

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

##### **2.1.1 Nilai Perusahaan**

###### **2.1.1.1 Definisi Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan adalah harga saham yang berada di pasar modal, keberhasilan sebuah perusahaan tercermin pada harga pasar saham yang terus naik dan kondisi tersebut terjadi jika kepercayaan masyarakat pada perusahaan tinggi (Harmono, 2017). Respon investor terhadap tingkat keberhasilan manajer dalam mengelola sumber daya yang telah dipercayakan oleh investor pada perusahaan dan sering kali dihubungkan dengan harga saham disebut juga dengan nilai perusahaan (Indrarini, 2019).

Nilai perusahaan merupakan hasil dari manajemen perusahaan yang diperoleh dengan berbagai aspek arus kas bersih yang berasal dari keputusan investasi, pertumbuhan, dan biaya modal perusahaan (Syahyunan, 2015). Nilai perusahaan yang semakin meningkat atau tinggi akan semakin memakmurkan pemegang saham. Dimana, nilai perusahaan ialah nilai/harga saham yang bersedia dibayar oleh calon pembeli atau investor (Wiyono & Kusuma, 2017).

###### **2.1.1.2 Indikator Nilai Perusahaan**

Indikator yang digunakan dalam mengukur sekaligus memberikan dampak pada nilai perusahaan (Harmono, 2017), diantaranya ialah:

1. *Price to Book Value (PBV)*, merupakan variabel yang menjadi pertimbangan investor dalam keputusan investasinya pada suatu perusahaan dan mencerminkan harga per-lembar saham dibandingkan nilai buku yang tercatat pada pembukuan perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan yang tercipta dapat memberikan keuntungan maksimum pada pemegang saham. Dengan kata lain, jika harga saham semakin tinggi dibandingkan nilai buku sahamnya, maka semakin tinggi pula keuntungan yang diperoleh pemegang saham.
2. *Price Earning Ratio (PER)*, merupakan rasio yang mencerminkan harga per-lembar saham, dimana indikator ini diaplikasikan pada bagian akhir laporan keuangan yang telah diatur dalam standar pelaporan keuangan perusahaan yang

terpublikasi. Rasio ini menghitung seberapa besar investor menilai harga saham terhadap kelipatan keuntungan yang diperoleh (*earnings*).

3. *Earning Per-Share (EPS)*, merupakan pendapatan per-lembar saham yang menunjukkan keuntungan yang diberikan kepada pemegang saham dari setiap lembar saham yang dimiliki.
4. Tobin's Q, menunjukkan estimasi pasar saham saat ini mengenai pengembalian *Dari* tiap rupiah investasi di masa depan.

Sehingga, pada penelitian ini nilai perusahaan diukur melalui Tobin's Q karena lebih mencerminkan pandangan pasar mengenai prospek atau spekulasi atas nilai perusahaan.

## **2.1.2 Struktur Modal**

### **2.1.2.1 Definisi Struktur Modal**

Struktur modal termasuk bagian dari struktur keuangan dalam suatu perusahaan (Warsono, 2003). Struktur Modal merupakan rasio yang fungsinya mengukur persentase utang perusahaan terhadap modal maupun aset, sehingga memiliki pengaruh pada pengelolaan modal maupun aktiva. Struktur modal dapat diukur dengan rasio utang atau *leverage* seperti *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Debt to Assets Ratio (DAR)* (Kasmir, 2016). Struktur modal menggambarkan perbandingan antara jumlah utang jangka panjang (modal asing) dengan modal sendiri, dengan kata lain menggambarkan seberapa besar modal dan utang jangka panjang yang akan digunakan untuk mendapatkan optimalisasi struktur modal (Riyanto, 2013). Struktur modal terdiri dari kombinasi utang, saham preferen dan ekuitas biasa yang diberlakukan sebagai dasar penghimpunan modal oleh perusahaan (Brigham & Houston. 2001). Sehingga, dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan yang mengukur proporsi utang dan modal yang digunakan perusahaan untuk mengelola aktivasnya secara optimal.

### **2.1.2.2 Teori Struktur Modal**

Menurut Hanafi (2016, 297-318) Teori-teori struktur modal antara lain:

### 1. Pendekatan Tradisional

Menurut Hanafi (2016, 297), pendekatan tradisional berpendapat bahwa struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal disesuaikan dan disusun agar memperoleh nilai perusahaan yang optimal.

### 2. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Menurut Hanafi (2016, 299), pendekatan Modigliani dan Miller yang menentang pandangan tradisional struktur modal muncul pada tahun 1950-an dan berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kemudian di tahun 1960-an, MM memasukkan faktor pajak dalam analisis mereka dan sampai pada kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih tinggi dari nilai perusahaan tanpa utang. Kenaikan nilai tersebut terjadi karena adanya penghematan pajak dari penggunaan utang.

Berikut adalah sebagian asumsi MM (tanpa pajak) menurut Hanafi (2016, 300):

- a) Tidak ada biaya pialang,
- b) Tidak ada pajak,
- c) Tidak ada biaya kebangkrutan,
- d) Investor dapat meminjam pada tingkat bunga yang sama seperti perusahaan,
- e) Semua investor memiliki kesamaan informasi seperti manajemen peluang investasi perusahaan di masa mendatang,
- f) EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang.

Modigliani dan Miller juga mengembangkan modelnya dengan pajak (Hanafi, 2016). Nilai Perusahaan dengan pajak lebih tinggi dari nilai perusahaan tanpa pajak, hal ini dikarenakan bunga dapat dipakai untuk mengurangi pajak (Hanafi, 2016).

### 3. Teori *Trade-Off*

Menurut Hanafi (2016, 309), perusahaan tidak dapat menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Semakin tinggi tingkat utang, maka semakin tinggi pula kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Dengan kata lain, jika utang semakin tinggi, maka bunga yang harus dibayarkan semakin tinggi. Hal itu meningkatkan kemungkinan bunga tak terbayar, sehingga kreditor dapat membankrutkan

perusahaan. Peningkatan biaya kebangkrutan yang timbul akibat utang sampai titik optimal tertentu akan mulai menurunkan nilai perusahaan. Biaya lain yang diakibatkan oleh adanya peningkatan utang adalah biaya keagenan utang (*agency of debt*). Menurut teori keagenan, konflik yang muncul berkaitan dengan pihak pemegang utang (kreditor) dan pemegang saham. Jika utang meningkat, konflik antar kedua belah pihak juga meningkat karena potensi kerugian yang dialami pemegang utang juga akan semakin meningkat. Jadi, dengan menggabungkan teori Modigliani-miller dan biaya kebangkrutan serta biaya keagenan menunjukkan adanya *trade-off* antara penghematan pajak dari utang dan biaya kebangkrutan. Teori tersebut dikenal sebagai teori *trade-off* struktur modal atau *static trade-off capital structure theory*. Sampai saat ini, teori *trade off* belum memberikan penjelasan tentang tingkat utang yang ideal (Hanafi, 2016).

Teori *Trade Off* menyatakan bahwa perusahaan menukarkan manfaat pajak atas utang dengan masalah yang disebabkan oleh kemungkinan kebangkrutan. Rasio utang yang optimal ditentukan dengan mempertimbangkan bahwa perusahaan masih dapat menahan biaya tambahan utang selama masa manfaat yang diharapkan lebih besar dari biaya utang. Jika biaya utang terlalu tinggi, sebaiknya perusahaan tidak menambah utang untuk menghindari risiko yang tidak diinginkan. Perusahaan tidak dapat mencapai nilai optimal jika sumber keuangan perusahaan sepenuhnya dibiayai oleh utang. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dapat menggunakan utang yang tidak terlalu banyak jumlah utang agar terhindar dari risiko yang tidak diinginkan (Brigham & Houston, 2001).

#### 4. Model Miller (dengan pajak perusahaan dan personal)

Menurut Hanafi (2016, 311), pemegang saham dan pemegang utang sudah sewajarnya membayar pajak jika mereka menerima dividen (untuk pemegang saham) atau bunga (untuk pemegang utang). Dengan memasukkan pajak pribadi yang tujuannya adalah meminimalkan jumlah pajak yang harus dibayar (pajak perusahaan, pajak atas pemegang saham, dan pajak atas kreditor).

### 5. *Pecking Order Theory*

Menurut Hanafi (2016, 313), teori *trade-off* mengimplikasikan bahwa manajer akan berfikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. Pada kenyataannya, jarang para manajer keuangan berpikir demikian. Perusahaan memiliki urutan preferensi dalam penggunaan dana. Menurut Hanafi (2016, 313), urutan dalam teori *Pecking Order*, sebagai berikut:

- a) Perusahaan memilih sumber pendanaan internal. Modal internal tersebut diperoleh dari keuntungan yang dihasilkan dari operasional perusahaan.
- b) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran berdasarkan perkiraan peluang investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.
- c) Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada kondisi tertentu, dan akan lebih kecil pada kondisi yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
- d) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Menurut teori *pecking order*, manajer keuangan tidak mempertimbangkan tingkat utang atau *leverage* yang optimal. Kebutuhan finansial didasarkan oleh kebutuhan investasi. Jika terdapat peluang investasi, perusahaan akan mencari modal untuk membiayai investasi tersebut. Perusahaan akan mulai menggunakan dana internal dan sebagai pilihan terakhir yakni dengan menerbitkan saham. Selain kebutuhan investasi, kasus lain yang terkait ialah saat pembayaran dividen yang menyebabkan penurunan dana kas, sehingga perusahaan perlu menerbitkan

sekuritas baru. Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan lebih menyukai kebijakan dividen yang stabil (jumlah dividen tidak berubah). Teori *pecking order* menyampaikan alasan perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi justru memiliki tingkat utang yang lebih rendah. Rendahnya tingkat utang bukan dikarenakan target tingkat utang perusahaan rendah, melainkan karena perusahaan tidak membutuhkan dana atau modal eksternal. Tingginya tingkat keuntungan membuat penggunaan modal internal cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi.

#### 6. Teori Asimetri Informasi dan *Signaling*

Menurut Hanafi (2016, 314), konsep *signaling* dan asimetri informasi berkaitan erat. Menurut teori ini, pihak yang terlibat dengan perusahaan tidak memiliki informasi yang sama tentang prospek dan risiko perusahaan. Beberapa pihak mempunyai informasi yang lebih baik daripada pihak lain. Umumnya manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan pihak luar (seperti investor). Oleh sebab itu, dapat dikatakan bahwa terdapat asimetri informasi antara manajer dengan investor. Investor yang memiliki kekurangan informasi, akan mencoba menginterpretasikan perilaku manajer. Dengan kata lain, perilaku manajer, termasuk penentuan struktur modal, dianggap oleh pihak luar (investor) sebagai sinyal. Dua model asimetri informasi dibahas dibawah ini (Hanafi, 2016):

##### a) Myers dan Majluf (1997)

Myers dan Majluf mengembangkan model asimetri informasi antara manajer dan pihak luar dengan menjelaskan fenomena menarik yang sering terjadi, yakni harga saham yang cenderung menurun (koreksi) pada saat pengumuman penerbitan saham baru (Hanafi, 2016).

Menurut Hanafi (2016, 315) Asimetri informasi antara manajer dan pihak luar terjadi dikarenakan manajer memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai keadaan perusahaan daripada pihak luar dan ketika harga saham menunjukkan nilai yang terlalu tinggi (*overvalue*), manajer cenderung menerbitkan saham untuk memanfaatkan harga yang terlalu tinggi. Turunnya harga saat saham baru diumumkan dikarenakan pasar menafsirkan bahwa harga saham dinilai terlalu tinggi atau *overvalue* (Hanafi, 2016).

Menurut Hanafi (2016, 315) Jika harga saham sangat jatuh pemegang saham lama sangat dirugikan jika saham baru diterbitkan. Sedangkan, pemegang saham baru diuntungkan karena dapat membeli saham baru dengan harga rendah. Karena penurunan harga saham berkaitan dengan adanya asimetri informasi, dapat dikatakan bahwa terdapat biaya asimetri informasi terkait penerbitan saham. Dimana, biaya asimetri semakin tinggi jika harga saham turun secara signifikan (Hanafi, 2016).

Menurut Hanafi (2016, 316) Dibandingkan dengan saham, pengumuman penerbitan utang, seringkali disertai dengan penurunan harga saham yang lebih kecil. Dilihat dari kerangka asimetri informasi, sekuritas utang memiliki tingkat asimetri informasi yang lebih rendah daripada saham. Utang mempunyai keuntungan yang sifatnya tetap (bunga utang), karena itu ketidakpastian keuntungan dari utang atau kredit lebih kecil daripada ketidakpastian saham. Biaya asimetri dari utang lebih rendah dari biaya asimetri saham karena biaya asimetri saham cenderung paling tinggi, sehingga manajer enggan menerbitkan saham. Dana internal praktis tidak memiliki biaya asimetri informasi, oleh karena itu dana internal menjadi pilihan pertama jika perusahaan membutuhkan modal, langkah kedua ialah melalui penerbitan utang dan langkah terakhir melalui penerbitan saham. Teori asimetri dapat digunakan untuk menjelaskan teori *pecking order* yakni perusahaan memilih modal internal, dan menggunakan penerbitan saham baru sebagai langkah terakhir. Sehingga, model asimetri informasi digunakan untuk menjelaskan perilaku struktur modal (Hanafi, 2016).

b) *Signaling* (Ross, 1977)

Struktur modal (pemakaian utang) ialah *signal* dari manajer yang disampaikan kepada pasar (Hanafi, 2016). Manajer percaya bahwa prospek perusahaan baik dan menginginkan peningkatan harga saham, sehingga manajer mengkomunikasikan hal tersebut pada investor bahwa perusahaannya memiliki prospek yang baik. Namun, investor tidak percaya begitu saja. Selain itu, manajer berniat menyampaikan *signal* yang lebih dipercaya (*credible*). Akibatnya, manajer menggunakan lebih banyak utang, sebagai *signal* yang lebih dipercaya (*credible*) (Hanafi, 2016).

Menurut Hanafi (2016, 316) Jika utang meningkat, kemungkinan bangkrut juga semakin meningkat. Jika perusahaan bangkrut, maka reputasi manajer yang memburuk membuat manajer merasa ‘terhukum’ hingga tidak dipercaya lagi menjadi manajer. Oleh karenanya, perusahaan yang meningkatkan utang dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospeknya di masa mendatang. Manajer perusahaan berani menggunakan utang yang lebih besar karena cukup yakin akan prospek perusahaan. Sehingga, investor diharapkan akan menangkap *signal* bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dan dapat dikatakan utang merupakan tanda atau *signal* positif (Hanafi, 2016).

#### 7. Teori Lainnya menurut Hanafi (2016, 316)

Selain teori utama struktur modal yang telah dijelaskan, terdapat teori-teori lain yang mencoba menjelaskan struktur modal. Berikut teori-teorinya:

##### a) Pendekatan Teori Keagenan (*Agency Approach*)

Menurut Hanafi (2016, 316), pada pendekatan ini struktur modal disusun untuk mengurangi atau menghindari berbagai konflik antar pemegang kepentingan. Pemegang saham dan kreditor memiliki konflik kepentingan. Antar pemegang saham dan manajer juga terdapat konflik kepentingan. Konflik pertama muncul ketika jumlah utang signifikan lebih besar daripada saham, maka pemegang saham tergoda untuk mengganti substitusi atau mengganti aset. Dalam hal ini, pemegang saham akan bertindak dengan meningkatkan risiko perusahaan. Meningkatnya risiko perusahaan ini justru menguntungkan para pemegang saham karena potensi perolehan keuntungan yang lebih besar semakin tinggi. Sedangkan, bagi kreditor hal tersebut akan merugikan. *Pay-off* kreditor atau pemegang utang nilainya tetap sesuai besaran bunga yang dibayarkan tanpa tergantung pada keuntungan perusahaan. Sebaliknya, bagian yang diperoleh pemegang saham terbilang paling besar jika perusahaan mengalami peningkatan laba. Walaupun perusahaan merugi, pemegang saham tidak terlalu dirugikan karena investasi saham di perusahaan tersebut sudah tidak terlalu besar jika utang perusahaan bertambah banyak. Agar tidak terjadi demikian, kreditor menaikkan pembebanan bunga seiring terjadinya peningkatan utang. Sehingga, terbentuk struktur modal melalui kompromi antara kepentingan pemegang saham dan kreditor (Hanafi, 2016).



Menurut Hanafi (2016, 317) Kondisi kedua terjadi ketika manajer tidak memiliki saham di perusahaan, sehingga keterlibatan manajer menjadi terbatas dan manajer cenderung mengambil tindakan berbeda dari kepentingan pemegang saham. Terdapat konflik antara pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut dapat diselesaikan jika manajemen menguasai 100% saham di perusahaan. Dalam situasi tersebut kepentingan manajer dan pemegang saham akan tergabung. Namun, pada kenyataannya pemegang saham harus membagi risiko untuk meminimalisir risiko yang dihadapi, sehingga kepemilikan manajemen bersifat parsial atau tidak 100 persen. Dengan demikian, *Trade-off* ini mengarah pada struktur modal optimal (Hanafi, 2016).

Menurut Hanafi (2016, 317) *Free cash flow* sangat erat kaitannya dengan konflik antara pemegang saham dan manajer. *Free-cash flow* pada konteks ini diartikan sebagai sisa aliran kas setelah mendanai semua usulan investasi dengan *Net Present Value* yang positif. Karena perusahaan lagi memiliki peluang investasi yang menarik, maka *free-cash flow* seharusnya dibagikan ke pemegang saham dan pemegang saham diberikan hak bebas untuk menginvestasikan kelebihan kas tersebut. Namun, manajer cenderung menginginkan sumber daya (*free-cash flow*) yang tersisa agar memiliki kendali atas sumber daya tersebut. Utang dianggap sebagai upaya mengurangi konflik keagenan dalam kasus *free-cash flow*. Jika perusahaan menggunakan alternatif utang, maka manajer terpaksa mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga. Karena jika bunga tidak terbayar, maka akan terjadi kebangkrutan yang mana dihindari oleh manajer. Dengan demikian, keputusan untuk menggunakan utang dianggap sebagai upaya mengatasi konflik keagenan dalam kasus *free-cash flow* (Hanafi, 2016).

b) Pendekatan Interaksi Produk atau Input dengan Pasar

Menurut Hanafi (2016, 318), model ini relatif baru dan berbeda dari teori organisasi industri. Terdapat 2 kategori dalam pendekatan ini, yakni: 1) Menjelaskan keterkaitan antara struktur modal dan strategi perusahaan, 2) Menjelaskan keterkaitan antara struktur modal dan karakteristik produk. Contoh dari pendekatan yang pertama ialah kesimpulan bahwa kapasitas utang memiliki hubungan positif dengan elastisitas permintaan, namun negatif dengan *discount*

*rate*. Oligopoli cenderung memiliki lebih banyak utang daripada industri persaingan sempurna. Contoh dari pendekatan kedua yakni, perusahaan yang memiliki produk unik, atau dalam produksinya dibutuhkan reputasi khusus akan memiliki sedikit utang, dengan asumsi bahwa faktor lain konstan. Perusahaan yang memiliki serikat kerja yang kuat ataupun perusahaan yang ketrampilan karyawannya mudah untuk ditransfer akan memiliki utang lebih banyak. Pada situasi tersebut, barang unik konsisten dengan biaya kebangkrutan yang tinggi. Keterampilan yang mudah ditransfer juga konsisten dengan biaya kebangkrutan yang lebih sedikit. Oleh sebab itu, keduanya memiliki keterkaitan dengan struktur modal.

c) Kontes atas Pengendalian Perusahaan

Menurut Hanafi (2016, 318), pendekatan ini mendapat perhatian seiring dengan perkembangan kegiatan pengambilalihan, penggabungan bisnis, dan restrukturisasi pada tahun 1980-an di Amerika Serikat. Temuan-temuan dari pendekatan ini ialah perusahaan target pengambil-alihan akan menambah target utangnya, dan menyebabkan peningkatan harga saham. Tingkat utang secara negatif berhubungan dengan kemungkinan sukses pada *tender offer* atau penawaran terbuka dalam proses pengambilalihan usaha. Jika perusahaan target memiliki tingkat utang lebih tinggi maka akan semakin besar premi yang dibayarkan ke pemegang saham perusahaan target, dimana premi diperoleh dari selisih antara harga yang dibayarkan dengan harga pasar saham. Perusahaan target yang memiliki biaya pengambilalihan yang tinggi memiliki tingkat utang yang lebih rendah dan akan mendapatkan premi yang lebih besar jika pengambilalihan terjadi. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai potensi tinggi untuk diambil alih ialah perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi.

### **2.1.2.3 Struktur Modal Optimal**

Struktur modal optimal yakni struktur modal yang meminimumkan biaya modalnya sehingga dapat memaksimumkan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan peningkatan harga saham perusahaan (Warsono, 2003). Umumnya para eksekutif keuangan menyebutkan bahwa struktur modal memiliki nilai yang optimum dalam rentang tertentu, misalnya 40-50 persen (Riyanto, 2013).

Sedangkan, struktur modal optimal untuk perusahaan bisnis mempunyai kisaran antara 30-50 persen (Lasher, 2003).

Berdasarkan opini ahli tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur modal optimal umumnya 30-50 persen, namun dapat berbeda tergantung kondisi perusahaan sehingga optimalisasi masih dapat terjadi selama perusahaan dapat meminimumkan biaya modalnya dan menambah nilai perusahaan.

#### **2.1.2.4 Tujuan dan Fungsi Struktur Modal**

Tujuan dari manajemen struktur modal ialah untuk menciptakan gabungan dari sumber pembiayaan permanen yang mampu meminimalkan biaya modal (Warsono, 2003). Pembentukan struktur modal memiliki fungsi dalam suatu perusahaan, antara lain (Lathifa, 2021):

1. Memaksimalkan keuntungan, pengaturan modal yang dirancang dengan baik memberikan kesempatan memperoleh peningkatan laba per-saham untuk memaksimalkan pengembalian pemegang saham dan memulihkan biaya pinjaman.
2. Mengurangi risiko keuangan, struktur modal yang sesuai dapat menyeimbangkan utang dan ekuitas perusahaan, serta dapat membantu dalam pengelolaan sekaligus mengurangi risiko keuangan perusahaan.
3. Meminimalkan biaya modal, struktur modal dapat secara strategis memberikan rancangan utang jangka panjang perusahaan. Hal ini dapat meminimalisir biaya modal.
4. Mengoptimalkan penggunaan dana, struktur modal yang sistematis membantu perusahaan menghasilkan hasil yang optimal dari modal yang dimiliki.
5. Membantu perencanaan pajak, perusahaan yang menggunakan modal yang berasal dari utang dapat terbantu dalam mengurangi pajak manfaat dan tabungan yang mana akan mengurangi biaya pinjaman.
6. Fleksibilitas, struktur modal yang baik mudah untuk memperluas bisnis atau kontraksi kredit/utang yang sesuai dengan kondisi maupun strategi perusahaan.

7. Solvabilitas, manajemen struktur modal yang baik dapat membantu dalam menjaga likuiditas perusahaan, dimana utang/kredit yang tidak terencana yang menimbulkan beban pembayaran bunga dapat mengurangi arus kas perusahaan.
8. Meningkatkan nilai perusahaan, struktur modal yang baik menarik investor untuk berinvestasi pada suatu perusahaan. Sehingga, nilai pasar dari saham mudah meningkat.

#### 2.1.2.5 Komponen Struktur Modal

Secara umum struktur modal perusahaan terdiri atas beberapa komponen, diantaranya (Warsono, 2003):

1. Utang jangka panjang (*long term debt*) merupakan utang yang memiliki waktu jatuh tempo pelunasan yang lebih dari satu tahun. Secara umum modal jangka panjang memiliki komponen yang terdiri dari:
  - a) Utang hipotik (*mortgage*) merupakan bentuk utang jangka panjang yang dijamin dengan aset tetap berwujud seperti tanah dan bangunan,
  - b) Obligasi (*bond*) merupakan surat atau sertifikat yang menyatakan bahwa perusahaan meminjam uang dan setuju untuk membayar dalam jangka waktu tertentu. Pelunasan obligasi diperoleh dari penyusutan aktiva tetap yang dibeli dengan obligasi tersebut atau melalui laba yang diperoleh.
2. Saham preferen (*preferred stock*) merupakan suatu bentuk komponen dari modal jangka panjang yang terdiri atas gabungan antara modal sendiri (saham biasa) dan utang jangka panjang. Karena karakteristiknya, saham preferen dikenal sebagai sekuritas hibrida. Pada neraca, saham preferen tergolong dalam modal sendiri atau ekuitas pemegang saham (*stockholder'equity*).
3. Ekuitas saham biasa (*common stock equity*) merupakan suatu bentuk komponen jangka panjang yang diinvestasikan oleh investor, dimana pemegangnya memiliki hak residual atas keuntungan dan aset perusahaan. Bagi pemegang saham biasa, membeli saham ini juga berarti membeli prospek dan bersedia mengambli semua risiko atas modal yang diinvestasikan.

Terdapat dua komponen struktur modal antara lain yaitu (Riyanto, 2013):

1. Modal Asing berupa utang yang merupakan sumber pembiayaan eksternal yang dimanfaatkan perusahaan untuk membiayai kebutuhan operasional.

Perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan melalui utang harus mempertimbangkan biaya tetap akibat utang seperti bunga yang menyebabkan peningkatan *leverage* keuangan dan meningkatkan ketidakpastian tingkat pengembalian pemegang saham. Modal asing ialah modal eksternal perusahaan yang sifatnya sementara. Perusahaan menganggap modal tersebut sebagai utang yang harus dibayar kembali pada waktu jatuh tempo. Dapat disimpulkan modal asing merupakan modal eksternal yang digunakan perusahaan dalam mendanai operasionalnya. Modal asing terbagi menjadi 3 golongan yakni, sebagai berikut:

- a) Utang jangka pendek (*short-term debt*) merupakan modal asing dengan waktu jatuh tempo kurang dari sama dengan 1 tahun. Umumnya utang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan yakni berupa kredit yang dibutuhkan untuk menjalankan suatu bisnis.
  - b) Utang jangka menengah (*intermediate-term debt*) merupakan modal asing dengan waktu jatuh tempo lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun. Bentuk-bentuk utama dari kredit jangka menengah yaitu *term loan* yang merupakan kredit usaha dengan umur lebih dari satu tahun atau kurang dari 10 tahun, dan *leasing* yang merupakan suatu alat atau cara untuk mendapatkan *service* dari suatu aset tetap.
  - c) Utang jangka panjang (*long-term debt*) merupakan modal asing yang waktu jatuh temponya lebih dari 10 tahun. Utang jenis ini dapat berupa obligasi dan pinjaman hipotek.
2. Modal Sendiri merupakan modal internal yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham yang diinvestasikan dalam jangka waktu yang tidak ditentukan. Modal sendiri dapat berasal dari keuntungan yang diperoleh perusahaan dan modal pemilik perusahaan atau pemegang saham. Dalam suatu Perseroan Terbatas (PT) modal sendiri terbagi menjadi 2 yakni, modal saham dan laba ditahan. Modal saham ialah surat bukti tanda kepemilikan pada proporsi modal tertentu. Pada transaksi di bursa efek, saham biasa dan saham preferen masuk dalam instrumen yang paling dominan diperdagangkan.

Laba ditahan ialah perolehan laba yang sebagai dapat ditahan untuk mendanai investasi yang telah disepakati, selain yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemilik saham. Apabila laba yang ditahan tersebut dialokasikan untuk tujuan yang telah ditentukan, maka dibentuklah cadangan yang berasal dari laba yang diperoleh. Namun, jika laba tersebut belum dialokasikan penggunaannya, maka cadangan dari laba tersebut disebut “laba yang ditahan”.

#### **2.1.2.6 Faktor yang Mempengaruhi atau Determinan Struktur Modal**

Faktor-faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal yaitu, sebagai berikut (Warsono, 2003):

1. Tingkat pertumbuhan dan stabilitas penjualan, tingkat pertumbuhan yang semakin tinggi menandakan bahwa penjualan di masa mendatang semakin stabil, sehingga kecenderungan penggunaan *leverage* atau utang semakin besar.
2. Bentuk persaingan dalam industri, persaingan yang semakin ketat dalam suatu industri menandakan bahwa kecenderungan penggunaan utang jangka panjang semakin kecil.
3. Struktur aset perusahaan suatu perusahaan, perusahaan dengan proporsi aset tetap (*fixed assets*) yang lebih besar cenderung menggunakan modal sendiri yang lebih tinggi.
4. Risiko bisnis yang sedang dihadapi perusahaan, risiko bisnis yang semakin tinggi menandakan bahwa kecenderungan perusahaan menggunakan utang semakin rendah.
5. Kontrol pemegang kepentingan dan manajemen, bertambahnya saham biasa yang beredar mengurangi kendali pemilik saham semakin berkurang. Sehingga upaya dalam mengantisipasi hal tersebut, umumnya perusahaan menambah penggunaan *leverage* atau utang.
6. Persepsi kreditor terhadap industri dan perusahaan, semakin baik persepsi para kreditor terhadap industri dan perusahaan dapat memudahkan perusahaan dalam perolehan utang.
7. Kondisi pajak perusahaan, tujuan utama penggunaan utang (*leverage*) ialah untuk menambah bunga yang mengurangi pengeluaran pajak. Perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi biaya utangnya cenderung rendah.

8. Fleksibilitas keuangan berupa kemampuan menarik modal dalam kondisi yang tidak baik, akibat kondisi uang ketat dalam perekonomian atau perusahaan kesulitan membiayai operasionalnya, karena itu pemasok modal lebih memilih membiayai perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik. Sehingga fleksibilitas keuangan menjadi penting karena berpengaruh terhadap target struktur modal.
9. Konservatisme atau agresivitas manajer, manajer perusahaan yang agresif cenderung menggunakan utang sebagai upaya meningkatkan laba. Faktor ini tidak memengaruhi optimalisasi struktur modal maupun pemaksimalan nilai perusahaan, namun dapat berpengaruh terhadap target struktur modal.

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan diantaranya ialah: profitabilitas, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pajak, ukuran perusahaan, kondisi pasar, perilaku manajer, dan kondisi internal perusahaan (Brigham & Houston, 2001).

### **2.1.2.7 Pengukur Struktur Modal**

#### **1. *Debt to Assets Ratio (DAR)***

*DAR* merupakan rasio utang yang berfungsi untuk mengetahui proporsi total utang terhadap total aktiva. Dengan kata lain, besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai oleh utang atau besarnya utang perusahaan yang dapat mempengaruhi pengelolaan aktiva (Kasmir, 2016). Nilai *DAR* mencerminkan proporsi utang yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Semakin tinggi nilai *DAR* menunjukkan bahwa semakin besar aset perusahaan dibiayai oleh utang, akibatnya perusahaan sulit untuk memperoleh tambahan dana karena perusahaan akan semakin sulit juga untuk menutupi utangnya dengan aktiva yang dimiliki. Sehingga dalam kondisi tersebut perusahaan dapat mengalami penurunan kinerja yang signifikan dan hal tersebut mengindikasikan terjadinya *financial distress*. Jika nilai *DAR* sama dengan atau melebihi 1 berarti perusahaan tidak lagi memiliki aset yang dapat menutupi utang, hal ini mengimplikasikan adanya tanda-tanda kebangkrutan.

Dengan demikian, struktur modal diukur melalui *Debt to Assets Ratio (DAR)* lebih mencerminkan kondisi keuangan perusahaan dengan menunjukkan

nilai yang lebih normal dibandingkan perhitungan *Debt to Equity Ratio (DER)*. Sehingga, pada penelitian ini struktur modal diukur melalui *DAR*.

### **2.1.3 Strategi Internasionalisasi**

#### **2.1.3.1 Definisi Strategi Internasionalisasi**

Internasionalisasi perusahaan merupakan proses dimana perusahaan meningkatkan kesadaran atas pengaruh langsung maupun tidak langsung dari transaksi internasionalnya di masa mendatang dan mendirikan serta melaksanakan transaksi dengan negara lain (Beamish, 1990 dalam Abodohoui, dkk., 2018). Dimana, metode atau cara strategi internasionalisasi dapat dilakukan melalui ekspansi keluar negeri seperti ekspor (Kuncoro, 2005). Internasionalisasi Menurut Prof. Fernando Cortinas (2019) dalam Putra & Uzlah (2019) adalah serangkaian pilihan yang dapat dipilih organisasi untuk memperluas bisnisnya di luar pasar domestik. Sehingga, berdasarkan pendapat para ahli tersebut dapat disimpulkan bahwa strategi internasionalisasi merupakan serangkaian proses perusahaan dalam memperluas bisnisnya di pasar internasional yang dapat dilakukan melalui ekspor.

#### **2.1.3.2 Manfaat Strategi Internasionalisasi**

Menurut Wadud (2018) manfaat internasionalisasi perusahaan, antara lain:

1. Internasionalisasi memberikan peluang untuk perusahaan dalam memanfaatkan *market imperfection* pada pasar produk, pasar faktor, dan pasar finansial serta tercapainya skala lingkup ekonomis
2. Diversifikasi portofolio dapat tercapai sehingga menguntungkan kinerja *risk-return* pada perusahaan
3. Memberikan keuntungan bagi perusahaan multinasional untuk melakukan transfer sumber daya internasional dan melakukan integrasi struktur, sistem dan proses perusahaan dengan kompetensi spesifik yang tidak tersedia bagi perusahaan yang beroperasi secara domestik
4. Mempercepat pembelajaran organisasi dan peningkatan pengetahuan melalui pemanfaatan sumber daya dan kompetisi inti dalam skala global.

#### **2.1.3.3 Pengukuran Strategi Internasionalisasi**

Dalam penelitian ini, strategi internasionalisasi dilakukan melalui ekspor. Untuk menguji hubungan antara ekspor dan struktur modal dapat digunakan



pengukuran rasio ekspor terhadap total penjualan atau disebut juga intensitas ekspor (Singh & Nejadmalayeri, 2004; Goldman & Viswanath, 2011; Chen & Yu, 2011).

#### **2.1.4 Profitabilitas**

##### **2.1.4.1 Definisi Rasio Profitabilitas**

Profitabilitas merupakan rasio yang berfungsi untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan (Kasmir, 2016). Rasio ini mencerminkan tingkat efektivitas manajemen dalam suatu perusahaan yang dinilai melalui laba yang dihasilkan atas penjualan maupun investasi. Pada dasarnya rasio ini digunakan untuk menunjukkan tingkat efisiensi suatu perusahaan. Rasio profitabilitas ialah rasio yang mencerminkan hasil akhir dari sejumlah kebijakan atau keputusan perusahaan (Riyanto, 2013).

##### **2.1.4.2 Manfaat dan Tujuan Rasio Profitabilitas**

Menurut Kasmir (2016, 197) yang menyatakan bahwa tujuan rasio profitabilitas bagi perusahaan, maupun bagi pihak luar perusahaan yaitu:

1. Untuk mengukur atau menghitung laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu,
2. Untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang,
3. Mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu,
4. Mengetahui besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri,
5. Mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

Manfaat penggunaan rasio profitabilitas menurut Kasmir (2016, 197) sebagai berikut:

1. Mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode,
2. Mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang,
3. Mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu,
4. Mengetahui besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri,
5. Mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

#### **2.1.4.3 Pengukuran Rasio Profitabilitas**

Dalam mengukur rasio profitabilitas digunakan *Return On Assets (ROA)*. *ROA* menggambarkan pengembalian atas investasi pada aktiva perusahaan yang mana dananya diperoleh dari utang maupun ekuitas. Menurut Kasmir (2016, 201), *ROA* adalah rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. Dengan kata lain, *ROA* dapat didefinisikan sebagai rasio yang menunjukkan ukuran laba yang diperoleh dari keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan

#### **2.1.5 Aset Jaminan (*Collateral Assets*)**

Aset jaminan (*collateral assets*) yang dimaksud dalam penelitian ini adalah aset tetap berwujud atau disebut juga *tangible assets*, sejalan dengan penelitian terdahulu oleh Alyousfi, dkk (2020), Rahayu & Utami (2021). Definisi aset tetap ialah aset berwujud yang dimiliki yang mana dipergunakan dalam memproduksi atau menyediakan barang maupun jasa untuk disewakan kepada pihak lain ataupun untuk tujuan administratif dan merupakan aset berwujud yang diharapkan dapat dipergunakan selama lebih dari satu periode (Ikatan Akuntansi Indonesia atau IAI, 2011).

##### **2.1.5.1 Definisi *Collateral Assets***

*Collateral Assets* disebut juga aset agunan atau jaminan merupakan agunan yang bertujuan untuk menggambarkan utang kreditor (peminjam) atau untuk memperoleh pinjaman, *collateral assets* mengacu pada aset yang diterima pemberi pinjaman sebagai jaminan jika peminjam gagal melunasi kewajibannya dimana aset agunan ini bertindak sebagai bentuk perlindungan bagi pemberi pinjaman (Pantagama, 2021). Aset tetap berwujud digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh lebih banyak utang, perusahaan dengan nilai aset tetap berwujud yang tinggi cenderung memiliki utang yang lebih banyak (Suryana, 2016).

##### **2.1.5.2 Manfaat dan Fungsi *Collateral Assets***

Menurut Pantagama (2021) manfaat *collateral assets* antara lain:

1. Bagi debitur mengurangi eksposur saat ini maupun di masa depan terhadap kerugian yang diakibatkan oleh tidak adanya pembayaran oleh pihak lawan

2. Bagi kreditor mengurangi jumlah modal ekonomi yang diwajibkan untuk menutupi resiko kredit dan melindungi neraca, juga membantu meningkatkan *leverage* (utang) dan potensi keuntungan dari aset bank.
3. *Collateralization* menunjukkan kemampuan untuk berdagang di pasar yang mencakup keuntungan yang lebih tinggi dan lebih dapat diprediksi.
4. *Collateral* memberin peningkatan untuk melakukan lebih banyak transaksi pasar melalui modal yang kecil

### **2.1.5.3 Bentuk-bentuk *Collateral Assets***

Terdapat barang-barang yang dapat dijadikan agunan, diantaranya ialah (Otoritas Jasa Keuangan, 2007):

1. Bangunan seperti rumah tinggal, rumah susun, pabrik, gudang dan hotel yang dilengkapi dengan pembuktian sertifikat atas kepemilikan bangunan, IMB (izin mendirikan bangunan) dan status hukum (sengketa atau tidak).
2. Kendaraan bermotor seperti mobil, motor, skuter dengan berbagai jenis dan merek) yang dilengkapi dengan Bukti Pemilikan Kendaraan Bermotor (BPKP).
3. Mesin-mesin pabrik yang telah disesuaikan dengan usia mesin pabrik dan teknisnya.
4. Surat berharga dan saham yang masih aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) atau surat berharga yang memiliki peringkat investasi.
5. Pesawat udara atau kapal laut yang bisa diagunkan dengan di atas 20 meter kubik dan terikat dengan hipotek.

Agunan dapat dibedakan menjadi 2 yaitu: 1) Agunan berwujud, terdiri atas agunan bergerak dan agunan tidak bergerak. Contoh agunan bergerak yakni, kendaraan dan agunan tidak bergerak yakni, tanah, properti, logam mulia, mesin, dan sebagainya, 2) Agunan tidak berwujud terdiri atas hak paten, hak kekayaan intelektual, surat berharga, obligasi, deposito dan sebagainya (Pantagama, 2021).

### **2.1.5.4 Pengukuran *Collateral Assets***

*Collateral assets* diprosikan melalui rasio aset tetap berwujud terhadap total aset (Suryana, 2016). Aset tetap berwujud sebagai jaminan atau *collateral assets* diukur menggunakan rasio aset tetap berwujud terhadap total aset (Rahayu & Utami, 2021; Munisi, 2017).

## **2.1.6 *Non-debt Tax Shield***

### **2.1.6.1 Definisi *Non-debt Tax Shield***

*Non debt tax shield* merupakan lindung pajak yang memberikan insentif kuat terhadap utang, terutama perusahaan yang memiliki pendapatan kena pajak yang tinggi. Manfaat pajak dari utang akan menurun ketika terdapat pengurang pajak lain seperti kenaikan penyusutan (Suripto, 2015).

*Non-debt tax shield* terdiri atas depresiasi aset tetap berwujud (Dewi & Dana, 2017; Alyousfi, dkk., 2020). Depresiasi dikenal juga dengan istilah penyusutan. Penyusutan merupakan alokasi sistematis atas jumlah yang dapat disusutkan dari suatu aset selama umur pemanfaatannya (Ikatan Akuntansi Indonesia atau IAI, 2011). Penyusutan juga dijadikan sebagai biaya pengurang penghasilan bruto, sehingga penghasilan kena pajaknya berkurang (Tommy, 2021).

### **2.1.6.2 Tujuan *Non-debt Tax Shield***

*Non-debt tax shield* yang diprosikan dengan depresiasi aset tetap berwujud bertujuan untuk menunjukkan biaya yang dihabiskan atas penggunaan atau pemanfaatan aset tetap berwujud, dimana biaya ini mengurangi nilai penghasilan kena pajak sehingga menurunkan beban pajak penghasilan yang dikenakan, sehingga memungkinkan perusahaan memperoleh laba setelah pajak yang lebih tinggi (Suripto, 2015). Sedangkan, depresiasi aset tetap berwujud sendiri dilakukan dalam rangka menilai kembali aset tetap berwujud yang telah digunakan atau nilai sisa yang dimiliki aset tetap berwujud setelah digunakan. Tujuan dari penilaian kembali aset tetap berwujud yakni agar perusahaan dapat memperhitungkan penghasilan dengan biaya yang lebih wajar sehingga dapat menunjukkan kemampuan maupun nilai perusahaan yang sebenarnya (Tommy, 2021).

### **2.1.6.3 Pengukuran *Non-debt Tax Shield***

*Non-debt Tax Shield* yang terdiri dari depresiasi aset tetap berwujud diukur dengan rasio depresiasi terhadap aset tetap berwujud, sejalan dengan penelitian terdahulu oleh Dewi & Dana (2017), Alyousfi, dkk (2020).

## 2.2 Kajian Empiris

Penelitian ini didasarkan pada temuan atau hasil penelitian, metode yang digunakan, keterbatasan penelitian dan persamaan maupun perbedaan penelitian yang dilakukan, penelitian terdahulu tersebut diantaranya ialah:

1. Perintis & Panennungi (2019). *Leverage dan Partisipasi Ekspor: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia*.

Penelitian pada perusahaan sektor makanan dan minuman, tekstil dan pakaian, otomotif, kimia, elektronik, karet, kertas, kulit serta kayu dan anyaman selama periode 2007-2015. Metode regresi yang digunakan yakni regresi logistic. Penelitian ini bertujuan untuk melihat bagaimana perilaku suatu perusahaan pada kurun waktu tertentu dalam kaitannya dengan keputusan berpartisipasi pada pasar ekspor. Data yang diolah pada penelitian ini menggunakan data sekunder dengan model data panel. Variabel dependen pada penelitian ini adalah keputusan ekspor, sedangkan variabel bebas *Interest Coverage Ratio (ICR)*. Sehingga, berdasarkan penelitian diperoleh kesimpulan bahwa perusahaan yang kemampuan keuangannya semakin tinggi dalam memenuhi kewajiban atau semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk tidak terbebani oleh beban utang yang timbul akibat *leverage*, maka semakin besar pula peluang perusahaan untuk berpartisipasi dalam pasar ekspor.

2. Goldman & Viswanath (2011). *Export Intensity and Financial Leverage of Indian Firms*.

Penelitian dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Bombay India dari tahun 2005-2009. Pengolahan data digunakan regresi tobit, dengan variabel ekspor diukur melalui rasio intensitas ekspor yang membandingkan total ekspor dengan total penjualan dan variabel dependen struktur modal yang diukur dengan utang jangka panjang terhadap total aset. Akan tetapi, hasil yang diperoleh tidak signifikan. Sehingga variabel ekspor diukur kembali dengan intensitas ekspor relatif yang mana jika penjualan ekspor dan domestik perusahaan dibagi rata maka skor yang diperoleh perusahaan ialah maksimum 1, dan perusahaan yang sepenuhnya bergantung pada pasar domestik atau pasar luar negeri memperoleh skor minimal 0 (nol), sedangkan perusahaan lainnya mendapat skor antara 0 dan 1.

Hasil yang diperoleh yakni, Intensitas ekspor relatif berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang diukur melalui rasio utang jangka panjang terhadap total aset.

3. Singh & Nejadmalayeri (2004). *Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations.*

Penelitian pada perusahaan Prancis yang terdaftar di *European Committee of Central Balance Sheet Offices* dan memiliki informasi yang tersedia di *data base WorldScope* selama periode 1996-1999. Analisis data menggunakan statistik uji parametrik dan non-parametrik, serta teknik yang digunakan dalam analisis data yakni teknik Ordinary Least Square (*OLS*). Hasil penelitian menghasilkan bahwa rasio ekspor terhadap total penjualan berhubungan negatif terhadap biaya modal perusahaan dan rasio ekspor terhadap total penjualan berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap rasio total utang terhadap total aset.

4. Chen & Yu (2011). *FDI, Export, and Capital Structure.*

Penelitian pada perusahaan Taiwan yang terdaftar di *Taiwan Stock Exchange (TSE)* pada tahun 2003. Sampel dikumpulkan dari *Taiwan Economic Journal (TSE)*. Hasil penelitian diperoleh bahwa intensitas ekspor yang diukur dengan persentase penjualan ekspor dari total penjualan memiliki dampak negatif pada struktur modal yang diukur melalui rasio utang jangka panjang terhadap utang jangka panjang ditambah nilai pasar ekuitas atau nilai buku saham preferen. Hubungan negatif timbul karena kompleksitas operasi dan seiring pertumbuhan internasionalisasi perusahaan biaya agensi utang untuk kreditor lokal meningkat yang menyebabkan tingginya biaya pemantauan dan audit, sehingga kreditor lokal kurang termotivasi untuk meminjamkan dana, selain itu perusahaan juga kesulitan meminjam di luar negeri karena transparansi perusahaan yang rendah meningkatkan risiko bagi kreditor luar negeri (Chen & Yu, 2011).

5. Goho, T. S., & Simanjuntak, A. (2017). *The Influence of Firm Size, Export Ratio and Earning Variability On Firm Valur with Economic Exposure as Intervening Variable in The Manufacturing Industry Sector.*

Penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2016. Penelitian tergolong penelitian statistik deskriptif, sifat penelitian

explanatory. Teknik sampling digunakan purposive sampling. Rasio Ekspor diukur dengan total ekspor dibagi dengan total aset. Nilai perusahaan diukur dengan Tobin's Q. Hasil penelitian menunjukkan rasio ekspor berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, namun tidak terdapat hasil penelitian sejenis. Hanya terdapat penelitian oleh Ginting (2013) yang menyebutkan ekspor berpengaruh positif signifikan terhadap cadangan devisa, dimana cadangan devisa diasumsikan sebagai nilai suatu negara. Sedangkan, Benny (2013) menyebutkan eksposur nilai tukar jangka panjang maupun pendek berpengaruh negatif signifikan terhadap ekspor Indonesia, artinya peningkatan ekspor Indonesia akan menurunkan risiko perusahaan yang timbul akibat perubahan nilai tukar. Sehingga, hal tersebut memungkinkan terjadinya peningkatan pada nilai perusahaan.

6. Umayah & Salim (2018). Rasio Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan Non Perbankan Kategori LQ-45

Penelitian dilakukan pada perusahaan non-perbankan kategori LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dengan metode *purposive sampling* dan diolah dengan regresi data panel menggunakan *software EViews (Econometric Views)*.

- a) *Return On Asset (ROA)* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang diukur melalui *Debt to Assets Ratio (DAR)*.
- b) *ROA* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur melalui *Price Book Value (PBV)*.
- c) *DAR* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (*PBV*).
- d) Pengaruh tidak langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal lebih besar

7. Purba, Sagala, & Saragih (2018). Pengaruh Profitabilitas, *Tangible Assets*, Tingkat Pertumbuhan, dan *Non-debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal serta Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan (Kasus pada Perusahaan Manufaktur Asia Tenggara)

Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek negara-negara yang tergabung dalam asosiasi ASEAN periode 2013-2015. Data

dianalisis menggunakan data panel dengan sampel jenuh (sensus). Variabel yang digunakan yakni nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q, struktur modal yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*, profitabilitas yang diukur dengan *Return On Assets (ROA)*, *Tangible Assets* yang diukur dengan rasio aset tetap terhadap total aset, *non-debt tax shield* yang diukur dengan rasio biaya depresiasi dan amortisasi terhadap total aktiva. Diperoleh hasil sebagai berikut:

- a) Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, namun berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
- b) *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan
- c) Rasio tangibilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal, namun berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
- d) Struktur modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
- e) Secara tidak langsung *non-debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, sementara profitabilitas dan *tangible assets* tidak signifikan.

8. Oemar (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, *Tangible Assets* terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening.

Penelitian pada perusahaan manufaktur sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI periode 2014-2018. Teknik analisis menggunakan statistik deskriptif, asumsi klasik, tes hipotesis dan analisis jalur. Teknik pengambilan sampel digunakan *purposive sampling*. Diperoleh hasil sebagai berikut:

- a) Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, namun berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
- b) Rasio Tangibilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal, namun berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
- c) Struktur modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
- d) Struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh profitabilitas dan *tangible assets* terhadap nilai perusahaan

9. Dewi & Sudiarta (2017). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Aset terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan.



Penelitian pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2012-2014. Teknik analisis menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Profitabilitas diukur melalui *Return On Equity (ROE)*, struktur modal diukur melalui *Debt to Equity Ratio (DER)*, nilai perusahaan diukur melalui *Price Earning Ratio (PER)*. Diperoleh hasil sebagai berikut:

- a) Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan
- b) Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan
- c) Struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh positif profitabilitas terhadap nilai perusahaan

10. Muharram & Hakim (2021). Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage*, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan.

Penelitian pada perusahaan sektor *property, real estate* dan konstruksi yang terdaftar di BEI periode 2017-2019. Teknik *sampling* yang digunakan *purposive sampling*. Teknik analisis dengan regresi data panel dengan software *eviews 9.0*. Profitabilitas diukur melalui *Return On Assets (ROA)*, *leverage* diukur melalui *Debt to Equity Ratio (DER)* dan nilai perusahaan diukur dengan *Price to Book Value (PBV)*. Diperoleh hasil sebagai berikut:

- a) Profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
- b) *Leverage (DER)* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan

11. Wulandari (2018). Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia).

Penelitian pada perusahaan sektor makanan dan minuman di BEI periode 2011-2016. Teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling*. Teknik analisis data dengan 2 tahap regresi. Diperoleh hasil sebagai berikut:

- a) Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
- b) *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal dan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan

- c) Struktur aset berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal dan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
- d) Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
- e) Struktur modal dapat memediasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan, namun tidak dapat memediasi hubungan struktur aset dan *non-debt tax shield* terhadap nilai perusahaan

12. Hayundari (2018). Pengaruh *Tax Shield* terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening (Studi Empiris pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016),

Teknik pengambilan sampel dengan *purposive* sampling. Metode analisis yang digunakan melalui regresi linier berganda lanjutan yakni analisis jalur. *Non-debt tax shield* diukur dengan rasio depresiasi dan amortisasi terhadap total aktiva, struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio (DER)* dan nilai perusahaan diukur dengan *Price to Book Value (PBV)*. Diperoleh hasil sebagai berikut:

- a) *Non-debt tax shield* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal dan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan
- b) Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, namun tidak dapat memediasi hubungan antara *non-debt tax shield* dan nilai perusahaan.

13. Suryana (2016). Pengaruh *Cost of Borrowing, Profitability* dan *Collateral Value of Assets* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan *Real Estate* di Indonesia.

Penelitian dilakukan pada laporan perusahaan *Real Estate* yang terdaftar di BEI periode 2003-2007. Data yang digunakan adalah data sekunder yang dilakukan secara dokumentasi. Data diolah dengan aplikasi SPSS. Analisis data digunakan *multiple linear regression*.

- a) Rasio laba operasional terhadap total aset berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang diukur melalui rasio total pinjaman terhadap total ekuitas

- b) Nilai agunan aset (*Collateral Value of Assets*) yang diukur melalui rasio piutang ditambah persediaan dan aktiva tetap bersih terhadap total aset berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

14. Rahayu & Utami (2021). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Tangible Asset terhadap Struktur Modal.

Metode yang digunakan adalah *Hypothesis Testing Empirical Study* yang merupakan bentuk pengujian yang menjelaskan secara rinci hasil penelitian dan termasuk dalam penelitian pengamatan (observasional), serta termasuk pada penelitian studi kausal yang menjelaskan hubungan sebab-akibat pada pengaruh antar variabel melalui hipotesis. Penelitian dilakukan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019. Data diolah dengan *software SPSS* versi 20. Hasil penelitiannya antara lain:

- a) Tangible asset yang diukur melalui rasio aset tetap terhadap total aset positif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal yang diukur dengan *Debt to Asset Ratio (DAR)*. Namun secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal (*DAR*). Dapat disimpulkan bahwa aset tetap yang tinggi tidak menjamin bahwa perusahaan mudah untuk mencari pinjaman/utang, karena perusahaan lebih mengandalkan kemampuan internal perusahaan yang diperoleh dari laba ditahan (ekuitas). Aktiva berwujud diberikan sebagai jaminan seandainya terjadi *financial distress*, sehingga perusahaan dengan *tangible assets* yang tinggi memiliki tingkat risiko kebangkrutan yang relatif rendah.

15. Munisi (2017). *Determinants of Capital Structure: Evidence from Sub-Saharan Africa*.

Sampel menggunakan perusahaan non-keuangan yakni sektor industri manufaktur yang terdaftar di negara-negara Afrika Sub-Sahara yang ditentukan dan nama perusahaan diperoleh dari situs web bursa masing-masing negara dari tahun 2005 hingga 2009. Analisis data dengan menggunakan regresi data panel dan digunakan teknik *OLS*. Hasil penelitiannya antara lain:

- a) Profitabilitas yang diukur dengan laba operasi dibagi dengan total aset berhubungan negatif dan signifikan terhadap rasio total utang terhadap total aset, Hal ini sejalan dengan asumsi teori *pecking order*.
- b) Aset berwujud yang diukur dengan aset tetap dibagi dengan total aset berhubungan negatif dan signifikan terhadap rasio total utang terhadap total aset. Perusahaan dengan aset berwujud yang lebih tinggi memiliki kapasitas lebih dapat dimanfaatkan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar sehingga perusahaan menggunakan sumber pendanaan internal *Daripada* eksternal.

16. Alyousfi, Rus, Mohd, Taib, & Shahar (2020). *Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Firm*.

Penelitian dilakukan pada sektor non-keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Malaysia tahun 2008-2017. Analisis data digunakan Teknik estimasi panel statis dengan menggunakan estimator variabel instrumental 2SLS.

- a) Profitabilitas yang diukur melalui *Return On Assets (ROA)* dan *Return On Equity (ROE)* memiliki hubungan negatif signifikan terhadap struktur modal yang diukur dengan rasio nilai buku total utang terhadap nilai buku total aset
- b) *Tangible Assets* yang diukur melalui rasio aset tetap berwujud terhadap total aset memiliki hubungan positif signifikan terhadap struktur modal yang diukur melalui rasio nilai buku total utang terhadap nilai buku total aset. Penemuan tersebut konsisten dengan teori *trade-off* dan *pecking order* dimana aset berwujud berfungsi jaminan dan perusahaan dengan lebih banyak aset berwujud menggunakan lebih banyak utang. Penemuan ini juga sejalan dengan teori keagenan karena perusahaan dapat beralih ke investasi yang lebih berisiko dan mentransfer kekayaan *Dari* kreditor kepada pemegang saham, sementara aset berwujud membantu mengurangi biaya agensi *Dari* utang
- c) *Non-debt tax shield* yang diukur dengan rasio beban depresiasi terhadap total aset berhubungan positif signifikan terhadap struktur modal

17. Dewi & Dana (2017). Pengaruh *Growth Opportunity*, Likuiditas, *Non-Debt Tax Shield* dan *Fixed Asset Ratio* terhadap Struktur Modal.

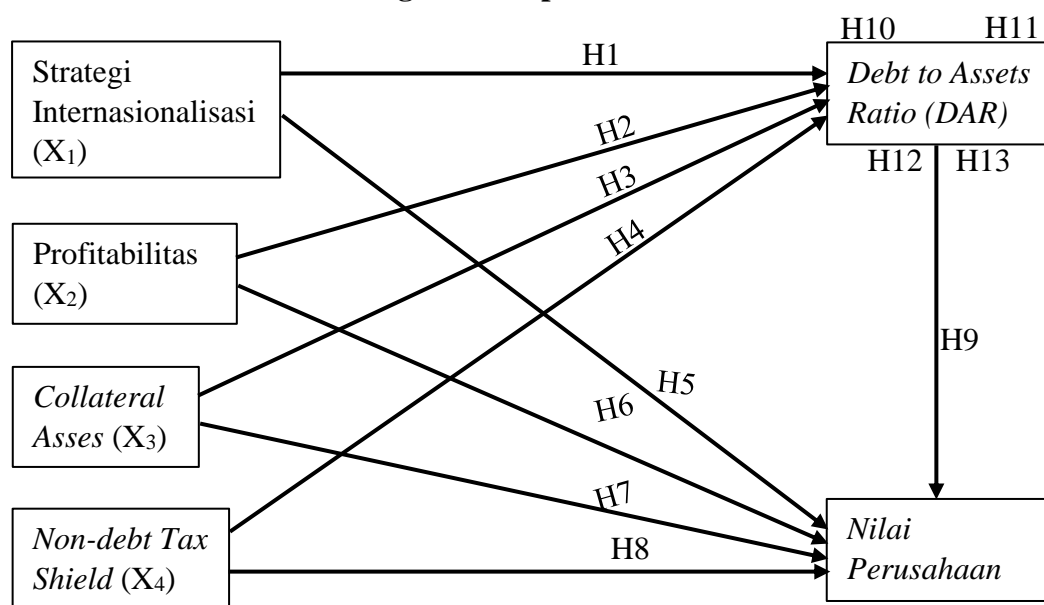
Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2012-2015. Rancangan penelitian asosiatif dengan data sekunDER. Data diolah dengan *Statistical Package for Social Science (SPSS)*.

- a) *Non-Debt Tax Shield* yang diukur dengan rasio depresiasi terhadap total aktiva berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal yang diukur melalui rasio total utang terhadap total aset
- b) *Fixed Asset Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur modal yang diukur melalui rasio total utang terhadap total aset.

## 2.3 Kerangka Konseptual dan Hipotesis Penelitian

### 2.3.1 Kerangka Penelitian

**Gambar 2.1**  
**Kerangka Konseptual Penelitian**



Berdasarkan Gambar 2.1, hipotesis penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

- H1 : Strategi Internasionalisasi berpengaruh terhadap struktur modal
- H2 : Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal
- H3 : *Collateral Asses* berpengaruh terhadap struktur modal
- H4 : *Non-debt Tax Shield* berpengaruh terhadap struktur modal
- H5 : Strategi Internasionalisasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- H6 : Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan

- H7 : *Collateral Assets* berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- H8 : *Non-debt Tax Shield* berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- H9 : Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- H10 : Struktur modal dapat memediasi hubungan antara strategi internasionalisasi dan nilai perusahaan
- H11 : Struktur modal dapat memediasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan
- H12 : Struktur modal dapat memediasi hubungan antara *collateral assets* dan nilai perusahaan
- H13 : Struktur modal dapat memediasi hubungan antara *non-debt tax shield* dan nilai perusahaan

### 2.3.2 Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan jawaban sementara terkait rumusan masalah penelitian, rumusan masalah penelitian tersebut dinyatakan dalam kalimat pertanyaan (Ghozali & Ratmono, 2017). Berikut ini disajikan 13 hipotesis yang akan digunakan dalam menjelaskan hasil dari data yang diteliti beserta penjelasan mengenai hubungan antar variabelnya, sebagai berikut:

#### 1. Pengaruh Strategi Internasionalisasi (X1) terhadap Struktur Modal (Z)

Strategi internasionalisasi yaitu ekspor, dimana nilai ekspor diukur melalui rasio intensitas ekspor yakni penjualan ekspor dibandingkan dengan total penjualan. Perusahaan yang melakukan ekspor cenderung memproduksi lebih banyak, membayar lebih banyak, dan menghasilkan lebih banyak keuntungan daripada perusahaan lain yang tidak melakukan ekspor (Bernard, dkk., 2007). Semakin tinggi nilai rasio intensitas ekspor maka semakin besar dana yang dibutuhkan sehingga perusahaan cenderung menambah utang yang mengakibatkan nilai struktur modal atau *Debt to Assets Ratio (DAR)* meningkat. hal ini sejalan dengan teori *pecking order* dimana biaya utang menjadi alternatif kedua setelah dana internal perusahaan jika dana internal tidak mencukupi dan teori *signaling* dimana manajer mengirim sinyal kepada investor bahwa manajer yakin akan prospek masa depan dengan menambah utang yang meningkatkan risiko keuangan untuk membiayai operasional perusahaan. Peningkatan ekspor juga dapat

menurunkan penggunaan utang karena perusahaan pengeksport juga cenderung menghasilkan keuntungan/laba yang lebih tinggi sehingga penggunaan dana internal mencukupi kebutuhan pendanaan perusahaan, sejalan dengan teori *pecking order*. Alasan lain penurunan utang yang terjadi saat peningkatan rasio ekspor terhadap total penjualan yakni karena operasional perusahaan pengeksport yang kompleks sehingga mengakibatkan biaya pemantauan dan audit yang tinggi bagi kreditor. Hal ini mengakibatkan kreditor kurang termotivasi untuk meminjamkan dana, selain itu transparansi perusahaan yang rendah bagi dapat meningkatkan risiko bagi kreditor luar negeri sehingga perusahaan juga sulit untuk meminjam di luar negeri. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H1: Strategi Internasionalisasi berpengaruh terhadap Struktur Modal**

2. Pengaruh Profitabilitas (X2) terhadap Struktur Modal (Z)

Profitabilitas menunjukkan besaran keuntungan yang diperoleh, jika rasio profitabilitas yang diukur melalui *Return On Assets (ROA)* meningkat artinya perusahaan memiliki penambahan persentase alokasi dana yang dapat digunakan sebagai modal dan menurunkan penggunaan utang. Sehingga, sejalan dengan teori *pecking order* dimana perusahaan memanfaatkan keuntungan sebagai dana internal terlebih dahulu dan perusahaan menghindari pembayaran dividen yang fluktuatif. Penurunan utang akan menurunkan nilai *Debt to Assets Ratio (DAR)* dan menandakan bahwa risiko keuangan perusahaan menurun. Hal ini juga sejalan dengan teori *trade off* dimana semakin tinggi utang akan meningkatkan risiko keuangan, yang mana probabilitas kebangkrutan semakin meningkat akibat semakin besarnya beban bunga yang harus dibayarkan hingga menurunkan laba yang diperoleh. Peningkatan utang pada saat profitabilitas (laba) meningkat juga dapat terjadi ketika manajer yakin akan prospek masa depan, sehingga penambahan utang digunakan manajer untuk mengirimkan sinyal positif kepada investor, sejalan dengan teori *signaling*. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H2: Profitabilitas berpengaruh terhadap Struktur Modal**

3. Pengaruh *Collateral Assets* (X3) terhadap Struktur Modal (Z)

Aset jaminan (*Collateral Assets*) yakni aset tetap berwujud sebagai jaminan dapat menurunkan risiko kreditor dalam mendanai perusahaan, semakin tinggi nilai

rasio aset tetap berwujud (aset jaminan) maka risiko gagal bayar semakin menurun karena kreditor dapat melikuiditasi aset yang telah dijaminakan ketika perusahaan mengalami kebangkrutan. Hal ini dapat meningkatkan peluang untuk memperoleh pendanaan melalui utang dan perusahaan tentu akan memanfaatkan kredit sebagai alternatif pendanaan untuk menutupi kekurangan dana internal, sejalan dengan teori *signaling* dimana perusahaan yang meningkatkan utang menunjukkan bahwa manajer perusahaan yakin dengan prospek perusahaan di masa depan yang didukung oleh peningkatan aset tetap berwujud yang dapat dimanfaatkan perusahaan untuk memperoleh keuntungan. Sehingga, peningkatan utang akan meningkatkan nilai *Debt to Assets Ratio (DAR)*. Penambahan penggunaan utang tersebut juga akan meningkatkan risiko keuangan yang meningkatkan probabilitas kebangkrutan, sejalan dengan teori *trade off*. Penurunan utang saat peningkatan nilai rasio aset tetap berwujud (*collateral assets*) juga dapat terjadi ketika perusahaan dengan tingkat aset berwujud yang tinggi dimana perusahaan dapat menerbitkan ekuitas baru tanpa memberikan sinyal negatif pada investor (Munisi, 2017), disamping itu aset berwujud dapat dimanfaatkan untuk memperoleh arus kas operasional yang lebih besar sehingga perusahaan memanfaatkan sumber dana arus kas yang dihasilkan secara internal terlebih dahulu, sejalan dengan teori *pecking order*. Oleh karena itu, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

### **H3: *Collateral Assets* berpengaruh terhadap Struktur Modal**

#### **4. Pengaruh *Non-debt Tax Shield* (X4) terhadap Struktur Modal (Z)**

*Non-debt tax shield* yang terdiri dari depresiasi aset tetap berwujud dimana penilaiannya bertujuan untuk menilai kembali aset tetap berwujud yang telah dimanfaatkan perusahaan dalam memperoleh laba. *Non-debt Tax Shield* sebagai pengurang pendapatan kena pajak dan berdampak pada beban pajak yang lebih rendah, sehingga memungkinkan pemanfaatan laba yang lebih tinggi dan mengurangi penggunaan utang. Hal tersebut sejalan dengan teori *pecking order* dimana perusahaan mengutamakan penggunaan dana internal dan meningkatkan alokasi laba yang akan digunakan sebagai modal dengan asumsi perusahaan lebih menyukai pembayaran dividen yang stabil. Penurunan utang akan menurunkan nilai *Debt to Assets Ratio (DAR)*. Peningkatan utang saat meningkatnya nilai rasio



depresiasi aset tetap berwujud dapat terjadi ketika peluang pemanfaatan laba yang lebih tinggi akibat peningkatan nilai depresiasi aset tetap berwujud menjadikan manajer yakin akan prospek di masa depan sehingga manajer mengirimkan sinyal positif tersebut kepada investor dengan meningkatkan risiko keuangan melalui penambahan utang, sejalan dengan teori *signaling* dan *trade off*. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

#### **H4: *Non-debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Struktur Modal**

##### 5. Pengaruh Strategi Internasionalisasi (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y)

Strategi Internasionalisasi yakni ekspor yang diukur melalui intensitas ekspor yang memperhitungkan total penjualan ekspor terhadap total penjualan perusahaan. Perusahaan yang melakukan ekspor cenderung memproduksi, membayar dan menghasilkan lebih banyak dari pada perusahaan yang tidak mengekspor (Bernard, dkk., 2007). Dengan kata lain, perusahaan pengekspor memiliki produktivitas yang lebih tinggi dari perusahaan bukan pengekspor. Peningkatan ekspor negara dapat meningkatkan (apresiasi) nilai tukar rupiah dan menimbulkan depresiasi mata uang asing (*dollar*), sehingga ekspor yang mendepresiasi mata uang asing akan merugikan bagi perusahaan yang melakukan perdagangan internasional (Goho & Simanjuntak, 2017), namun meningkatnya ekspor akan menurunkan risiko perusahaan akibat perubahan nilai tukar mata uang (Benny, 2013). Hal ini justru membuat investor memandang baik prospek perusahaan dengan risiko akibat perubahan nilai tukar mata uang yang lebih rendah, sehingga memungkinkan terjadinya peningkatan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan saat rasio ekspor terhadap total penjualan perusahaan meningkat juga dapat terjadi karena peningkatan ekspor akan meningkatkan kemungkinan arus kas terpengaruh oleh fluktuasi nilai tukar. Dimana perubahan arus kas tersebut mempengaruhi keuntungan yang dapat diperoleh investor, sehingga risiko investasi pada perusahaan tinggi dan investor kurang termotivasi untuk berinvestasi yang mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

#### **H5: Strategi Internasionalisasi berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

#### 6. Pengaruh Profitabilitas (X2) terhadap Nilai Perusahaan (Y)

Profitabilitas (*ROA*) yang tinggi menunjukkan pengembalian atas penggunaan aset yang tinggi pula, sehingga investor menilai perusahaan memiliki prospek yang baik dan menghasilkan keuntungan bagi investor. Hal ini sejalan dengan pernyataan yang menyatakan bahwa meningkatnya laba atau keuntungan yang diperoleh akan meningkatkan ekspektasi investor dan menciptakan peningkatan nilai bagi perusahaan (Putri & Asyik, 2019). Peningkatan profitabilitas (*ROA*) juga dapat memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan karena perusahaan cenderung menyukai pembayaran dividen yang tidak fluktuatif, dimana meningkatnya laba tidak menggambarkan secara pasti dividen yang diperoleh investor, sehingga investor tidak langsung bereaksi meningkatkan nilai perusahaan ketika laba perusahaan meningkat, namun juga memperhatikan kebijakan pembagian dividen perusahaan. Oleh karena itu, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

#### **H6: Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

#### 7. Pengaruh *Collateral Assets* (X3) terhadap Nilai Perusahaan (Y)

Nilai *collateral assets* yakni aset tetap yang meningkat akan memberikan sinyal bahwa perusahaan menginvestasikan modalnya pada aset, dan biasanya hal ini dikarenakan adanya penambahan kapasitas produksi atau operasional yang perlu dibiayai untuk menghasilkan lebih banyak laba. Penambahan aset tetap juga diberlakukan sebagai cadangan aset perusahaan jika mengalami situasi keuangan yang buruk. Maka dapat dikatakan perusahaan yang memiliki nilai aset tetap yang tinggi akan memperoleh keuntungan yang tinggi pula. Sehingga, ekspektasi investor akan keuntungan yang diperoleh meningkat. Peningkatan rasio aset tetap berwujud (*collateral assets*) juga dapat memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan karena adanya peningkatan aset tetap berwujud akan diikuti dengan kebijakan lainnya seperti penambahan utang yang meningkatkan risiko keuangan perusahaan sehingga investor tidak langsung bereaksi meningkatkan nilai perusahaan saat terjadi peningkatan aset tetap berwujud (*collateral assets*). Oleh karena itu, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

#### **H7: *Collateral assets* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

#### 8. Pengaruh *Non-debt Tax Shield* (X4) terhadap Nilai Perusahaan (Y)

Nilai *non-debt tax shield* yakni depresiasi aset tetap yang tinggi memungkinkan perusahaan memanfaatkan laba yang lebih tinggi, karena beban depresiasi dapat mengurangi pendapatan kena pajak dan menurunkan beban pajak perusahaan. Selain menjadi pengurang beban pajak yang menguntungkan perusahaan, aset tetap yang telah terdepresiasi juga masih dapat dimanfaatkan untuk terus memperoleh laba. Hal ini terjadi karena sering kali perusahaan mengestimasi tarif depresiasi yang lebih tinggi dari nilai guna sebenarnya. Sehingga, *non-debt tax shield* yang tinggi akan memberikan ekspektasi lebih terhadap prospek laba perusahaan dan memungkinkan adanya peningkatan nilai. Peningkatan nilai depresiasi aset tetap (*non-debt tax shield*) yang memungkinkan perusahaan menghasilkan laba lebih besar juga dapat memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan depresiasi aset tetap bukan faktor utama peningkatan laba yang terjadi pada suatu perusahaan, sehingga investor tidak langsung bereaksi meningkatkan nilai perusahaan saat depresiasi aset tetap perusahaan meningkat. Oleh karena itu, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

#### **H8: *Non-debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

#### 9. Pengaruh Struktur Modal (Z) terhadap Nilai Perusahaan (Y)

Teori struktur modal yakni *trade off* menyatakan bahwa perusahaan tidak dapat mencapai nilai optimal jika sepenuhnya dibiayai oleh utang, karena semakin bertambahnya utang, biaya bunga yang harus dibayarkan semakin tinggi dan meningkatkan risiko keuangan. Teori *pecking order* menyatakan bahwa penurunan utang akibat dari penggunaan dana internal akan memberikan nilai pada perusahaan. Teori asimetri informasi dan *signaling* menyatakan bahwa penerbitan utang menunjukkan kepercayaan perusahaan akan prospek di masa depan yang mana penerbitan utang menimbulkan penurunan harga saham lebih kecil dibandingkan penerbitan saham baru. Sehingga berdasarkan teori-teori tersebut struktur modal pada yang meningkatkan utang pada tingkat tertentu dapat memberikan penurunan nilai pada perusahaan. Peningkatan utang (struktur modal) juga dapat menimbulkan peningkatan nilai perusahaan karena dengan menambah utang dan meningkatkan risiko keuangan menandakan bahwa manajer yakin

dengan prospek di masa depan dan diharapkan investor menangkap sinyal positif tersebut, sejalan dengan teori *signaling*. Sehingga, investor akan bereaksi meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H9: Struktur modal berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

10. Pengaruh Strategi Internasionalisasi (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y) melalui Struktur Modal (Z)

Strategi internasionalisasi yakni ekspor yang diukur melalui intensitas ekspor yang memperhitungkan total penjualan ekspor terhadap total penjualan perusahaan. Perusahaan yang melakukan ekspor cenderung memproduksi, membayar dan menghasilkan lebih banyak dari pada perusahaan yang tidak mengekspor (Bernard, dkk., 2007). Sehingga, perusahaan membutuhkan pendanaan yang lebih besar, hal ini dapat meningkatkan penggunaan utang dan meningkatkan risiko keuangan dengan meningkatkan probabilitas kebangkrutan perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori *pecking order* dan *signaling*. Peningkatan ekspor menimbulkan penurunan risiko perusahaan akibat perubahan nilai tukar mata uang (Benny, 2013). Peningkatan ekspor juga dapat meningkatkan risiko perusahaan yang timbul akibat perubahan nilai tukar yang memungkinkan berubahnya arus kas akibat fluktuasi nilai tukar, hal ini menandakan bahwa keuntungan maupun kerugian yang diperoleh investor dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar. Sehingga, peningkatan utang disertai peningkatan ekspor dapat menurunkan maupun meningkatkan risiko perusahaan akibat perubahan nilai tukar mata uang dan dapat memberikan sinyal positif maupun negatif akan prospek perusahaan sehingga berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H10: Strategi internasionalisasi berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal**

11. Pengaruh Profitabilitas (X2) terhadap Nilai Perusahaan (Y) melalui Struktur Modal (Z)

Profitabilitas yang meningkat mencerminkan adanya peningkatan laba yang dapat dimanfaatkan kembali oleh perusahaan sehingga menurunkan penggunaan utang. Meningkatnya laba akan meningkatkan ekspektasi investor akan keuntungan

yang diperoleh, ditambah penurunan utang yang menurunkan risiko keuangan perusahaan. Peningkatan utang saat meningkatnya profitabilitas/laba juga dapat terjadi karena manajer perusahaan yakin akan prospek masa depan dengan meningkatkan risiko keuangan perusahaan, dan berharap investor menangkap sinyal tersebut, sejalan dengan teori *signaling*. Sehingga, investor akan bereaksi meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H11: Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal**

12. Pengaruh *Collateral Assets* (X3) terhadap Nilai Perusahaan (Y) melalui Struktur Modal (Z)

Nilai *collateral assets* yakni aset tetap berwujud sebagai pelindung kredit bagi kreditor yang tinggi akan meningkatkan peluang dalam memperoleh kredit akan meningkatkan utang dan meningkatkan risiko keuangan dengan meningkatkan probabilitas kebangkrutan perusahaan, sejalan dengan teori *trade off*. Disamping itu, penambahan aset tetap berwujud dapat dimanfaatkan perusahaan untuk menghasilkan laba yang lebih tinggi. Perusahaan yang menambahkan aset tetap untuk meningkatkan utangnya juga dianggap yakin dengan prospek perusahaan. Sehingga, hal ini dapat meningkatkan maupun menurunkan ekspektasi investor akan keuntungan yang diperoleh dan mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H12: *Collateral assets* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal**

13. Pengaruh *Non-debt Tax Shield* (X4) terhadap Nilai Perusahaan (Y) melalui Struktur Modal (Z)

Nilai *non-debt tax shield* yakni depresiasi aset tetap yang mengurangi penghasilan kena pajak dan menurunkan beban pajak perusahaan, memungkinkan perusahaan memanfaatkan laba lebih tinggi. Sehingga penggunaan utang menurun, sejalan dengan teori *pecking order*. Utang yang menurun akan menurunkan risiko keuangan perusahaan dan mencerminkan bahwa perusahaan lebih memiliki kemampuan pendanaan internal. Hal ini akan meningkatkan ekspektasi investor akan

prospek perusahaan dan berpotensi meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

**H13: *Non-debt tax shield* berpengaruh terhadap Nilai perusahaan melalui Struktur Modal**