

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori dan Kajian Empiris

2.1.1 Pengertian Struktur Modal

Dalam dunia keuangan, definisi dari struktur modal biasanya mengacu pada bagaimana sebuah perusahaan mengelola pendanaan untuk aset-asetnya melalui berbagai kombinasi dari modal sendiri serta utang. Struktur modal perusahaan kemudian adalah komposisi atau struktur dari utang-utang yang dimilikinya. Akan tetapi menurut Prastowo dan Juliaty (2008: 88): Struktur modal merupakan nama lain dari Rasio Solvabilitas.

Pada umumnya penelitian mengenai struktur modal difokuskan pada proporsi antara hutang (*debt*) dengan modal (*equity*) yang dilihat pada sisi kanan dari neraca perusahaan. Tujuan dari manajemen struktur modal ini adalah untuk memadukan sumber dana permanen yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Setiap perusahaan berusaha untuk mencapai struktur modal yang optimal supaya dapat memaksimalkan nilai perusahaan tersebut. Sasaran pokok bagi manajer keuangan adalah mencari struktur modal yang optimal. Sejalan dengan pengertian di atas, menurut Ross; Westerfield; dan Jordan (2003:567), "Struktur modal adalah kombinasi yang spesifik antara hutang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan perusahaan dalam membiayai perusahaannya". Kombinasi tersebut akan mempengaruhi resiko dan nilai dari perusahaan.

Struktur modal menurut Riyanto (2001:22) merupakan pembelajaran permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri”, secara teoritis, pengertian struktur modal dibedakan dengan struktur keuangan/financial. Menurut Walsh (2004:340): “*Capital Structure* (struktur modal) bauran pembiayaan dalam perusahaan. Struktur modal biasanya mengacu kepada proporsi utang dan ekuitas dalam neraca.” Sedangkan menurut Brigham dan Ehrhardt (2005:547): “*The firm’s mixture of debt and equity is called its capital structure.*”

Menurut Sartono (1998:351):

“Struktur modal itu sendiri adalah perimbangan semua sumber dana jangka panjang baik utang obligasi, saham preferen, maupun saham biasa. Dengan demikian perusahaan yang memiliki proporsi utang dan saham preferen relatif lebih besar dalam struktur modalnya akan memiliki biaya modal tetap yang besar sehingga *Degree of Financial Leveragenya (DFL)* akan tinggi dan begitu pula sebaliknya.”

Menurut Weston dan Brigham (2005:191-193) :

“Teori mengenai struktur modal modern berawal pada 1958, ketika dua profesor, Franco Modigliani dan Merton Miller (yang selanjutnya kita sebut MM), mempublikasikan apa yang disebut sebagai artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis. Walaupun teori mereka dipandang hanya bersifat teoritis karena faktanya teorema mereka tidak mengikutsertakan berbagai faktor penting dalam membuat keputusan struktur modal secara praktek. Dengan berlandaskan serangkaian asumsi yang sangat muskil, MM membuktikan bahwa karena bunga atas utang dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan meningkat terus sejalan dengan makin besarnya jumlah utang yang digunakan, dan arena itu nilainya akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai dengan utang.”

2.1.1.1 Teori Struktur Modal

Sumber dana di suatu perusahaan terbagi atas dua bagian, yaitu : pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal adalah pendanaan yang diperoleh dari laba ditahan, sedangkan pendanaan eksternal

adalah pendanaan yang diperoleh dari para kreditur atau disebut dengan hutang. Struktur modal selalu dihubungkan dengan nilai perusahaan, profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, proporsi antara bauran dari penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Teori struktur modal menjelaskan hubungan antara ketersediaan sumber-sumber dana dan biaya modal yang berlainan serta pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan dan biaya modal. Fleksibilitas nilai suatu perusahaan pada dasarnya tergantung pada seberapa arus dana di masa mendatang dan tingkat pemulihan sebagai pengembalian (kapitalisasi) dari arus dana tersebut. Tingkat biaya modal yang dikeluarkan oleh perusahaan mencerminkan tingkat pemulihan bagi investor (Suad Husnan, 1996:300).

Struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri dari 2 (dua) komponen, (Warsono, 1998:78) yaitu :

- a. Hutang jangka panjang (*long term debt*), yaitu hutang yang masa jatuh tempo pelunasannya lebih dari sepuluh tahun. Komponen terdiri dari hutang hipotek, dan obligasi.
- b. Modal sendiri (*equity*) yang terdiri dari saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan.

Hutang dan ekuitas adalah dua kelompok utama dari kewajiban (liabilitas) perusahaan, dimana kreditor dan pemegang saham merupakan investor dari perusahaan. Masing-masing investor ini berhubungan dengan tingkat resiko, keuntungan dan kontrol yang berbeda terhadap perusahaan. Kreditor memiliki kontrol yang lebih rendah, oleh karena itu kreditor

memperoleh tingkat return yang tetap dan diproteksi dengan kewajiban kontrak untuk mengamankan investasinya. Pemegang saham memiliki risiko yang lebih besar, oleh karena itu pemegang saham memiliki kontrol yang lebih besar atas kemampuan perusahaan.

Keputusan penganggaran modal (penentuan penggunaan hutang dan ekuitas) harus dilakukan dengan hati-hati karena dapat mempengaruhi tingkat resiko perusahaan. Weston dan Brigham (1990:154) menyatakan bahwa secara konseptual, perusahaan mempunyai sejumlah resiko yang melekat pada operasinya yaitu resiko bisnis. Dengan menggunakan hutang dan saham preferen (*financial leverage*), dimana return atas hutang atau saham preferen sifatnya tetap maka operasi akan meningkat yang akibatnya resiko bisnis juga akan meningkat. Perusahaan membebankan seluruh resiko bisnis ini kepada pemegang saham biasa. Resiko ini disebut dengan resiko finansial yaitu tambahan resiko yang ditanggung oleh pemegang saham sebagai akibat dari keputusan pendanaan menggunakan hutang. Dengan demikian, pendanaan dengan hutang akan menimbulkan resiko finansial yang akan meningkatkan resiko bisnis yang ditanggung oleh pemegang saham.

2.1.1.2 Modigliani-Miller (MM) Theory

Menurut Arifin Zaenal (2005:86), teori struktur modal modern dimulai oleh Franco Modigliani dan Merton H. Miller pada tahun 1958. Teori tersebut lebih dikenal dengan teori MM. Teori MM mengemukakan bahwa dengan asumsi perfect capital market, struktur modal yang

digunakan perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Tetapi jika ada pajak maka perusahaan akan menggunakan utang lebih banyak sehingga nilai perusahaan menjadi meningkat (Modigliani dan Miller 1958). Dalam teori Modigliani-Miller terdapat dua proposisi, yang dijelaskan sebagai berikut:

1) Proposisi Modigliani-Miller I (M&M I)

Proposisi M&M I terdiri dari:

a) dunia tanpa pajak (*no-tax case*)

Dalam proposisi ini diasumsikan bahwa keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pemberlakuan pajak sehingga nilai perusahaan yang menggunakan utang (VL) dengan perusahaan yang tidak menggunakan utang (VU) menjadi sama.

b) dunia dengan pajak (*tax case*)

Proposisi ini mengasumsikan bahwa pasar modal sempurna dan diberlakukan pajak. Implikasinya adalah penggunaan utang dalam struktur modal menjadi sangat menguntungkan karena adanya *tax shield*, sehingga nilai perusahaan yang menggunakan utang (VL) lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak menggunakan utang (VU).

Proposisi M&M I ini memiliki kelemahan yang terletak pada asumsi dasar proposisi itu sendiri yaitu asumsi yang menyatakan bahwa tingkat utang tidak berhubungan dengan aliran kas (*cash flow*) perusahaan. Kelemahan ini disadari oleh

Modigliani Miller, sehingga Modigliani-Miller menyebutkan bahwa asumsi pasar yang efisien merupakan dasar dari proposisi tersebut.

2) Proposisi Modigliani-Miller II (M&M II)

Dalam proposisi ini disebutkan bahwa nilai harapan dari tingkat pengembalian hasil terhadap modal (*return on equity/ROE*) akan bertambah seiring dengan meningkatnya rasio antara utang terhadap modal (*debt to equity ratio/DER*). Kenaikan ekspektasi ROE ini akibat dari meningkatnya risiko financial karena penambahan utang atau kenaikan DER. Proposisi M&M II terdiri dari:

a) Tanpa pajak (*no-tax case*)

Implikasi dari proposisi M&M II dunia tanpa pajak adalah (Brigham dan Gapenski 2000:366):

- 1) biaya ekuitas akan semakin meningkat seiring dengan penambahan jumlah utang yang digunakan dalam pembiayaan perusahaan
- 2) dalam dunia tanpa pajak, struktur modal perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan serta WACC

b) Dengan pajak (*tax case*)

Perusahaan semakin banyak menggunakan utang sehingga biaya ekuitas semakin bertambah seiring dengan semakin menurunnya WACC. Modigliani dan Miller (1958) mengemukakan bahwa teori MM didasarkan pada asumsi-asumsi penting, yaitu:

- 1) tidak ada personal taxes dan corporate taxes.

- 2) risiko bisnis dapat dihitung dengan menggunakan EBIT, dan perusahaan yang memiliki tingkat risiko bisnis yang sama dikatakan berada dalam homogeneous risk class.
- 3) semua investor memiliki perkiraan yang sama terhadap EBIT perusahaan yang akan datang. Investor memiliki homogenous expectation, artinya investor memiliki harapan yang sama terhadap penghasilan perusahaan yang akan datang dan risiko dari penghasilan tersebut. Hal ini menunjukkan adanya symmetric information, dimana manajer dan investor memiliki informasi yang sama mengenai kualitas perusahaan.
- 4) perdagangan saham dan obligasi dilakukan pada perfect capital market (pasar modal sempurna). Asumsi ini menunjukkan bahwa:
 - a) tidak ada brokerage cost.
 - b) investor dapat meminjam pada tingkat bunga yang sama dengan perusahaan.
- 5) utang perusahaan dan investor tidak memiliki risiko (*riskless*), jadi tingkat bunga pada semua utang tersebut adalah *risk free rate*. Hal ini mempengaruhi kelalaian investor dan perusahaan terhadap berapa besar utang yang dimiliki.
- 6) semua arus kas adalah perpetuities atau selamanya. Artinya perusahaan diharapkan berada pada tingkat pertumbuhan nol dan EBIT yang diharapkan tetap. Diharapkan tetap artinya investor mengharapkan EBIT yang tetap, tetapi kenyataannya berbeda dari yang diharapkan.

Teori Modigliani-Miller (MM) ini tidak relevan dengan realita yang sesungguhnya terhadap struktur modal karena tidak menyertakan corporate tax atau personal tax yang ada dalam perusahaan (Arifin Zaenal, 2005:87)

2.1.1.3 Teori *trade-off*

Munurut Ambarwati (2010:49) model ini dikembangkan oleh Baxter (1967), dan Kraus and Litzenberger (1973), yang mencoba menguji pendapat MM dengan menghubungkan asumsi-asumsi MM dengan biaya kebangkrutan (*financial distress cost*) yang mana hal ini dapat meningkat sebanding dengan *leverage* yang digunakan :

1. pada tingkat leverage rendah manfaat penghematan pajak akibat penggunaan utang dapat melebihi biaya kebangkrutan perusahaan, dan
2. pada tingkat leverage tinggi biaya kebangkrutan justru bias melebihi manfaat penghematan pajak akibat penggunaan utang tersebut
3. semakin besar penggunaan utang maka dsemakin besar pula keuntungan akibat utang tersebut namun PV biaya *financial distress* dan *agency* juga besar bahkan lebih besar.

Jadi disebut model trade off karena struktur modal optimum terjadi jika terdapat keseimbangan antar biaya *financial distress* dan *agency problem* dan manfaat atas penggunaan leverage atau utang (*tax-shield*). Jika kita masukkan keseimbangan itu dalam persamaan MM dengan pajak maka persamaannya menjadi :

$$V_L = V_U + T.D [PV \text{ biaya financial distress yang diharapkan}] - [PV \text{ biaya keagenan}]$$

Model trade off memang logis secara teori tapi secara empiris bukti-bukti yang mendukung model ini kurang kuat. Hal ini dapat dilihat pada satu sisi, memang ada keuntungan yang didapatkan dari berhutang berupa *tax shields* yang akan memperbesar laba bersih. Tetapi, di sisi lain perusahaan juga harus ingat bahwa semakin tinggi mereka melakukan pendanaan melalui utang, semakin besar pula risiko mereka untuk mengalami kesulitan keuangan karena membayar bunga tetap yang terlalu besar bagi para *debtholders* setiap tahunnya dengan kondisi laba bersih yang

belum pasti (*bankruptcy costs of debt*). Ditambah lagi risiko *non-bankruptcy costs* seperti misalnya ditinggalkan karyawan, *supplier* yang menawarkan kontrak yang kurang menguntungkan, pemegang saham yang menuntut kenaikan *Earnings Per Share* (EPS), dll. Keuntungan marginal dari menambah utang akan menurun seiring dengan bertambahnya utang, sementara biaya marginal akan meningkat. Namun demikian MM dan Miller sangat berperan dalam mengembangkan teori struktur modal.

“Teori *trade-off* menjelaskan bahwa struktur modal optimal ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan pajak dengan biaya tekanan *financial* (*the cost of financial distress*) dari penambahan hutang, sehingga biaya dan keuntungan dari penambahan hutang, sehingga biaya dan keuntungan dari penambahan hutang di *trade-off* (saling tukar) satu sama lain” (Brigham dan Houston, 2001:31). Setiap perusahaan harus menetapkan target struktur modalnya, yaitu pada posisi keseimbangan biaya dan keuntungan dari pendanaan menggunakan hutang, sebab pada posisi itu nilai perusahaan menjadi maksimum, faktor-faktor yang mempengaruhi penentuan target struktur modal optimal perusahaan adalah keuntungan dari pajak, biaya tekanan *financial* (*distress cost*), dan biaya keagenan (*agency cost*) (Brigham dan Houston, 2001:34).

Posisi struktur modal optimal terletak pada titik dimana keuntungan penggunaan hutang sama dengan biaya penggunaan hutang. Dengan kata lain, posisi penggunaan struktur modal optimal terletak pada titik dimana nilai perusahaan maksimum, dan titik di mana biaya minimum. Menurut

Brigham dan Houston (2001:12-13) struktur modal optimal adalah suatu keseimbangan optimal antara risiko (*risk*) dengan pengembalian (*return*) yang dapat memaksimalkan harga saham.

2.1.1.4 Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori signaling menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Agar sinyal tersebut baik maka harus dapat ditangkap pasar dan dipresepsikan baik serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang memiliki kualitas yang buruk (Hartono,2005:25). Perusahaan yang melakukan publikasi laporan keuangan auditan akan memberikan informasi kepada pasar dan diharapkan pasar dapat merespon informasi sebagai suatu sinyal yang baik atau buruk. Sinyal yang diberikan pasar kepada publik akan mempengaruhi pasar saham khususnya harga saham perusahaan. Jika sinyal perusahaan menginformasikan kabar baik pada pasar, maka dapat meningkatkan harga saham sebaliknya, jika sinyal perusahaan menginformasikan kabar buruk maka harga saham perusahaan akan mengalami penurunan. Dengan demikian, semakin panjang jangka waktu audit laporan keuangan menyebabkan pergerakan harga saham tidak stabil, sehingga investor mengartikannya sebagai audit delay karena perusahaan tidak segera mempublikasikan laporan keuangan, yang kemudian berdampak pada penurunan harga saham perusahaannya.

Menurut Ambarwati (2010:50) pada mulanya MM beransumsi bahwa investor dan manager memiliki informasi yang sama, namun pada kenyataannya manager memiliki informasi lebih besar dibandingkan investor sehingga manajer dapat :

1. menjual saham jika saham *overvalued* (harga saham dinilai optimis)
2. membeli obligasi jika saham *undervalued* (harga saham dinilai pesimis)

Investor akhirnya mengetahui hal ini, dan menganggap terjadi asimetri informasi di antara mereka sehingga menganggap kejadian itu sebagai sinyal negative. Hal ini didukung oleh teori yang disampaikan Gordon Donaldson awal 1960-an tentang informasi yang tidak simetris, akibatnya manajemen dianggap lebih mengetahui kondisi perusahaan dibandingkan investor di pasar modal. Jika perusahaan ingin memaksimalkan nilai untuk *current stockholder* maka : jika perusahaan memiliki prospek cerah, manajemen baru akan menerbitkan saham baru untuk memperoleh dana. Sayangnya investor mengetahui hal ini sehingga penawaran saham baru oleh investor dianggap sebagai sinyal negatif dan akhirnya harga saham cenderung turun jika saham baru diterbitkan. Hal ini menyebabkan biaya modal sendiri naik, WACC semakin naik dan nilai perusahaan akan turun, sehingga mendorong perusahaan menerbitkan obligasi dibandingkan saham baru (Ambarwati, 2010:50).

Berikut ini adalah beberapa definisi Teori Sinyal menurut para ahli

(Ambarwati, 2010:51):

1. Graham, Scott B. Smart, dan William L. Megginson (2010:493) Model sinyal dividen membahas ketidak sempurnaan pasar yang membuat kebijakan pembayaran yang relevan: *asymmetric information*. Jika manajer mengetahui bahwa perusahaan mereka “kuat” sementara investor untuk beberapa alasan tidak mengetahui hal ini, maka manajer dapat membayar dividen (atau secara agresif membeli kembali saham) dengan harapan kualitas sinyal perusahaan mereka ke pasar. Sinyal secara efektif memisahkan perusahaan yang kuat dengan perusahaan-perusahaan yang lemah (sehingga perusahaan yang kuat dapat memberikan sinyal jenisnya ke pasar), itu menjadi mahal untuk sebuah perusahaan yang lemah untuk meniru tindakan yang dilakukan oleh perusahaan yang kuat.
2. T. C. Melewar (2008:100) menyatakan Teori Sinyal menunjukkan bahwa perusahaan akan memberikan sinyal melalui tindakan dan komunikasi. Perusahaan ini mengadopsi sinyal-sinyal ini untuk mengungkapkan atribut yang tersembunyi untuk para pemangku kepentingan.
3. Gallagher and Andrew (2007:469) Teori *signaling* dividen didasarkan pada premis bahwa manajemen tahu lebih banyak tentang keuangan masa depan perusahaan dibandingkan pemegang saham, sehingga dividen memberi sinyal prospek perusahaan di masa depan. Penurunan dividen merupakan sinyal yang diharapkan. Manajer yang percaya teori sinyal akan sadar keputusan dividen dapat mengirimkan pesan kepada investor.
4. Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston (2009:444) Teori sinyal adalah teori yang mengatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai sinyal dari perkiraan pendapatan manajemen.
5. Scott Besley dan Eugene F. Brigham (2008:517) Sinyal adalah sebuah tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

2.1.2 Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap

perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat.

Nilai perusahaan menurut penelitian sebelum ini, Rika dan Islahudin (2008:7) menyatakan sebagai nilai pasar. 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 profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris.

2.1.2.1 Teori Nilai Perusahaan

Menurut penelitian sebelum ini, Vinola Herawati (2008:7) menyatakan salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q. Rasio ini dikembangkan oleh Profesor James Tobin (1967). Rasio ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi inkremental. Jika Tobin's Q diatas satu, ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi, hal ini akan merangsang investasi baru. Jika Tobin's

Q dibawah satu, investasi dalam aktiva tidaklah menarik. Jadi Tobin's Q merupakan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektif manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya. Menurut penelitian sebelum ini, menyatakan bahwa nilai perusahaan pada dasarnya diukur dari beberapa aspek salah satunya adalah harga pasar saham perusahaan, karena harga pasar saham perusahaan mencerminkan penilaian investor atas keseluruhan ekuitas yang dimiliki (Wahyudi dan Pawestri, 2006:7).

Penelitian sebelum ini menyatakan bahwa rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur utang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Penelitian sebelum ini menyatakan bahwa dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja,2004:24). Jadi semakin besar nilai Tobin's Q semakin baik

prospek pertumbuhan perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar asset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku asset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004:25).

Dalam perspektif teori agensi, agen yang *risk adverse* dan cenderung mementingkan dirinya sendiri akan mengalokasikan *resources* (berinvestasi) dari investasi yang tidak meningkatkan nilai perusahaan ke alternatif investasi yang lebih menguntungkan. Penelitian sebelum ini, Herawaty (2008:10) berpendapat bahwa permasalahan agensi akan mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan, baik dalam bentuk investasi yang tidak layak maupun dalam bentuk *shirking*.

Corporate governance merupakan suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada para pemegang saham (Nuryaman, 2008:10). Dengan demikian, penerapan *good corporate governance* dipercaya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sri Rahayu (2010:20-21) berargumen bahwa pertama, perusahaan yang dikelola dengan lebih baik akan dapat lebih menguntungkan sehingga dapat dividen yang lebih tinggi. Kedua, disebabkan oleh karena investor luar dapat menilai *earnings* atau

dividen yang sama dengan lebih tinggi untuk perusahaan yang menerapkan *corporate governance* yang lebih baik.

Perusahaan akan mengungkapkan suatu informasi jika informasi tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan dapat menggunakan informasi tanggung jawab sosial sebagai keunggulan kompetitif perusahaan. Perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan dan sosial yang baik akan direspon positif oleh investor melalui peningkatan harga saham. Apabila perusahaan memiliki kinerja lingkungan dan sosial yang buruk maka akan muncul keraguan dari investor sehingga direspon negatif melalui penurunan harga saham (Almilia dan Wijayanto, 2007:4-5).

Pengungkapan CSR berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan paradigma *enlightened self-interest* yang menyatakan bahwa stabilitas dan kemakmuran ekonomi jangka panjang hanya dapat dicapai jika perusahaan melakukan tanggung jawab sosial kepada masyarakat (Hartanti, 2006). Menurut Ni Wayan Rustiarini (2010:12) beberapa hal yang dapat menyebabkan CSR berpengaruh pada nilai perusahaan yaitu: (1) manajemen menyadari arti penting CSR sebagai investasi sosial jangka panjang, (2) manajemen memahami bahwa tanggung jawab perusahaan tidak hanya untuk pemegang saham tetapi juga pihak-pihak lain yang berkepentingan, (3) pengungkapan CSR merupakan sinyal positif bahwa perusahaan telah menerapkan *good corporate governance*, (4) informasi tanggung jawab sosial perusahaan telah direspon baik oleh investor, (5) perusahaan telah melakukan pengkomunikasian pesan CSR secara tepat sehingga makna CSR dapat diterima dengan baik oleh pihak-pihak lain yang berkepentingan.

Barnea dan Rubin (2006:8) menemukan bahwa investor dalam menanamkan investasinya lebih tertarik terhadap perusahaan yang melaporkan informasi sosial dalam laporan keuangannya daripada perusahaan yang tidak mencantumkan informasi sosial. Informasi tersebut berupa keamanan dan kualitas produk serta aktivitas lingkungan. Selain itu

mereka menginginkan informasi mengenai etika, hubungan dengan karyawan dan masyarakat.

2.1.1.2 Pengertian TOBIN'S Q

Tobin's Q atau biasa juga disebut Q ratio atau Q Teori diperkenalkan pertama kali oleh James Tobin pada tahun 1969. James Tobin adalah ekonom Amerika yang berhasil meraih nobel di bidang ekonomi dengan mengajukan hipotesis bahwa nilai pasar suatu perusahaan seharusnya sama dengan biaya penggantian aktiva perusahaan tersebut sehingga menciptakan keadaan ekuilibrium. Pengertian Tobin's Q ini menurut James Tobin sebagaimana yang dikutip oleh Carton dan Perluff (2012:31) adalah:

“Tobin's Q is the ratio of the market value of a firm assets (as measured by the market value of its out standing stock and debt) to the replacement cost of the firm's assets”

Tobin's Q menawarkan penjelasan nilai dari suatu perusahaan. Tobin's Q model mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai kombinasi antara aktiva berwujud dan aktiva tak berwujud. Nilai Tobin's Q perusahaan yang rendah (antara 0 dan 1) mengindikasikan bahwa biaya ganti aktiva perusahaan lebih besar daripada nilai pasar perusahaan tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar menilai kurang perusahaan tersebut. Sebaliknya jika nilai Tobin's Q suatu perusahaan tinggi (lebih dari 1), maka nilai perusahaan lebih besar daripada nilai aktiva perusahaan

yang tercatat. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat beberapa aktiva perusahaan yang tidak terukur atau tercatat.

2.1.1.3 Keunggulan TOBIN'S Q

Tobin's Q atau Q ratio merupakan suatu model yang berguna dalam pembuatan keputusan investasi. Menurut Ricardo (2000:2), Tobin's Q meringkas informasi yang akan datang yang relevan dengan keputusan investasi perusahaan. Perusahaan meningkatkan modal saham jika Q tinggi karena jika nilai Tobin's Q di atas satu, maka perusahaan akan menghasilkan *rate of return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang dikeluarkan oleh biaya aktiva. Pengukuran kinerja dengan menggunakan Tobin's Q tidak hanya memberikan gambaran pada aspek fundamental saja, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luar termasuk investor. Tobin's Q mewakili sejumlah variabel yang penting dalam pengukuran kinerja, antara lain aktiva tercatat perusahaan, kecenderungan pasar yang memadai seperti pandangan-pandangan analis mengenai prospek perusahaan, dan variabel modal intelektual atau *intangible asset*.

Secara khusus, Tobin's atau Q ratio sering digunakan sebagai alat pengukur nilai *intangible asset* atau modal intelektual suatu perusahaan seperti kekuatan monopoli, sistem manajerial dan peluang pertumbuhan. Karena adanya modal intelektual inilah suatu perusahaan sering dinilai lebih oleh pasar. Rupert (2009:33) mengungkapkan bahwa hal tersebut tercermin dari banyaknya perusahaan yang memiliki aktiva berwujud yang

tidak signifikan dalam laporan keuangan namun penghargaan pasar terhadap perusahaan-perusahaan tersebut sangat tinggi. Atas dasar itulah sehingga Tobin's Q menjadi alat pengukuran kinerja yang populer.

2.1.1.4 Pengukuran Tobin's Q

Nilai Tobin's Q atau Q ratio pada umumnya dapat dihitung dengan membagi nilai pasar suatu perusahaan (yang diukur dengan nilai pasar dari saham yang beredar dan utang) dengan biaya penggantian aktiva. Rumus dasar ini kemudian banyak dikembangkan lagi, diantaranya oleh Lindenberg dan Ross. Lindenberg dan Ross (2012:33) mengembangkan metode untuk mengukur Tobin's Q dengan mengabaikan *variabel intangible asset*. Rumus Tobin's Q ini kemudian menjadi:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value of The Firm}}{\text{Replacement Value of Asset}}$$
$$= \frac{\text{Market Value (Equity + Debt + Preferred Stock)}}{\text{Replacement Value of Asset (Plant+Equipment+ Inventories)}}$$

Analisis keuangan lain yang mengembangkan rumus Tobin's Q adalah Chung dan Pruitt (1994:71). Mereka mengembangkan rumus Tobin's Q karena pada kenyataannya biaya penggantian aktiva seringkali tidak tersedia dan sulit diperhitungkan. Oleh karena itu mereka menyamakan biaya penggantian aktiva dengan nilai buku aktiva sehingga rumus Tobin's Q menjadi:

$$\text{Tobin's Q} = \text{ME} + \text{PS} + \text{DEBT} / \text{TA}$$

Dimana:

ME = Jumlah saham biasa perusahaan yang beredar dikali dengan harga penutupan saham

PS = Nilai Likuidasi saham preferen perusahaan yang beredar.

DEBT = (Hutang lancer - Aktiva Lancar + Hutang jangka panjang)

TA = Nilai buku total aktiva perusahaan

Klapper dan Love (2002:10) telah menyesuaikan rumus Tobin's Q dengan kondisi transaksi keuangan perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Rumus tersebut sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = (\text{T.Debt} + \text{ME}) / \text{TA}$$

2.1.1.5 Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan salah satunya yaitu struktur modal. Brigham dan Houston (2001:12-13) mengatakan bahwa Struktur modal yang optimal harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang memaksimalkan harga saham. Risiko yang dihadapi oleh perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi keputusan tentang nilai perusahaan. Berikut ini yang merupakan faktor-faktor yang akan memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan :

1. *Debt to Total Equity Ratio (DER)*

Menurut Syamsuddin (2006:30) *Debt to Equity Ratio (DER)* digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan dibiayai dengan total hutang. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk investasi pada aktiva guna menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Rasio ini adalah

rasio hutang yang diukur dengan liabilitas (hutang). Rasio ini menunjukkan dan menggambarkan komposisi atau struktur modal dari perbandingan total hutang dengan total ekuitas. Hutang dianggap sebagai salah satu sumber dana yang diperlukan oleh perusahaan dalam mengembangkan usahanya, apabila ditemukan bahwa hutang dapat menghasilkan laba atau usaha dapat berkembang maka modal dan pinjaman dapat diberikan lagi. Dengan kata lain investor akan terus memberikan dananya untuk perusahaan.

2. Price Book Value (PBV)

Indikator price book value (PBV) digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan, semakin tinggi rasio tersebut semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham, dengan mengetahui rasio PBV, investor bisa mengidentifikasi saham mana yang harganya wajar, undervalued, dan overvalued. Perusahaan yang dianggap baik oleh investor yaitu perusahaan yang memiliki rasio PBV di atas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal. Dengan demikian semakin tinggi rasio PBV akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Menurut Husnan (2003:27) “Untuk perusahaan-perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio ini mencapai diatas satu yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya.

Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan”. Pernyataan tersebut didukung dengan pernyataan dari Tandelilin (2010:323) “Idealnya, harga pasar saham bank jika dibandingkan nilai buku asetnya akan mendekati 1. Saham-saham yang mempunyai rasio harga/nilai buku yang rendah sebaiknya dibeli untuk memperoleh tingkat *return* yang lebih besar pada tingkat risiko tertentu”.

3. *Rate of Growth*

Menurut Weston dan Copeland (2000:14), *Sales Growth* (pertumbuhan penjualan) dapat dijadikan indikator bagi maju tidaknya suatu perusahaan. Suatu perusahaan dengan pertumbuhan yang positif (trennya meningkat) adalah indikator majunya perusahaan tersebut. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan hutang dalam jumlah besar, karena biaya pengembangan pada emisi saham biasa lebih tinggi dibandingkan dengan emisi obligasi.

$$\text{Rate of Growth} = \frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}} \times 100\%$$

2.2 Hasil Penelitian Terdahulu

Pada Tabel 2.1 di bawah ini akan disajikan ringkasan dari beberapa penelitian terdahulu. Berikut merupakan uraian penelitiannya, yaitu :

1. Eli Safrida. 2008. Melakukan penelitian pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ periode tahun 2005-2010. Dengan judul “Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

pada Perusahaan Manufaktur di BEJ”. Jumlah variabel yang digunakan sebanyak 2 buah yaitu variabel bebas dan terikat. Variabel bebas yaitu struktur modal dan pertumbuhan perusahaan dan variabel terikat yaitu nilai perusahaan, dengan menggunakan metode analisis regresi sederhana. Hasil penelitian struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Dewa Kadek Oka Kusumajaya. 2011. Melakukan penelitian pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2006-2009. Dengan judul “Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI”. Jumlah variabel yang digunakan sebanyak 2 buah yaitu variabel bebas dan terikat. Variabel bebas yaitu struktur modal, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas dan variabel terikat yaitu profitabilitas dan nilai perusahaan, dengan menggunakan metode Path analysis. Hasil penelitian struktur modal dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas, struktur modal dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
3. Diyah Kusnaeni. 2012. Melakukan penelitian pada perusahaan Industri Barang Konsumsi yang terdaftar di BEI periode tahun 2007-2010. Dengan judul “Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Pada

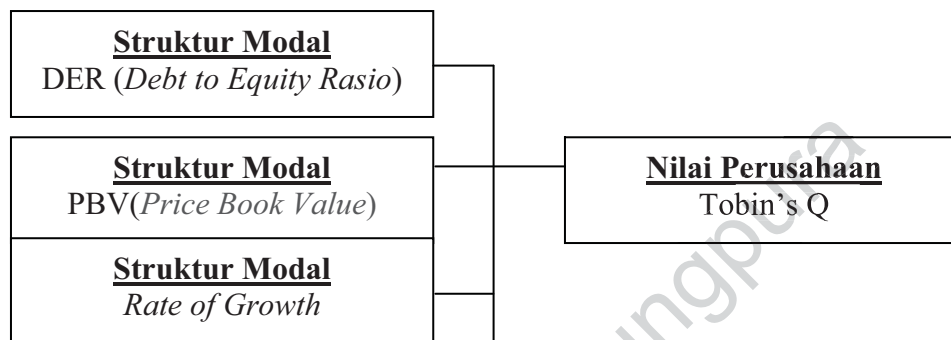
Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia”. Jumlah variabel yang digunakan sebanyak 2 buah yaitu variabel bebas dan terikat. Variabel bebas yaitu DAR, DER, LDAR, dan LDER dan variabel terikat yaitu nilai perusahaan, dengan menggunakan metode analisis regresi sederhana. Hasil penelitian DAR dan DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan LDAR dan LDER berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Ayu Sri Mahatma dan Ary Wijaya. 2013. Melakukan penelitian pada perusahaan BUMN Manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2013. Dengan judul “Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI”. Jumlah variabel yang digunakan sebanyak 2 buah yaitu variabel bebas dan terikat. Variabel bebas yaitu struktur modal (DER), profitabilitas, dan ukuran perusahaan dan variabel terikat yaitu nilai perusahaan, dengan menggunakan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan.

Ringkasan dari penelitian terdahulu dapat dilihat pada tabel 2.1 berikut ini :

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran adalah alur-alur yang logis dalam membangun suatu kerangka berpikir yang membuahkan kesimpulan berupa hipotesis (Suriasumantri, 2001:316). Berikut merupakan kerangka pemikiran yang dapat peneliti simpulkan:



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

Berikut ini merupakan keterangan mengenai gambar diatas :

a) **Tobin's Q = Y**

Analisis keuangan lain rumus Tobin's Q adalah Chung dan Pruitt (1994:71). Mereka mengembangkan rumus Tobin's Q karena pada kenyataannya biaya penggantian aktiva seringkali tidak tersedia dan sulit diperhitungkan. Oleh karena itu mereka menyamakan biaya penggantian aktiva dengan nilai buku aktiva sehingga rumus Tobin's Q menjadi:

$$\text{Tobin's Q} = (\text{ME} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{TA}$$

b) **DER = X₁**

Rasio ini menunjukkan dan menggambarkan komposisi atau struktur modal dari perbandingan total hutang dengan total ekuitas, maka dapat ditulis dengan rumus :

$$\text{DER} = \text{Total Hutang} / \text{Total Equity} \times 100\%$$

(Sutrisno, 2007: 218)

c) PBV (X₂)

Price to Book Value (PBV) juga menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan. Perusahaan yang berjalan baik umumnya mempunyai PBV diatas 1, yang menunjukkan nilai pasar lebih tinggi dari nilai bukunya. Rumus perhitungan berikut ini :

$$PBV = \text{Current Price} / \text{Book Value}$$

d) Rate of Growth (X₃)

Menurut Weston dan Copeland (2000:14), *Sales Growth* (pertumbuhan penjualan) dapat dijadikan indikator bagi maju tidaknya suatu perusahaan. Suatu perusahaan dengan pertumbuhan yang positif (trennya meningkat) adalah indikator majunya perusahaan tersebut. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan hutang dalam jumlah besar, karena biaya pengembangan pada emisi saham biasa lebih tinggi dibandingkan dengan emisi obligasi.

$$\text{Rate of Growth} = \frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}} \times 100\%$$

2.4 Hipotesis

Menurut Kuncoro (2003:47) : Hipotesis adalah suatu penjelasan sementara tentang perilaku, fenomena, atau keadaan tertentu yang telah terjadi atau akan terjadi. Hipotesis merupakan pernyataan peneliti tentang hubungan antara variabel-variabel dalam penelitian, serta merupakan pernyataan yang spesifik. Peneliti bukannya bertahan kepada hipotesis yang telah disusun, melainkan mengumpulkan data untuk mendukung atau justru menolak hipotesis tersebut. Dengan kata lain hipotesis merupakan jawaban sementara yang disusun peneliti yang kemudian akan diuji kebenarannya melalui penelitian yang dilakukan. Maka hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

1. H_1 : diduga DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi terbesar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014.
2. H_2 : diduga PBV berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi terbesar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014.
3. H_3 : diduga *Rate of Growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi terbesar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014.