di karenakan jika terjadi *financial distress*, *intangible asset* akan lebih cepat kehilangan nilainya di bandingkan *tangible asset*.

3 Leverage

Menurut Ward dan Price (2006), struktur keuangan yang proporsional adalah modal yang dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan ekuitas. Oleh karena itu semakin tinggi *leverage*, semakin tinggi jumlah hutang dalam struktur modal perusahaan. Firer, Ross, Westerfield dan Jordan, (2004) juga menyatakan bahwa struktur modal mengacu pada jumlah hutang dan ekuitas perusahaan yang dimanfaatkan untuk membiayai kegiatan operasionalnya.

Leverage merupakan suatu alat penting dalam pengukuran efektivitas penggunaan hutang perusahaan. Dengan menggunakan *leverage*, perusahaan tidak hanya dapat memperoleh keuntungan namun juga dapat mengakibatkan perusahaan mengalami

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



kerugian, karena *leverage* keuangan berarti perusahaan membebankan risiko kepada pemegang saham sehingga mempengaruhi *return* saham (Weston dan Copeland, 1999).

Konsep *Leverage* ini penting bagi investor dalam membuat pertimbangan penilaian saham. Para investor umumnya cenderung menghindari risiko. Risiko yang timbul dalam penggunaan *financial Leverage* disebut dengan *financial risk* yaitu risiko tambahan yang dibebankan kepada pemegang saham sebagai hasil penggunaan hutang oleh perusahaan. Semakin tinggi *leverage*, semakin besar risiko keuangannya dan sebaliknya (Horne, 2005).

Keputusan pembelanjaan, dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham. Pada kondisi ekonomi baik, perusahaan yang porsi penggunaan hutang lebih besar dibandingkan dengan modal sendiri mampu menghasilkan laba bagi pemegang saham lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang porsi penggunaan hutangnya lebih kecil dibandingkan dengan modal sendiri. Sebaliknya, pada kondisi ekonomi buruk, perusahaan yang porsi penggunaan hutangnya lebih besar dibandingkan dengan modal sendiri akan menghasilkan laba bagi pemegang saham lebih kecil daripada perusahaan yang porsi penggunaan hutangnya lebih kecil dibandingkan dengan modal sendiri.

Untuk mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai dengan hutang dapat di dilihat melalui *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* mencerminkan besarnya proposi antara total *debt* (total hutang) dengan total *shareholder's equity* (total modal sendiri) .Total *debt* merupakan jumlah dari seluruh kewajiban hutang perusahaan yang terdiri dari hutang jangka pendek (yang umurnya kurang dari 1 tahun) dan hutang jangka panjang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



(yang umurnya lebih dari 1 tahun). Sedangkan total *shareholder equity* merupakan total modal sendiri yang terdiri dari total modal saham yang di setor dan laba yang di tahan yang di miliki suatu perusahaan. Menurut Robert Ang (1997) rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan semakin besar komposisi hutang di suatu perusahaan di bandingkan dengan modal sendiri, sehingga berdampak kepada beratnya kewajiban yang harus di penuhi oleh suatu perusahaan kepada pihak kreditor, dan juga pada nantinya perusahaan harus membayarkan bunga kepada kreditor yang menjadi prioritas utamanya di bandingkan dengan membayarkan dividen kepada pemegang saham. Yang sebenarnya tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham,1999).

a) ***Total Debt to Total Asset Ratio / Debt Ratio***

Rasio ini merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva. Sehingga rasio ini menunjukkan sejauh mana hutang dapat ditutupi oleh aktiva. Menurut Sawir (2008:13) *debt ratio* merupakan rasio yang memperlihatkan proposi antara kewajiban yang dimiliki dan seluruh kekayaan yang dimiliki.

Apabila *debt ratio* semakin tinggi, sementara proporsi total aktiva tidak berubah maka hutang yang dimiliki perusahaan semakin besar. Total hutang semakin besar berarti rasio *financial* atau rasio kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjaman semakin tinggi.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian



Dan sebaliknya apabila *debt ratio* semakin kecil maka hutang yang dimiliki perusahaan juga akan semakin kecil dan ini berarti risiko *financial* perusahaan mengembalikan pinjaman juga semakin kecil.

b) ***Total Debt to total Equity ratio***

Rasio hutang dengan modal sendiri (*debt to equity ratio*) merupakan imbalan antara hutang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibanding dengan hutangnya. Bagi perusahaan, sebaiknya besarnya hutang tidak boleh melebihi modal sendiri agar beban tetapnya tidak terlalu tinggi.

Total debt merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997).

c) ***Long term debt to Equity ratio***

Long term debt to Equity ratio menunjukkan bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang jangka panjang, atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan jumlah modal sendiri (Bambang Riyanto, 1995: 33).

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI KKG Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



4. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan direpresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi pendanaan (*financing*) dan manajemen asset (Susanti, 2010).

Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Untung dkk, 2006).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar, seperti halnya penelitian yang pernah dilakukan oleh Nurlela dan Islahudin (2008). Karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham, untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para professional. Para professional diposisikan



sebagai manajer ataupun komisaris (Nurlela dan Islahuddin, 2008 dalam Kusumadilaga, 2010).

Nurlela dan Islahuddin (2008) menjelaskan bahwa *enterprise value* (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan.

Nurlela dan Islahuddin (2008) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia di bayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual.

Ada beberapa konsep dasar penilaian yaitu: nilai ditentukan pada harga yang wajar, penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu. Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penilaian perusahaan diantaranya adalah: a) pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau *price earning ratio* metode kapitalisasi; b) pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas ; c) pendekatan dividen antara lain pertumbuhan dividen; d) pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva; e) pendekatan harga saham; f) pendekatan *economic value added* (Suharli, 2006 dalam Kusumadilaga, 2010).

a) PBV (*Price Book Value*)

Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 2006).

Sejumlah karakteristik tingkat perusahaan telah diidentifikasi dalam penelitian empiris sebelumnya. Amidu (2007) mengemukakan bahwa konstruk teoritis dari setiap penelitian empiris yang proksi secara tidak langsung melalui penggunaan perusahaan aset tingkat. Ini termasuk profitabilitas, pertumbuhan, struktur aktiva, dll.



b) ROA (*Return on Asset*)

Michael R. King and Eric Santor (2008) mengkaji bahwa adanya dampak dari struktur kepemilikan dari dua kinerja, yaitu kinerja pasar dan kinerja akuntansi dari seluruh sampel yang telah dikaji, sehingga penulis menggunakan kinerja akuntansi yang di hubungkan dengan rasio rasio keuangan dan yang di pilih adalah *return on asset* (ROA).

c) ROE (*Return on Equity*)

Yasser, Qaiser Rafique, Harry Entebang and Shazali Abu Mansor, (2011) mengkaji dalam penelitian sebelumnya menggunakan dua rasio keuangan penting (ROE dan PM) untuk mengukur kinerja perusahaan dalam jangka waktu yang ditetapkan. Dalam literatur empiris, *Tobin Q* (nilai pasar ekuitas ditambah nilai pasar hutang dibagi dengan biaya penggantian semua aset) telah digunakan secara luas sebagai proxy untuk mengukur kinerja perusahaan. Meskipun demikian rumit untuk mendapatkan informasi yang diperlukan berkaitan dengan nilai pasar hutang yang diterbitkan oleh perusahaan di Pakistan, karena itu tidak diperlukan untuk diungkapkan dalam laporan keuangan mereka. Untuk mengurangi masalah ini, banyak penelitian sebelumnya menggunakan bentuk modifikasi dari *Tobin Q*. Penelitian ini tidak mengikuti garis asumsi mereka, karena berbagai modifikasi dibuat pada *Tobin Q* dianggap subyektif, dan sejalan dengan perintah dari penulis dan mungkin mempengaruhi hasil penelitian.

Brown dan Caylor (2004) menggunakan kinerja operasional, dengan return on equity (ROE), laba marjin, pertumbuhan penjualan dan *Tobin Q* sebagai proxy untuk kinerja perusahaan. Analisis itu menemukan bahwa kinerja perusahaan yang berujung pada nilai perusahaan dapat dikaji dengan rasio *return on equity*.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



5. Risiko Bisnis

Aktivitas yang dilakukan perusahaan tidak dapat dipisahkan dari adanya risiko. Risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan terjadinya akibat buruk atau kerugian yang tidak diinginkan. Menurut Brigham dan Houston (2001) terdapat dua dimensi risiko, yaitu risiko keuangan serta risiko bisnis. Risiko keuangan merupakan risiko tambahan bagi pemegang saham biasa karena perusahaan menggunakan hutang.

Sedangkan risiko bisnis merupakan tingkat risiko dari operasi perusahaan apabila tidak menggunakan hutang. Dengan demikian, risiko bisnis sering dihubungkan dengan pengambilan kebijakan hutang suatu perusahaan. Risiko bisnis merupakan suatu ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Menurut Brigham dan Houston (2001) risiko bisnis merupakan ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas aktiva di masa mendatang. Risiko bisnis antar perusahaan dalam industri yang sama adalah berbeda-beda serta dapat berubah sewaktu-waktu. Suatu perusahaan dikatakan memiliki risiko bisnis yang tinggi apabila perusahaan tersebut memiliki volatilitas pendapatan yang tinggi sehingga mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi.

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi risiko bisnis suatu perusahaan. Faktor-faktor tersebut dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing industri, namun pada tingkat tertentu perusahaan dapat mengendalikannya. Faktor-faktor yang mempengaruhi risiko bisnis antara lain (Brigham dan Houston, 2001) :

1. Variabilitas permintaan



Risiko bisnis akan semakin kecil apabila permintaan atas produk perusahaan semakin konstan dimana hal-hal lainnya tetap.

2. Variabilitas harga jual
Perusahaan akan menghadapi risiko bisnis yang lebih tinggi dari perusahaan sejenis apabila harga jual atas produk perusahaan lebih fluktuatif.

3. Variabilitas harga input
Perusahaan yang memperoleh input dengan harga yang sangat tidak pasti juga menghadapi risiko bisnis yang tinggi.

4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga output terhadap perubahan harga input
Semula perusahaan menghadapi kesulitan dalam meningkatkan harga produknya apabila biaya input meningkat. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan harga output (produk), semakin kecil risiko bisnisnya. Kemampuan ini sangat diperlukan perusahaan ketika tingkat inflasi tinggi.

5. Proporsi biaya tetap
Risiko bisnis akan meningkat ketika sebagian besar biaya perusahaan merupakan biaya tetap. Hal ini terjadi ketika permintaan menurun, namun biaya tetap yang ditanggung perusahaan tidak menurun.

Dengan demikian, suatu perusahaan memiliki risiko bisnis kecil apabila perusahaan menghadapi permintaan produk yang stabil, harga-harga input dan produknya yang relatif konstan, harga produknya dapat segera disesuaikan dengan kenaikan biaya,



dan sebagian besar biayanya bersifat variabel sehingga akan menurun. Risiko bisnis merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan untuk sistem pendanaannya terutama dalam keputusan penggunaan hutang. Dengan demikian apabila hal-hal lainnya tetap sama, semakin rendah risiko bisnis perusahaan, semakin tinggi rasio hutang.

C. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Nama	Variabel	Metode	Hasil
Taswan (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • Nilai Perusahaan (PBV) • Kebijakan hutang • Profitabilitas • Risiko bisnis • Kebijakan dividen • Kepemilikan insider • Pertambahan perusahaan 	SEM	<ul style="list-style-type: none"> • Kebijakan hutang, kepemilikan insider berpengaruh terhadap nilai perusahaan. • Kebijakan deviden berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
 Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Lanjutan Tabel 2.1

Nama	Variabel	Metode	Hasil
<p>Jose Lopez dan Francisco Segura (2008) <i>Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs</i></p>	<p>Dependen : <i>debt to equity ratio</i></p> <p>Independen : pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan interest coverage</p>	<p>OLS <i>(Ordinary Least Square)</i></p>	<p>Variabel effective tax rate berpengaruh positif tidak signifikan terhadap rasio hutang. Risiko bisnis berpengaruh negative tidak signifikan. Sementara <i>non debt tax shield</i>, kesempatan pertumbuhan, profitability, cash flow, umur perusahaan menunjukkan hasil negatif signifikan terhadap rasio hutang. Hasil positif signifikan ditunjukkan dari variabel ukuran perusahaan, dan variabel interaktif antara kesempatan pertumbuhan dengan cash flow</p>
<p>Mas'ud Machfoes</p>	<p>Variabel independen : Kepemilikan institusional</p> <p>Variabel dependen: Nilai Perusahaan</p>	<p>Analisis regresi non linear</p>	<p>Kepemilikan institusional massif, kepemilikan publik dan ukuran perusahaan tidak menunjukkan hubungan non linear terhadap nilai perusahaan.</p>

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)





Lanjutan Tabel 2.1

Nama	Variabel	Metode	Hasil
Said Kelana (2001)	Dependens : Hutang, nilai perusahaan dan Interelasi antara Nilai Perusahaan, dan Investasi Independen : Hutang, nilai perusahaan dan investasi	TOLS	investasi berpengaruh terhadap hutang, hutang menunjukkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan serta hutang berpengaruh terhadap investasi

Sumber: Penelitian Terdahulu

D. Kerangka Pemikiran.

Tinjauan literatur di atas menyediakan ringkasan dari berbagai pandangan dan teori-teori yang diadakan sehubungan dengan struktur modal. Teori-teori yang dianggap disini sebagai berikut:

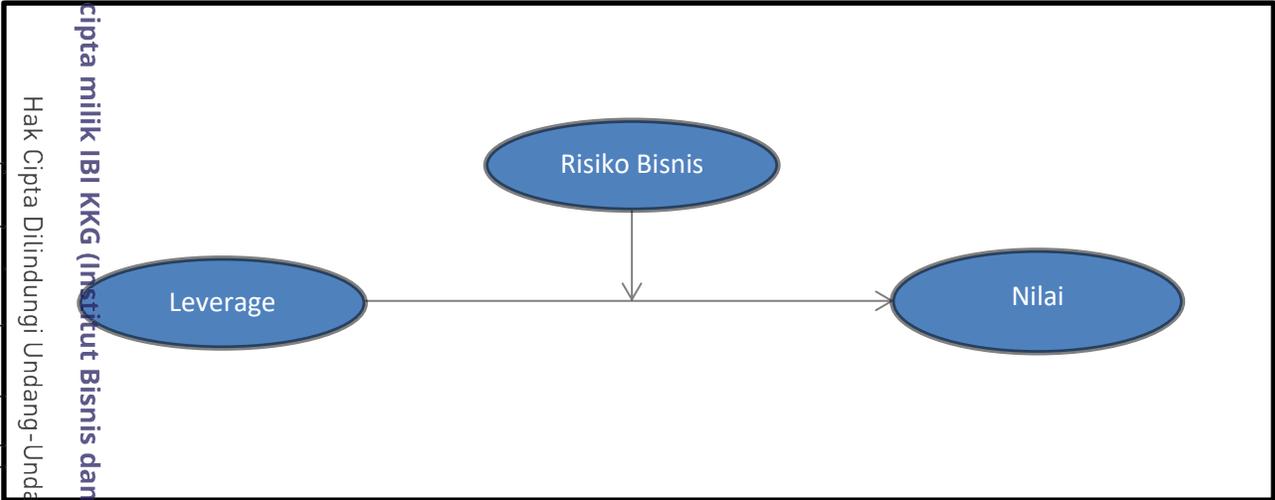
- Teori *Pecking order* mengusulkan agar perusahaan mengikuti hirarki dalam pilihan struktur modal mereka, khususnya yang berkaitan dengan hutang.

- Teori *Trade-off* menyatakan bahwa perusahaan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak oleh hutang yang juga memberikan perusahaan akan kemungkinan kebangkrutan yang didatangkan oleh hutang yang meningkat.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.

© Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
 Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Gambar 2.1 Hubungan peranan risiko bisnis dalam memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan



Sumber : Dikembangkan dalam penelitian ini

E. Hipotesis Penelitian

1. Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan

Hutang merupakan salah satu sumber pendanaan yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitas perusahaan. Menurut Iturriaga dan Crisostomo (2012), hutang memiliki peran ganda dalam pembentukan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat berdasarkan pada *underinvestment theory* (Myers;1977) *overinvestment theory*.

Underinvestment theory menyatakan bahwa penggunaan hutang dalam mendanai aktivitas perusahaan akan berpengaruh negatif terhadap pembentukan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena manajer beanggapkan bahwa investasi yang dilakukan oleh perusahaan dengan tingkat pengembalian yang diharapkan akan menghasilkan pengembalian yang nantinya akan digunakan untuk mengembalikan pokok dan bunga hutang kepada kreditur. Oleh sebab itu manajer dapat menghindari investasi yang

©

Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang menyalin atau menjiplak sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



menyebabkan investasi yang dilakukan oleh perusahaan menjadi menurun. Penurunan nilai investasi perusahaan dapat mencerminkan ketidakmampuan perusahaan untuk mengembangkan usahanya atau lambatnya perkembangan usaha perusahaan. Hal ini akan menyebabkan penurunan nilai saham perusahaan pada bursa efek akibat dari aksi jual yang dilakukan investor sebagai dampak dari ketidakmampuan perusahaan dalam melakukan ekspansi. Sehingga nilai perusahaan akan menurun.

Oleh sebab itu berdasarkan *underinvestment theory*, penggunaan hutang akan berdampak negatif terhadap pembentukan nilai perusahaan.

Overinvestment theory erat kaitannya dengan teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling yang mengatakan bahwa tidak baik jika manajer mempunyai akses yang tidak terbatas pada *cash flow* perusahaan karena akan menyebabkan manajer bertindak oportunistik.

Oleh sebab itu, penggunaan hutang di dalam mendanai aktivitas perusahaan dianggap sebagai sebuah mekanisme kontrol bagi manajer dengan membatasi akses perusahaan terhadap *cash flow* perusahaan sehingga dalam melakukan investasi, manajer perlu mempertimbangkan dengan baik karena secara tidak langsung kebijakan tersebutawasi oleh kreditor. Dampaknya adalah investasi yang dilakukan perusahaan menjadi semakin baik yang menyebabkan pembentukan persepsi bahwa perusahaan memiliki prospek ke depan yang baik dengan melakukan investasi yang bernilai positif bagi perusahaan. Hal ini tentunya meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan harga saham perusahaan di bursa efek.

Oleh sebab itu berdasarkan *overinvestment theory*, penggunaan hutang akan berdampak positif terhadap pembentukan nilai perusahaan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI IKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



H₁: *Leverage* berpengaruh *positif* terhadap nilai perusahaan



2. Hubungan *Leverage* dengan firm value dengan variabel moderasi risiko bisnis

Perusahaan yang beresiko tinggi disebabkan penggunaan hutang yang meningkat sehingga memungkinkan terjadinya kebangkrutan. Hasil penelitian membuktikan bahwa perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan hutang yang lebih sedikit untuk menghindari kemungkinan kebangkrutan. Oleh karena itu untuk menghindari suatu risiko bisnis maka perusahaan menghindari penggunaan hutang jangka panjang. Atas dasar hal ini, maka dibuat hipotesis sebagai berikut:

H₁ Risiko bisnis berpengaruh *negative* dalam memoderasi hubungan leverage dengan nilai perusahaan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.