

DETERMINATION FACTORS OF CAPITAL STRUCTURE POLICY AND FIRM VALUE IN INDONESIA STOCK EXCHANGE

Herry Subagyo¹⁾

E-mail : Pandanai33@gmail.com

¹⁾Stikubank University, Semarang

ABSTRACT

This paper aims to make a theoretical model factors that determine capital structure policy and firm value in Indonesia Stock Exchange. Analysis will be done by placed capital structure as intervening variable. While the Microeconomic factors and macroeconomic factors placed as independent variable that predicted directly affect to capital structure and firm value. To examine direct effect of independent variable to dependent variable used two-stage regression, where as to test the role of mediating variable used Sobel Test.

Keywords: *capital structure, Macroeconomics, Microeconomic*

ABSTRAK

Tulisan ini bertujuan untuk membuat model teoritik faktor-faktor yang menentukan kebijakan struktur modal dan nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Analisis dilakukan secara berjenjang dengan menempatkan kebijakan struktur modal sebagai variabel *intervening*. Faktor mikroekonomi dan faktor makroekonomi ditempatkan sebagai variabel independen yang diprediksi secara langsung mempengaruhi kebijakan struktur modal dan nilai perusahaan. Untuk menguji pengaruh langsung variable independen terhadap variable dependen digunakan dua tahap regresi, sedangkan untuk menguji peran variable mediasi digunakan *Sobel Test*

Kata kunci : *Struktur modal, Faktor Makroekonomi, Faktor Mikroekonomi*

A. Latar Belakang Masalah.

Struktur modal berkaitan dengan penggunaan sumber dana utang untuk membiayai aktivitas investasi. Kebijakan struktur modal merupakan kebijakan yang strategis karena menyangkut konsekwensi

finansial jangka panjang yang berdampak pada resiko dan nilai perusahaan. Penggunaan utang dapat menghemat pajak (*tax saving*) karena beban bunga penggunaan utang dapat mengurangi pajak (*tax deductible*), Disisi lain, penggunaan utang dapat meningkatkan beban

tetap, yang berpotensi pada peningkatan resiko. Dengan demikian penggunaan utang merupakan *trade-off* antara penghematan pajak diperoleh dengan meningkatkan resiko. Optimalisasi struktur modal sebagai kebijakan pendanaan dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Terkait dengan masalah tersebut dijelaskan oleh Stiglitz (1969) bahwa suatu perusahaan memiliki tingkat utang yang optimal, dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat utang riilnya kearah yang optimal apabila terjadi *over leverage* atau *under leverage*.

Optimalisasi struktur modal sebagai salah satu faktor yang menentukan nilai perusahaan dapat diwujudkan apabila manajemen mampu mengidentifikasi faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan dalam memutuskan kebijakan struktur modal. Dilihat dari perspektif manajerial faktor yang menentukan struktur modal dapat dibedakan : 1) faktor lingkungan Internal (mikroekonomi), yaitu kondisi atau posisi finansial yang secara langsung maupun tidak langsung dapat dikendalikan (*Controllable*) oleh manajemen, yang termasuk factor ini antara lain: tingkat keuntungan (*Profitability*), struktur kepemilikan (*Ownership Structure*), penghematan pajak (*Tax saving*), ukuran perusahaan (*Firm size*), pertumbuhan perusahaan (*Growth*), Jumlah aktiva tetap (*Fixed Asset*), dan faktor-faktor lainnya. 2) faktor eksternal (makroekonomi) adalah lingkungan yang tidak dapat dikendalikan oleh manajemen akan tetapi dapat mempengaruhi secara langsung maupun tidak langsung terhadap

kebijakan struktur modal, factor tersebut antara lain: tingkat suku bunga (*Interest rate*), tingkat inflasi (*Inflation*), Nilai tukar (*Exchange Rate*) dan pertumbuhan ekonomi (*Economic growth*). Kedua faktor tersebut penting untuk dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan struktur modal, agar tujuan perusahaan meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai.

Bukti empirik terkait dengan faktor yang menentukan struktur modal dijelaskan oleh Harris dan Raviv (1991), Deemsomsak et al. (2004), Datta dan Agarwal (2009) dan Frank dan Goyal (2009). Harris dan Raviv (1991) dan ,dalam penelitiannya menemukan bahwa penggunaan utang berbanding lurus dengan besarnya aktiva tetap, penghematan pajak bukan utang (*Non-debt tax shield*), peluang tumbuh, dan ukuran perusahaan, sedangkan volatilitas, biaya advertensi, biaya riset dan pengembangan, probabilitas kebangkrutan dan keunikan produk berbanding terbalik dengan penggunaan utang. Deemsomsak et al. (2004) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan di empat negara Asia Pasifik yaitu, Malaysia, Thailand, Singapura dan Australia. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui kebijakan utang pada lingkungan yang berbeda, dan hasilnya menunjukkan bahwa faktor yang menentukan penggunaan utang masing-masing negara tidak sama. .Bukti empirik ini menunjukkan bahwa keputusan struktur modal dipengaruhi oleh lingkungan makroekonomi dimana perusahaan itu beroperasi. Perbedaan ini antara

lain: aktivitas pasar modal, tingkat suku bunga, peraturan yang terkait dengan perlindungan investor dan konsentrasi kepemilikan. Secara umum hasil penelitiannya menemukan adanya kesamaan faktor yang menentukan struktur modal di empat negara tersebut antara lain : ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan pertumbuhan perusahaan, *Non-debt tax shield*, likwiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian tersebut secara umum mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Harris dan Raviv (1991).

Bukti empirik yang lain ditemukan oleh Datta dan Agarwal (2009), dengan menggunakan sampel perusahaan non finansial di India, khususnya pada masa perekonomian sedang tumbuh. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal dalam membiayai kebutuhan operasionalnya. Secara rinci hasil penelitiannya dapat dijelaskan sebagai berikut Profitabilitas, Ukuran perusahaan dan *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan Peluang tumbuh, dan Aktiva berwujud berpengaruh positif terhadap struktur modal. Dari penelitian tersebut terlihat adanya adanya variabel yang memiliki arah yang berlawanan dengan penelitian sebelumnya khususnya Ukuran perusahaan dan peluang tumbuh. Selanjutnya, Frank dan Goyal (2009) melakukan pengujian terhadap konsistensi faktor yang menentukan struktur modal perusahaan di di

Amerika periode tahun 1950-2003. Dari penelitian tersebut menemukan enam faktor yang secara konsisten mempengaruhi kebijakan struktur modal yaitu : *Leverage* rata-rata industry, aktiva berwujud (*Tangible assets*), profitabilitas, ukuran perusahaan (*Firm size*), inflasi dan *Market to books ratio*. Dari ke enam faktor tersebut, faktor *market to books ratio* berhubungan terbalik dengan kebijakan utang selebihnya berbanding lurus dengan kebijakan struktur modal.

Penjelasan tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan struktur modal dan bukti empirik sebagaimana dijelaskan tersebut menunjukkan adanya inkonsistensi faktor-faktor yang menentukan serta adanya pengaruh lingkungan makroekonomi terhadap kebijakan struktur modal. Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji faktor-faktor yang menentukan kebijakan struktur, khususnya perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

B. Teori Struktur Modal.

Pembahasan mengenai hubungan Struktur modal dengan nilai perusahaan pertama kali dikenalkan oleh Modigliani dan Miller (1963), dalam proposisinya menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena biaya bunga atas penggunaan utang dapat mengurangi pembayaran pajak. Nilai sekarang dari akumulasi penghematan pajak yang diporelah secara berkelanjutan tersebut merupakan penambahan nilai perusahaan yang menggunakan utang. Menanggapi proposisi sebagaimana dikemukakan oleh

Modigliani dan Miller (1963), Stiglitz (1969), mengemukakan argumen bahwa pengaruh positif penggunaan utang terhadap nilai perusahaan akan mendorong perusahaan menggunakan utang sebanyak-banyaknya, penggunaan utang yang demikian itu akan meningkatkan resiko kebangkrutan. Menurut penggunaan utang merupakan *trade off* antara penghematan pajak yang diperoleh dengan meningkatnya resiko kebangkrutan. Sejalan dengan pemikiran tersebut Myers (1997), Myers dan Majluf (1984), menjelaskan bahwa penggunaan utang disatu sisi dapat menghemat pajak, disisi lain meningkatnya jumlah utang dapat meningkatkan *cost of financial distress* biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) dan biaya transaksi (*transaction cost*). Hasil temuan ini selanjutnya melahirkan suatu teori struktur modal yang sekarang dikenal dengan *trade-off theory* atau *theory of Balancing*.

Pandangan yang berbeda mengenai hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan dijelaskan oleh Donalson (1961), dalam pengamatan terhadap perilaku pendanaan perusahaan di Amerika, hasil pengamatannya menunjukkan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi cenderung menggunakan utang yang rendah, dengan kata lain, perusahaan yang banyak menggunakan ekuitas kinerjanya lebih baik daripada perusahaan yang menggunakan utang. Sejalan dengan pengamatan tersebut, Myers dan Majluf (1977) dalam *Pecking order theory* menjelaskan logika teoritis fenomena

kecenderungan turunnya harga saham pada saat pengumuman penerbitan saham baru. Menurut turunnya harga saham disebabkan karena ada asimetri informasi (*asyimetry information*) antara manajemen dengan pihak luar maka ketika menerbitkan saham baru diinterpretasikan harga saham sudah *overvalue*. Dengan demikian penerbitan saham baru menimbulkan biaya asimetri informasi, semakin besar turunnya harga saham semakin besar biaya asimetri informasi. Dibandingkan dengan saham penerbitan surat utang menurut pengamatannya lebih rendah karena utang memiliki pendapatan tetap sehingga lebih pasti dari asimetri informasi. Penggunaan sumber dana internal biayanya paling murah karena terbebas dari asimetri informasi.

C. Faktor Determinasi Struktur modal.

Untuk membangun model proposisi perlu dijelaskan masing-masing konstruk dan variabel yang diprediksi menentukan struktur modal dan nilai perusahaan. faktor yang diprediksi menentukan struktur modal tersebut adalah faktor lingkungan mikroekonomi, yaitu kondisi atau posisi finansial yang secara langsung maupun tidak langsung dapat dikendalikan oleh manajemen. Indikator yang digunakan untuk mengukur factor mikroekonomi antara lain: Profitabilitas, Ukuran perusahaan, Peluang tumbuh, dan Aktiva berwujud. Sedang factor Makroekonomi adalah kondisi ekonomi yang tidak bisa

dikendalikan oleh manajemen, tetapi secara langsung mempengaruhi kebijakan struktur modal dan nilai perusahaan. Indikator makroekonomi yang diprediksi mempengaruhi kebijakan struktur modal dan nilai perusahaan antara lain, Inflasi, Tingkat bunga dan Pertumbuhan ekonomi.

Berikut ini penjelasan variabel-variabel yang diprediksi mempengaruhi kebijakan struktur modal dan nilai perusahaan, yaitu :

1. Profitabilitas.

Laba sering diartikan sebagai tingkat keberhasilan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Sebenarnya laba yang besar belum menjamin perusahaan bekerja secara efisien, efisiensi baru dapat diketahui apabila laba tersebut dibandingkan dengan aktiva yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut. Gibson (2001), menjelaskan bahwa ” *profitability is the ability of firm to generate earnings, it is measured relative to a number of bases, such as assets, sales and investment*”. Dengan demikian profitabilitas merupakan rasio antara laba yang dihasilkan dengan sesuatu yang menggambarkan tolok ukur finansial perusahaan, seperti aktiva, penjualan atau investasi. Pengukuran kinerja keuangan ini dilakukan dalam kurun waktu tertentu. Profitabilitas dapat diproksi dengan ROA, ROE, dan Profit Margin.

Donalson (1961), dalam pengamatannya menemukan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi cenderung menggunakan sumber dana internal. Hasil temuan ini mengindikasikan bahwa

perusahaan yang memperoleh keuntungan menggunakan keuntungan tersebut untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Temuan yang sama dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) dalam *Pecking order Theory* bahwa penggunaan sumber dana internal merupakan alternatif terbaik karena tidak menanggung biaya asimetri informasi sehingga biayanya lebih murah. Bukti empirik mengenai hubungan profitabilitas dengan struktur modal dijelaskan oleh Frank dan Goyal (2009), Gill, et al. (2009), bahwa profitabilitas berhubungan negatif dengan *leverage*, hasil penelitian ini memperkuat argumentasi *pecking order*, bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal.

2. Ukuran Perusahaan.

Ukuran Perusahaan menggambarkan besarnya skala aktivitas operasional perusahaan, ukuran perusahaan juga menggambarkan besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Dilihat dari perspektif aktivitasnya, perusahaan besar dapat menghasilkan produk yang relatif banyak dan variatif sehingga mampu menghasilkan penjualan yang tinggi. Sedangkan dilihat dari perspektif jumlah *assets* yang dimiliki, perusahaan yang besar memiliki jumlah kekayaan yang tinggi, hal ini bisa dilihat dari besarnya aset yang digunakan untuk menunjang kegiatan operasional. Pada umumnya, perusahaan besar cenderung melakukan diversifikasi usaha sehingga mempunyai risiko kebangkrutan yang kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar cenderung

lebih mudah akses ke sumber dana karena memiliki resiko yang lebih rendah serta memiliki collateral assets yang dapat dipakai sebagai penjamin. Fama dan French (2002) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan kecil mempunyai potensi *Asymmetric information* yang tinggi, sehingga perusahaan kecil dalam keputusan pendanaan cenderung berperilaku sesuai dengan *Pecking Order Theory*, sesuai dengan temuan tersebut Datta dan Agarwal (2009), Bas et al (2009) dan Franks dan Goyal membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3. Aktiva Berwujud.

Aktiva berwujud (*tangible assets*) seperti *property*, mesin dan peralatan yang digunakan untuk operasional perusahaan merupakan aktiva yang mudah untuk dinilai oleh pihak luar, daripada aktiva tidak berwujud (*intangible assets*). Dilihat dari persepektif kreditor, aktiva yang berwujud merupakan *collateral assets* yang dapat dijadikan jaminan untuk mengganti kemungkinan risiko gagal bayar. Bagi kreditor aktiva ini merupakan salah satu syarat yang harus disediakan untuk memperoleh pinjaman.

Bukti empirik hubungan struktur modal dengan aktiva berwujud dijelaskan oleh Rajan dan Zingales (1995), Titman dan Wessell (1998) bahwa aktiva berwujud (*tangibility*) dengan *leverage* berkorelasi positif. Hasil temuan tersebut mendukung pernyataan sebelumnya yang disampaikan oleh Brigham dan Gapenski (1992) bahwa perusahaan

yang memiliki jaminan atas utang lebih mudah mendapatkan utang. Hasil temuan yang sama dilakukan oleh Franks dan Goyal (2003), Akhtar (2005), Franks dan Goyal (2009), dan Bas et al (2009).

4. Peluang Tumbuh (*Potential growth*)

Peluang tumbuh merupakan prospek terbukanya peluang investasi yang menguntungkan dimasa yang akan datang. Peluang investasi tersebut menggambarkan prospek yang dapat menghasilkan nilai sekarang bersih (NPV). Semakin besar peluang investasi yang tersedia, semakin besar peluang untuk meningkatkan keuntungan dan nilai perusahaan. Mengutip pernyataan yang disampaikan oleh Myers (1977), bahwa nilai perusahaan merupakan kombinasi antara aktiva riil dengan peluang investasi yang terbuka pada masa yang akan datang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki peluang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang memiliki pertumbuhan asetnya serta memiliki peluang investasi. Sedangkan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan diindikasikan sebagai perusahaan tidak mengalami perubahan asetnya serta tidak memiliki peluang investasi yang terbuka. Kallapur dan Trombly (2001) menjelaskan bahwa penentu utama terbukanya peluang investasi adalah faktor industri seperti *barrier to entry* dan *Product life cycle*. *barrier to entry* merupakan faktor yang dapat menghambat masuknya pesaing ke dalam industri. Selanjutnya dijelaskan pula bahwa peluang tumbuh tidak bisa

diobservasi (*unobservable*) oleh karena itu harus digunakan proksi. Kallapur dan Trombly mengemukakan tiga proksi untuk mendeteksi peluang tumbuh yaitu : *Pertama, Price-based proxies*, pendekatan proksi ini didasarkan atas pemikiran bahwa peluang pertumbuhan perusahaan dinyatakan, paling tidak secara parsial dalam harga saham, perusahaan yang memiliki peluang tumbuh nilai pasarnya lebih tinggi dari aset yang dimiliki (*asset in place*). *Kedua, Investment-based proxies*, pendekatan ini berdasar pada pemikiran bahwa aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS suatu perusahaan. *Ketiga, Variance measure*, pengukuran ini berdasar pada pemikiran bahwa opsi investasi menjadi lebih bernilai apabila menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan opsi yang tumbuh. Bukti empirik hubungan peluang tumbuh dengan struktur modal dikemukakan oleh Fraks dan Goyal (2003), Datta dan Agarwal (2009) dan Franks dan Goyal (2009)

5. Inflasi

Inflasi sebagai salah satu indikator ekonomi yang menggambarkan turunya nilai uang dibandingkan dengan harga barang umum secara terus menerus (Sukirno,2000). Meningkatnya harga barang kebutuhan ini selanjutnya dapat menurunkan daya beli masyarakat, karena pendapatannya relatif tetap. Penyebab inflasi pada umumnya dapat dikelompokkan ke dalam dua kategori, yaitu Inflasi tarikan permintaan (*demand pull inflation*) dan inflasi desakan biaya (*Cost push inflation*). Inflasi tarikan

permintaan ini terjadi karena adanya meningkatnya permintaan agregat atau bisa juga disebabkan oleh bertambahnya uang beredar, kebijakan moneter merupakan faktor dominan dari inflasi ini. Sedangkan inflasi desakan biaya terjadi karena peningkatan biaya produksi sehingga perusahaan mengurangi produksinya, pengurangan produksi ini terjadi karena dalam kondisi biaya produksi rata-rata naik mengakibatkan turunnya keuntungan perusahaan (Mc Connel dan Brue, 1996). Besarnya tingkat inflasi menggambarkan dalam satu periode tertentu (tahunan, bulanan) secara rata-rata kenaikan harga dalam suatu perekonomian (Sukirno,2000), semakin tinggi inflasi, secara rata-rata harga barang semakin tinggi, dan kondisi seperti ini akan menurunkan kegiatan investasi. Turunnya kegiatan investasi dan kinerja perusahaan dapat mempengaruhi harga saham. investor akan selalu bertindak rasional sehingga akan memilih alternatif investasi yang mampu memberikan keuntungan yang lebih tinggi. Bukti empirik hubungan inflasi dengan nilai perusahaan ditemukan oleh Utami dan Rahayu (2003) membuktikan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham, hasil temuan yang sama dilakukan oleh Adam et al. (2004) bahwa tingkat inflasi berpengaruh negative dengan *return* saham. sedangkan penelitian tentang hubungan inflasi dengan struktur modal yang dilakukan oleh De Angelo dan Masulis (1980). Menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif dengan utang, karena inflasi menurunkan biaya

modal riil. Patesrnak dan Rosenberg (2002), Wu (2009) dan Bobkin (2009) dalam penelitiannya mendukung temuan sebelumnya yang dilakukan oleh De Angelo dan Masulis (1980).

6. Tingkat Bunga.

Dilihat dari perspektif perusahaan tingkat bunga merupakan harga yang harus dibayar untuk mrndapatkan sejumlah utang. Dengan demikian tingkat bunga sebagai ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan untuk memperoleh dana dari para pemilik modal. Sebagaimana dijelaskan bahwa tingkat bunga merupakan komponen biaya modal bagi perusahaan, naiknya tingkat bunga merupakan tambahan beban biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan. Akibatnya investasi menjadi tidak berkembang dan perusahaan banyak mengalami kesulitan untuk mempertahankan hidupnya, hal ini menyebabkan kinerja perusahaan menurun. Menurunnya kinerja perusahaan dapat berakibat pada penurunan harga saham. Beberapa penelitian terkait dengan tingkat bunga dilakukan oleh Kim dan Wu (1988), Damodaran (1997), menemukan bahwa tingkat suku bunga mempengaruhi keputusan pemilihan sumber dana perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin (1997), Suryanto (1999), Sundari (2001), Gudono (2002), dan Haryanto dan Riyatno (2007) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif *return* saham dengan tingkat suku bunga. Suryanto (1998) dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat bunga

deposito dollar AS, Singapura dan yen Jepang berpengaruh terhadap harga saham (IHSG). Demikian juga Sundari (2001) menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap Indeks Harga Saham sektor properti. Hal yang sama ditemukan oleh Sudjono (2002) bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif dan terhadap harga saham.

7. Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi menggambarkan standar materi kehidupan yang meningkat sepanjang waktu (satu tahun) bagi kehidupan orang-orang dalam suatu negara yang berasal dari peningkatan pendapatan. Kondisi tersebut memungkinkan masyarakat mengkonsumsi jumlah barang dan jasa yang lebih banyak dan beragam (Mankiw, 2003). Untuk mengukur pertumbuhan ekonomi, para ekonom menggunakan *gross domestic product (GDP)*, indikator ini mengukur pendapatan total setiap orang dalam perekonomian. GDP sering dianggap sebagai ukuran yang paling baik dari kinerja perekonomian. Pertumbuhan ekonomi sebagai indikator ekonomi merupakan faktor yang mempengaruhi manajemen seperti halnya faktor makroekonomi yang lain. Dengan demikian, pertumbuhan ekonomi juga dapat digunakan sebagai signal ada tidaknya perbaikan kinerja ekonomi yang akan dapat mempengaruhi kinerja pasar modal. Secara logis, dapat dijelaskan bahwa tingkat pertumbuhan ekonomi dan investasi mempunyai hubungan positif timbal balik. Hubungan timbal balik tersebut terjadi karena disatu pihak,

semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, berarti semakin besar bagian dari pendapatan yang bisa ditabung, sehingga investasi yang tercipta akan semakin besar, pendekatan ini menempatkan investasi sebagai fungsi dari pertumbuhan ekonomi. Di lain pihak, semakin besar investasi, semakin besar pula tingkat pertumbuhan ekonomi yang bisa dicapai,

Kim dan Wu (1988), Damodaran (1997), dalam penelitiannya menemukan pengaruh pertumbuhan ekonomi keputusan struktur modal. Rajan dan Zingales (1995), menemukan hal yang sama bahwa pertumbuhan ekonomi suatu negara akan berdampak pada struktur modal perusahaan. Selanjutnya, Singh dan Arora (2007) dan Strebulaev, et.al. (2008) menjelaskan bahwa kebijakan struktur modal mengikuti pola perubahan makro ekonomi, sehingga setiap perubahan kondisi ekonomi akan diikuti oleh perubahan dalam kebijakan struktur modal.

8. Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Sujoko dan Subianto (2007) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya perusahaan yang dicerminkan dalam harga saham di pasar. Nilai perusahaan merupakan bukti penghargaan masyarakat atas kinerja perusahaan selama menjalankan kegiatan operasinya. Bukti penghargaan tersebut diwujudkan dengan kesediaan untuk membeli dan menghargai perusahaan berdasarkan keyakinan. Dilihat dari perspektif pemilik perusahaan nilai

perusahaan merupakan ukuran meningkatnya kesejahteraan pemilik perusahaan atau meningkatnya kekayaan pemilik perusahaan. Pengukuran nilai perusahaan dapat dilakukan dengan melihat perkembangan harga saham, apabila harga saham dipasar mengalami kenaikan, maka nilai perusahaan meningkat, karena nilai perusahaan pada dasarnya adalah harga pasar dari saham ditambah dengan harga pasar obligasi. Meningkatnya harga saham merupakan cerminan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan meningkat, sehingga mereka bersedia membayar dengan lebih tinggi ukuran nilai perusahaan yang sering digunakan dalam penelitian adalah Tobin's q (Al-Khouri et al,2004) nilai ini didefinisikan sebagai jumlah Nilai pasar utang dan ekuitas dibagi dengan nilai buku total aset. Nilai pasar utang relatif tidak berubah sepanjang waktu sedangkan nilai saham berfluktuatif sepanjang waktu. Lindenberg dan Ross (1981), Rene, M. (2000) merumuskan secara terperinci bahwa q merupakan nilai pasar modal sendiri (*market value of equity*) E, ditambah utang (*Debt*) D, dibagi dengan *assets* (A) atau dirumuskan sbb = $(E + D) / A$.

D. Model Teoritik

Berdasarkan pada teori, konsep atau bukti empirik terkait dengan faktor lingkungan Makroekonomi, faktor Mikroekonomi, sebagaimana dijelaskan dalam pembahasan sebelumnya, berikut ini disajikan model teoritik yang menjelaskan hubungan variabel-variabel yang

diprediksi mempengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan seperti

terlihat dalam Gambar Model teoritikal sebagai berikut:
Gambar 1: Model Teoritikal



Berdasarkan pada Gambar 1 Model teoritikal terlihat bahwa konstruk kebijakan struktur modal secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan, pengaruh kebijakan struktur modal tersebut bisa positif atau negatif tergantung posisi struktur modal perusahaan. Pada tingkat tertentu penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, ketika penggunaan utang telah melewati batas optimal penggunaan utang dapat menurunkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan juga dipengaruhi langsung oleh faktor makroekonomi yang dalam model ini di ukur dengan Tingkat

bunga dan inflasi. tingkat bunga diprediksi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, karena meningkatnya tingkat bunga akan mendorong investor meningkatkan tingkat keuntungan yang disyaratkan sehingga mendorong turunya harga saham. Pengaruh inflasi terhadap nilai perusahaan diprediksi negatif, karena inflasi cenderung menurunkan aktifitas investasi yang berpotensi menurunkan harga saham. Variabel lain yang diprediksi mempengaruhi nilai perusahaan adalah Profitabilitas, variabel ini diprediksi berpengaruh positif karena

profitabilitas merupakan ukuran efisiensi kinerja perusahaan.

Faktor-faktor yang diprediksi menentukan kebijakan struktur modal adalah Profitabilitas, Ukuran perusahaan, Aktiva berwujud, Peluang tumbuh, Inflasi, Tingkat bunga dan Pertumbuhan ekonomi. Faktor yang diprediksi berpengaruh positif terhadap struktur modal adalah Ukuran perusahaan, Aktiva berwujud, Pertumbuhan ekonomi dan Inflasi. sedangkan variabel yang diprediksi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan adalah Profitabilitas, Peluang tumbuh dan Tingkat bunga.

Model teoritikal ini merupakan agenda penelitian yang akan dikembangkan dalam model empirik.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, Greg., McQueen, Grant and Wood, Robert., 2004, "The Effect of Inflation News On High Frequency Stock Return", *The Journal of Business*, jul 2004, hal. 547-574
- Adam, T.R. and VK.Goyal, 2008. "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables," *Journal of Financial Research* **31**,41-63.
- Bathala, CT., Moon, KP.,Rao, RP.1994. "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding": An Agency Perspective, *Financial Management*, Vol 23, No. 3. P. 38-50.
- Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapenski, Daves PR.1999. *Intermediate Financial Management* The Dryden Press New York.
- Brigham, Eugene F, and Michael C. Ehrhardt, 2005.*Financial Management: Theory and Practice*, Eleventh Edition, South-Western, Australia: Thomson Learning.
- Chen, L.and X. Zhao, 2005. "Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios and Capital Structure Choices," Michigan State University and Kent State University, Working Paper. Available at: <http://ssrn.com/abstract-614082>.
- Coles, J.L., N.D. Daniel, and L. Naveen, 2006, "Executive Compensation and Managerial Risk-Taking," *Journal of Financial Economics* **79**, 431-468.
- Datta, Debabrata and Babita Agarwal, 2009. "Determinants of Capital Structure of Indian Corporate Sector in the Period of Bull Run 2003-2007- an Econometric Study, *JEL clasification : G 32, Social Sceice Research Network*.
- DeAngelo, H.and R. Masulis,1980. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* **8**, 3-29.

- Dodd, J.1, and S, Chen 1996. "EVA : A New Panacea?", *Business and Economic Review*, July - September.
- De Jong, Abe, Rezaul Kabir and Thuy Thu Nguyen, 2005, Capital Structure around the World: The Roles of Firm- and Country-specific Determinants, *Journal of Banking and Finance* 32, 1954-1969.
- Drobetz, W. and R. Fix. (2003), "What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland," University of Basel. WWZ/ Department of Finance, Working Paper No. 4/03.
- Eccles, R.G, 1991. "The Performance Measurement Manitestto"., *Harvard Business Review*, January-February, pp, 131-137.
- Eisenhardt, Katleen and Martin, 2000, "Dynamic Capabilities: what are they" *Strategic management journal*, 1105-1121.
- Fama, E.and K.R.French.2002."Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and debt" *Review of Financial Studies* 15, 1-33.
- Faulkender.M. and M.A. Petersen, 2006, "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?" *Reviw, of Financial Studies* 19, 45-79
- Frank, Murray Z, and Vidhan K. Goyal, 2003. *Capital Structure Decisions*, Working paper, Faculty of Commerce, University of British Columbia, and Department of Finance, Hong Kong University of Science and Technology,155
- Flannery. M. and K.Rangan. 2006. "Partial Adjustment towards Target Capital Structures." *Journal of Financial Economics* 79,469-506.
- Frank, Murray Z, and Vidhan K. Goyal, 2003.*Capital Structure Decisions*, Working paper, Faculty of Commerce, University of British Columbia, and Department of Finance, Hong Kong University of Science and Technology,155.
- Frank. M.Z. and VK. Goyal, 2004. "The Effect of Market Conditions on Capital Structure Adjustment," *Finance Research Letters* 1,47-55.
- Frank MZ and Vidham K. Goyal, 2008. "Profit and Capital Structure", *JEL clasification :G32, Social Science Research Net Work*.
- Frank and Vidham K. Goyal, 2009. " Capital Structure Decisions : Which Factors Are Reliably Important," *Social Science Research Net work*.
- Friend, I. and Lang, L. 1988. 'An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure', *Journal of Finance*, 43(2), pp. 271–281.
- Gaver, JJ dan Keneth M Gaver, 1993. "Additional Evidence

- on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 1, p.233-265.
- Gertler. M. and S. Gilchrist, 1993. "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence," *Scandinavian Journal of Economics* 95, 43-63.
- Graham. J.R,1996 ."Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate," *Journal of Financial Economics* 42, 187-221.
- Gitman, Lawrence J., 1994. Principles of Managerial Finance, Seventh Edition, New York: Harper Collins College Publishers.
- Ghozali & Irwansyah, 2002. Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Alatukur EVA, MVA dan ROA Terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen*, Vol 9. No 1, April; halaman 18 - 33
- Graham, J.R. and C. Harvey,2001."The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," *Journal of Financial Economics* 60.187-243.
- Gudono, 1999, Penelilaian Pasar Modal Terhadap Fluktuasi Bisnis Real-Estate, *Kelola*, No 20/VIII/1999
- Harris,M. and A.Raviv, 1991."The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance* 46.297-356.
- Hennessy, CA and T.A. Whited, 2005. "Debt Dynamics," *Journal of Finance* 60,
- Homaifar,G.J. Ziest, and O. Benkato, 1994. An Empical Model of Capital Structure: Some new Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, January 21, p. 1-14.
- Huson Joher Ali Ahmed and Nazrul Hisham, 2009. " Revisiting Capital Structure Theory : A Test of Pecking order and Static order Trade-of Model from Malysian Capital Market," *International Research Journal of Financial and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 30.
- Hovakimian A, Opler T, Titman, S. 2001.The debt equity choice. *Journal of Finance* 36:1-24
- Jensen, G, D. Solberg and T. Zorn, 1992.Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vo127, p.247-263.
- Jensen, M, and W. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*.
- Jones and Sharma, The Association Between the Investment opportunity set and Corporate Financing and Divident Decision: some Autralian Evidence, *Manajerial Finance*; 2001,3;

- ABI/INFORM research**
- Joseph E. Stiglitz” A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem” *The American Economic Review*, Vol. 59, No. 5. (Dec., 1969), pp. 784-793.
- de Jong, Abe, Rezaul Kabir and Thuy Thu Nguyen, 2008, Capital Structure around the World: The Roles of Firm- and Country-specific Determinants, *Journal of Banking and Finance* 32, 1954-1969.
- Jung K, Kim YC, Stulz RM, 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal Financ Econ* 42:159-185.
- Kallapur,S.,and Trombley, M.A. 1999. “The association between investment opportunity set proxies and realized growth” *Journal of Business finance and Accounting*, April-May, (3) dan (4): 505-519.
- Kesuma, 2009, Analisis faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Realestate di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*.Vol.11,No.1 Maret 2009: 38-45
- Liu, Yuanxin, Jing Ren and Yan Zhuang, 2009. ” An Empirical Analysis on the Capital Structure of Chinese Listed IT Companies,” *International Journale of Business and Management*, Vol 4, No 8, August.
- Mahoney,T.A,T.H. Jerdee and S.J Carroll.1963.*Development of managerial Performance: A Research Approach*,Southwestern Publishing Co.Cincinnati, OH.
- Mehran, H, 1992. "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, h. 539-560.
- Modigliani, Franco and Miller, Merton H,1958, The Cot of Capital, Corporate Finanace, and the theory of Invement, *The American Economic Review*, 48/3, 261-297
- Modigliani, Franco and Miller, Merton H, 1963, The Cost of capital, corporate Income taxes and the cost of capital : A correction, *the American Econemic Review*,53/3, 433-443
- Myers, S.1977. "Determinants of CorporateBorrowing" *Journal of Financial Economics*. 5, 147-175.
- Myers S. and N. Majluf, 1984. "Corporate Financing and Investment Decition when firms have Information Investors do not have," *Journal offinancial Economics*, 13, p. 187-221.
- Mulianti, Fitri Mega, 2010, “Faktor-faktor yang mempengaruhi kejakan hutang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan”, Tesis Magister Manajemen Undip 2010.
- Nigel Driffeld, Vidya Mahambare and Sarmissta Pal,2007. “ How does ownership

- Structure affect capital Structure and firm value?", *Economics of Transition, Volume 15(3) 2007, 535-573.*
- Noer Sasongko dan Nila Wulandari, 2006. Pengaruh rasio-rasio profitabilitas terhadap harga saham, *Empirika, Vol 19 N0:1, juni.*
- Nopirin, 2000, "*Ekonomi Moneter*", Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta
- Pfeffer, J., dan Salancik, G. 1978, "*The external control of organizations: A resource dependence perspective*", New York, Harper & Row.
- Rajan, R. and L.Zingales, 1995. "What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data," *Journal of Finance. 50, 1421-1460.*
- Rahul Kochhar, 2003. " Strategic assets, Capital structure, and Firm performance," *Journal of financial and strategic decision volume 10 Number 3.*
- Rataporn Deesomsak, Krishna Paudyal, Gioia Pesceeto, 2004. "The determinants of Capital Structure : Evidence from the Asia Pacific region", *Journal Multinational management, 14 (2004)387-405*
- Rozeff, M. S. (1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research, Vol. 5:* pp. 249-259.
- Sadono, Sukirno, 2000, *Makro Ekonomi Modern: Perkembangan Pemikiran dari Klasik hingga Keynesian baru*, Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Sartono, A.R., dan Kusdhianto S, 1999. Adakah pengaruh Eva Terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik? "*Jurnal Ekonom da Bisnis, 1999 Vol. 14, No. 4,* h. 124 - 136.
- Scott, R W, 1981 "*Organizations: Rational, Natural, and open System*" Englewood Cliffts, NJ Prentice Hall inc.
- Shervani and Tassaduq, 1998 " Market-based assets and share holder value, Frame work for analysis" *Journal of marketing 2-18.*
- Shleifer A, Vishny RW. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal Polit Econ 94:461-488.*
- Shumi Akhtar, 2005." The determinants of Capital Structure for Austrlian Multinatinal and Domistic Corporations", *Australian Journal of Management, Vol 30, no 2 December.*
- Shumi Akhtar and Barry Oliver, 2007." The determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and domestic corporation, *JEL clasification : G 15, G32, Social Science Research Net work.*
- Shyam-Sunder, L., and S. C. Myers, 1999, Testing static trade-off against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics 51, 219-244*
- Stiglitz, J.E. and Weiss, A. (1981)

- Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 71, 393-410.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan", *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret, pp. 41-48
- Teguh Prasetyo, 2000. Analisa Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar Sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode Bullis dan Bearish, *Simposium*.
- Thompson, A.A. Jr., Strickland, A.J. III. dan Gamble, J.E. 2005. "Crafting and executing strategy: the quest for competitive advantage". 14th ed. Boston: McGraw Hill Irwin.
- Titman, Sheridan, Roberto Wessels, March 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance: Vol XLIII, No.1 1-19*.
- Utami, M., dan Rahayu, M., 2003, "Peranan Profitability, Suku Bunga, Inflasi dan Nilai Tukar dalam Mempengaruhi Pasar Modal Indonesia Selama Krisis Ekonomi", *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 5, No. 2
- Opler, Tim C, and Sheridan Titman, 1994. "Financial Distress and Corporate Performance", *Journal of Finance*, 49, 1015-1040.
- Özgür Arslan and Mehmet Baha Karan, 2007." Does Free Cash flow Anomaly Exist in an Emerging Market ? Evidence from the Istanbul Stock Exchange," *International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 11*.
- Wolfgang Drobetz, Pascal Pensa and Gabrielle Wanzenried, 2007. "Firm Characteristic, Economic Conditions and Capital Structure Adjustments," *JEL classification G32, C61, C23*.