

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 *Good Corporate Governance*

2.1.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency Theory mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai principal dan manajemen sebagai agen. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik.

Dasar dari teori keagenan adalah pemisahan fungsi antara principal dan agen. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa teori keagenan menjelaskan tentang pemegang saham sebagai principal dan manajemen sebagai agen. Hubungan antara agen dan principal dapat mengarah pada asimetri informasi, karena agen memiliki banyak informasi yang lebih dari pada principal, karena yang menangani langsung jalannya perusahaan adalah agen.

Asimetri informasi antara principal dan agen dapat menyebabkan *agency problem*. Maka dari itu, yang dapat mengurangi *agency problem* adalah dengan *agency cost*. *Agency cost* merupakan pemberian insentif yang layak kepada manajer serta biaya pengawasan untuk mencegah *hazard* (bahaya).

Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang berkepentingan memiliki tujuan yang berbeda. Oleh karena itu, teori agensi

mendorong munculnya konsep *Good Corporate Governance* yang diharapkan memberikan kepercayaan terhadap agen (manajemen) dalam mengelola kekayaan pemilik (investor), dan pemilik menjadi lebih yakin bahwa agen tidak akan melakukan suatu kecurangan untuk kesejahteraan agen. *Corporate governance* bertujuan untuk menyediakan simetri informasi antara pemegang saham dan manajemen untuk mengurangi masalah keagenan (Jiraporn, Kim, & Mathur, 2012).

2.1.1.2 Definisi *Good Corporate Governance*

Menurut Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor Per-01/MBU/2011 Pasal 1 ayat 1, tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) yang selanjutnya disebut GCG adalah prinsip-prinsip yang mendasari suatu proses dan mekanisme pengelolaan perusahaan yang berlandaskan peraturan perundang-undangan dan etika berusaha.

Forum for Corporate Governance in Indonesia / FCGI (2001) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka sehingga menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*).

Menurut *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) konsep *Corporate Governance* adalah sebagai serangkaian mekanisme untuk

mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*).

Sesuai surat Nomor: S-359/MK.05/2001 tanggal 21 Juni 2001 tentang Pengkajian Sistem Manajemen BUMN dengan prinsip-prinsip *good corporate governance*, Menteri Keuangan meminta Badan Pengawas Keuangan dan Pembangunan (BPKP) untuk melakukan kajian dan pengembangan sistem manajemen Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang mengacu pada prinsip *Good Corporate Governance* (GCG), dimana secara umum istilah *good corporate governance* merupakan sistem pengendalian dan pengaturan perusahaan yang dapat dilihat dari mekanisme hubungan antara berbagai pihak yang mengurus perusahaan (*hard definition*), maupun ditinjau dari “nilai-nilai” yang terkandung dari mekanisme pengelolaan itu sendiri (*soft definition*). Tim GCG BPKP mendefinisikan GCG dari segi *soft definition* yang mudah dicerna yaitu komitmen, aturan main, serta praktik penyelenggaraan bisnis secara sehat dan beretika.

Dari beberapa definisi diatas dapat disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* merupakan prinsip-prinsip yang mendasari suatu proses atau mekanisme yang digunakan dalam pengelolaan perusahaan agar kegiatan operasional perusahaan berjalan dengan baik sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan sehingga tujuan dari perusahaan dapat tercapai. Proses dan mekanisme pengelolaan tersebut disisi lain untuk menyeimbangkan hubungan diantara pihak-pihak yang berkepentingan baik pihak internal maupun eksternal perusahaan.

2.1.1.3 Pelaksanaan dan Prinsip-prinsip *Good Corporate Governance*

Pernyataan yang paling diterima secara luas mengenai praktik tata kelola perusahaan yang baik adalah yang dibuat oleh *Organization for Economic and Development (OECD)*:

1. **Hak para pemegang saham.** Kerangka kerja tata kelola perusahaan harus melindungi hak para pemegang saham.
2. **Perlakuan yang adil terhadap para pemegang saham.** Kerangka kerja tata kelola perusahaan harus menjamin perlakuan yang adil terhadap seluruh pemegang saham, termasuk minoritas dan pemegang saham asing. Seluruh pemegang saham harus memiliki kesempatan untuk memperoleh perbaikan untuk pelanggaran atas hak-hak mereka.
3. **Peran pemegang kepentingan dalam tata kelola perusahaan yang baik.** Kerangka kerja tata kelola perusahaan harus mengakui hak-hak pemegang kepentingan seperti yang telah diatur oleh hukum dan mendorong kerja sama aktif antara perusahaan dan pemegang kepentingan dalam menciptakan kekayaan dan pekerjaan, serta kelanjutan dari perusahaan yang kondisi keuangannya sehat.
4. **Pengungkapan dan transparansi.** Kerangka kerja tata kelola perusahaan harus menjamin bahwa pengungkapan yang tepat waktu dan akurat dibuat berdasarkan seluruh hal-hal yang sifatnya material mengenai perusahaan, termasuk situasi keuangan, kinerja, kepemilikan, dan pengelolaan perusahaan.
5. **Pertanggungjawaban dewan.** Kerangka kerja tata kelola perusahaan yang baik harus menjamin arahan strategis perusahaan, proses monitor yang efektif

terhadap manajemen oleh dewan, dan akuntabilitas dewan kepada perusahaan dan para pemegang saham.

2.1.1.4 Tujuan Pelaksanaan *Good Corporate Governance*

Penerapan *corporate governance* di sebuah perusahaan memiliki beragam tujuan. Implementasi mekanisme *corporate governance* diharapkan dapat mengurangi masalah-masalah yang timbul sebagai akibat dari adanya masalah keagenan. Pada gilirannya hal tersebut akan menimbulkan perasaan aman pada seluruh pemegang saham ataupun investor lainnya bahwa hak-hak mereka diperhatikan dan dilindungi. Manajemen ataupun pemegang saham mayoritas sebagai pengendali perusahaan diharuskan untuk bertindak dalam koridor aturan yang ada dan tidak dapat lagi bertindak semaunya mengeksploitasi ketidakmampuan ataupun keterbatasan informasi yang dimiliki investor. Iklim saling percaya di antara pemilik dana dan pengelola perusahaan yang diatur dalam mekanisme tata kelola perusahaan yang baik diharapkan akan mendorong kinerja perusahaan lebih meningkat lagi (Kusmayadi, Rudiana, & Badruzaman, 2015:15).

Selain itu, penerapan *Good Corporate Governance* juga dapat mencegah terjadinya praktik-praktik yang tidak sehat seperti perdagangan orang dalam (*insider trading*), akuisisi internal dan transaksi hubungan istimewa yang merugikan pemegang saham minoritas. Penerapan tata kelola perusahaan yang baik mendorong terciptanya iklim persaingan yang sehat dalam suasana keterbukaan informasi (Kusmayadi, Rudiana, & Badruzaman, 2015:16).

Dalam Kusmayadi, Rudiana, & Badruzaman (2015:16), penerapan sistem *Good Corporate Governance* diharapkan dapat meningkatkan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) melalui beberapa tujuan berikut:

1. Meningkatkan efisiensi, efektifitas, dan kesinambungan suatu organisasi yang memberikan kontribusi kepada terciptanya kesejahteraan pemegang saham, pegawai dan *stakeholders* lainnya dan merupakan solusi yang elegan dalam menghadapi tantangan organisasi ke depan.
2. Meningkatkan legitimasi organisasi yang dikelola dengan terbuka, adil, dan dapat dipertanggungjawabkan.
3. Mengakui dan melindungi hak dan kewajiban para *shareholders* dan *stakeholders*.

2.1.1.5 Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Good Corporate Governance*

Dalam Kusmayadi, Rudiana, & Badruzaman (2015:17-18) disebutkan syarat keberhasilan penerapan GCG memiliki dua faktor yang memegang peranan sebagai berikut:

1. Faktor Eksternal
 - a) Terdapatnya sistem hukum yang baik.
 - b) Dukungan pelaksanaan GCG dari sektor publik / lembaga pemerintahan.
 - c) Terdapatnya contoh pelaksanaan GCG yang tepat (*best practices*).

- d) Terbangunnya sistem tata nilai sosial yang mendukung penerapan GCG di masyarakat.
- e) Semangat anti korupsi yang berkembang di lingkungan publik di mana perusahaan beroperasi disertai perbaikan masalah kualitas pendidikan dan perluasan peluang kerja.

2. Faktor Internal

- a) Terdapatnya budaya perusahaan (*corporate culture*) yang mendukung penerapan GCG.
- b) Berbagai peraturan dan kebijakan yang dikeluarkan perusahaan mengacu pada penerapan nilai-nilai GCG.
- c) Manajemen pengendalian risiko perusahaan juga didasarkan pada kaidah-kaidah standar GCG.
- d) Terdapatnya sistem audit (pemeriksaan) yang efektif dalam perusahaan.
- e) Adanya keterbukaan informasi bagi publik.

2.1.1.6 Manfaat Penerapan *Good Corporate Governance*

Manfaat dari penerapan *good corporate governance* setiap perusahaan berbeda. Hal ini dikarenakan setiap perusahaan memiliki faktor internal dan faktor eksternal yang berbeda. Dalam Kusmayadi, Rudiana, & Badruzaman (2015:13) menjelaskan manfaat *good corporate governance* dalam perusahaan yaitu:

1. Mengurangi *agency cost*, yaitu suatu biaya yang harus ditanggung pemegang saham sebagai akibat pendelegasian wewenang kepada pihak manajemen.

Biaya-biaya ini dapat berupa kerugian yang diderita perusahaan sebagai akibat penyalahgunaan wewenang (*wrong-doing*), ataupun berupa biaya pengawasan yang timbul untuk mencegah terjadinya hal tersebut.

2. Mengurangi biaya modal (*cost of capital*), yaitu sebagai dampak dari pengelolaan perusahaan yang baik tadi menyebabkan tingkat bunga atas dana atau sumber daya yang dipinjam oleh perusahaan semakin kecil seiring dengan turunnya tingkat resiko perusahaan.
3. Meningkatkan nilai saham perusahaan sekaligus dapat meningkatkan citra perusahaan tersebut kepada publik luas dalam jangka panjang.
4. Menciptakan dukungan para *stakeholder* (para pihak yang berkepentingan) dalam lingkungan perusahaan tersebut terhadap keberadaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang ditempuh perusahaan, karena umumnya mereka mendapat jaminan bahwa mereka juga mendapat manfaat maksimal dari segala tindakan dan operasi perusahaan dalam menciptakan kemakmuran dan kesejahteraan.

Sedangkan menurut Wilson Arafat (2008: 10) manfaat penerapan *good corporate governance* yaitu sebagai berikut:

1. Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*.
2. Meningkatkan *corporate value*.
3. Meningkatkan kepercayaan investor.

4. Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena akan meningkatkan *shareholder's value* dan deviden.

2.1.1.7 Pengukuran *Good Corporate Governance*

Indikator *corporate governance* yang mempengaruhi struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh para manajer. Kepemilikan saham manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh eksekutif dan direktur (Faisal dan Firmansyah, 2005). Apabila manajer memiliki saham perusahaan (kepemilikan manajerial) maka akan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Para manajer akan berusaha mengeluarkan kebijakan yang akan mendorong perusahaan untuk mencapai laba yang tinggi dan mengembangkan perusahaan tersebut. Pengembangan perusahaan membutuhkan modal baru. Penggunaan kewajiban atau mengeluarkan saham akan dipilih oleh manajer. Kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan dapat berperan untuk menyelaraskan kepentingan antara principal dan agen sehingga manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Selain itu, manajer akan berhati-hati dalam mengambil keputusan karena mereka ikut merasakan secara langsung manfaat dan dampak dari keputusan yang diambil dari pengambilan keputusan yang salah.

Boediono (2005), mengemukakan kepemilikan manajerial diukur dengan jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan terhadap total jumlah saham yang beredar. Secara sistematis kepemilikan manajerial dapat dirumuskan (Nurmadi,2013):

$$KM = \frac{\text{Jumlah Saham Manajerial}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

2.1.2 *Investment Opportunity Set*

2.1.2.1 **Investasi**

Menurut Irham Fahmi (2015 : 6) definisi investasi adalah sebagai berikut:

“Investasi dapat didefinisikan sebagai bentuk pengelolaan dana guna memberikan keuntungan dengan cara menempatkan dana tersebut pada alokasi yang diperkirakan akan memberikan tambahan keuntungan atau *compounding*”.

Menurut Charles P. Jones (2014 : 4), definisi investasi adalah sebagai berikut:

“An investment can be defined as the commitment of funds to one or more assets that will be held over some future time period”.

Dari definisi diatas dapat disimpulkan bahwa investasi adalah penggunaan sejumlah dana atau aset pada saat ini dengan harapan akan memberikan keuntungan di masa yang akan datang.

2.1.2.2 Definisi *Investment Opportunity Set*

Perusahaan akan melakukan investasi berdasarkan pada peluang investasi dan modal yang mencukupi. Menurut Haryetti dan Ekayanti, R. A (2012), *investment opportunity set* merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang. *Investment opportunity set* ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Investment Opportunity Set (IOS) muncul setelah dikemukakan oleh Myer (1997), yang beranggapan bahwa nilai perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Pada dasarnya IOS merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Sehingga IOS memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan, karena IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Pagalung, 2003).

Menurut Hartono (2003: 58), kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan.

Berdasarkan beberapa definisi diatas dapat disimpulkan bahwa *Investment Opportunity Set* adalah kesempatan atau peluang investasi bagi perusahaan dan

merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki perusahaan dengan pilihan investasi di masa depan yang diharapkan dapat memberikan keuntungan.

Kegiatan investasi perusahaan akan menentukan keuntungan yang diperoleh perusahaan dimasa yang akan datang. *Investment opportunity set* merupakan salah satu alternatif untuk perusahaan dalam memanfaatkan laba bersih perusahaan, apakah akan digunakan untuk investasi kembali atau dibagikan sebagai deviden kepada para pemegang saham. Apabila perusahaan salah dalam mengambil keputusan investasi, maka hal tersebut akan mengakibatkan kelangsungan hidup perusahaan terganggu sehingga bisa berdampak pada penilaian investor yang menurun terhadap perusahaan.

Menurut Kallapur dan Trombley (2001), nilai IOS bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal (*cost of equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan.

2.1.2.3 Pengukuran *Investment Opportunity Set*

Menurut Gaver dan Gaver (1993) IOS bersifat tidak dapat diobservasi. Karena sifat IOS yang merupakan variabel tersembunyi (*latent*) ini mengindikasikan bahwa IOS tidak dapat diobservasi, untuk dapat mengetahui ukuran suatu IOS maka diperlukan proksi IOS yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan.

Menurut Kallapur dan Trombley (2001) terdapat tiga jenis proksi IOS yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan yaitu:

1. Proksi IOS berbasis harga (*price-based proxies*)

Proksi IOS yang berbasis pada harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar saham. Proksi IOS ini berdasarkan ide bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial yang dinyatakan dengan harga saham dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dibandingkan dengan perusahaan yang tidak bertumbuh. Proksi IOS yang merupakan proksi berbasis harga adalah : *Market value of equity plus book value of debt*, *Ratio of book to market value of asset*, *Ratio of book to market value of equity*, *Ratio of book value property, plant, and equipment to firm value*, *Ratio of replacement value of asset to market value*, *Ratio of depreciation expense to value*, dan *Earning Price ratio*.

2. Proksi IOS berbasis pada Investasi

Proksi IOS berbasis investasi ini menunjukkan tingkat aktivitas investasi tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan. Perusahaan dengan IOS tinggi memiliki tingkat investasi yang tinggi pula. Proksi IOS ini dapat dihubungkan dengan *Ratio R&D expense to firm value*, *Ratio of R&D expense to total assets*, *Ratio of R&D expense to sales*, *Ratio of capital addition to firm value*, dan *Ratio of capital addition to asset book value*.

3. Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measures*)

Mendasarkan pada ide proksi ini mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Proksi IOS yang berbasis varian adalah: VARRET (*variance of total return*) dan Market model beta.

Proksi IOS yang dipilih dalam penelitian ini adalah salah satu proksi IOS yang digunakan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) yaitu Rasio *Market to Book Value of Equity*. Pemilihan proksi ini karena dapat mencerminkan besarnya return dari aktiva yang ada dan investasi yang diharapkan di masa yang akan datang akan melebihi return dari ekuitas yang diinginkan.

Rasio *Market to Book Value of Equity* adalah proksi IOS untuk menggambarkan permodalan suatu perusahaan, dengan formulasi sebagai berikut:

$$\text{Market to Book Value of Equity} = \frac{\text{Jumlah lbr saham beredar} \times \text{closing price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2.1.3 Struktur Modal

2.1.3.1 Definisi Struktur Modal

Dalam konteks manajemen keuangan, dikenal dengan 3 fungsi utama manajemen keuangan yaitu, fungsi penggunaan dana yang menyangkut keputusan investasi, fungsi mendapatkan dana yang menyangkut keputusan pendanaan serta fungsi pengalokasian laba yang menyangkut kebijakan deviden. Struktur modal

perusahaan merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan yang mengulas tentang cara perusahaan mendanai aktivitasnya.

Struktur keuangan mencerminkan perimbangan baik dalam artian absolut maupun relatif antara keseluruhan modal asing (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan modal sendiri.

Struktur modal mengarah pada pendanaan perusahaan yang menggunakan hutang jangka panjang, saham preferen ataupun modal pemegang saham (Sugiarto, 2012:1-2).

Menurut Riyanto (2001: 22) struktur modal adalah perimbangan antara utang dengan modal yang dicerminkan dari pembelanjaan permanen. Keputusan pendanaan berkaitan dengan struktur modal perusahaan, karena struktur modal sangat menentukan bagaimana suatu keputusan ditetapkan oleh perusahaan, apakah perusahaan lebih cenderung menggunakan dana internal ataupun lebih menggunakan dana eksternal.

Sartono (2010) mendefinisikan struktur modal sebagai perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa.

Farah Margaretha (2011:112) mendefinisikan struktur modal menggambarkan pembiayaan permanen perusahaan yang terdiri dari utang jangka panjang dan modal sendiri.

Dari beberapa definisi diatas maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan kombinasi pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan baik yang berasal dari internal perusahaan ataupun dari eksternal perusahaan, yaitu terdiri dari utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa.

Jika utang sesungguhnya (realisasi) berada dibawah target, pinjaman perlu ditambah. Jika rasio utang melampaui target, maka saham dijual. Kebijakan struktur modal merupakan *trade off* antara *risk* dan *return*. Jika utang meningkat, maka *risk* meningkat sehingga *return* pun meningkat. Ketika *risk* meningkat maka harga saham turun dan ketika *return* meningkat maka harga saham akan naik.

Menurut *trade-off theory* yang diungkap oleh Myers (2001), perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency cost*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency cost*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan utang. Sejahtera manfaat lebih besar, penambahan hutang masih

diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan.

Terdapat beberapa teori struktur modal yang dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. *Assymmetric Information Theory*

Assymmetric Information Theory merupakan suatu kondisi dimana suatu perusahaan dalam transaksi mempunyai lebih banyak informasi dibandingkan pihak lain. Karena adanya informasi tersebut, perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan laba ditahan dan dana apresiasi, kemudian penjualan saham baru. Selain itu karena dengan adanya informasi yang banyak perusahaan cenderung memilih berhutang untuk dapat mengambil keuntungan dari kesempatan investasi yang baik, tanpa harus menerbitkan saham baru pada harga yang sedang turun (Atmaja dan Lukas, 2008).

2. *Signalling Theory*

Signalling Theory merupakan langkah-langkah manajemen dalam perusahaan yang seharusnya memberikan petunjuk secara implisit kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sebuah perusahaan dengan prospek yang tidak menguntungkan akan menjual saham, yang artinya menarik investor baru untuk berbagi kerugian yang mereka alami. Perusahaan dengan prospek yang sangat cerah lebih memilih untuk melakukan pendanaan melalui penawaran saham baru, sedangkan perusahaan dengan prospek yang buruk akan memilih untuk

melakukan pendanaan dengan ekuitas pihak luar. Jika ada pengumuman penawaran saham biasanya akan dianggap sebagai suatu sinyal bahwa prospek perusahaan tidak terlalu cerah. Jika prospek perusahaan itu sebetulnya cerah hal ini sebaiknya perusahaan dalam waktu normal, menggunakan lebih banyak ekuitas dan lebih sedikit hutang (Brigham dan Houston, 2006).

3. *Market Timing Theory*

Teori ini lebih berdasarkan kepada situasi yang sebenarnya terjadi dipasar sehingga diperlukan kecermatan, kecepatan, dan ketepatan dalam menganalisis dan bertindak. Teori ini mengemukakan 3 hal utama:

- a) Perusahaan cenderung menerbitkan saham ketika nilai pasar sedang tinggi secara relatif terhadap *book value* dan harga pada tahun sebelumnya, serta cenderung untuk membeli saham ketika harga pasar sedang rendah.
- b) Perusahaan cenderung menerbitkan saham ketika *cost of equity* rendah dan perusahaan cenderung membeli kembali ketika *cost of equity* tinggi.
- c) Perusahaan cenderung menerbitkan saham ketika investor lebih antusias terhadap prospek untuk memperoleh *earning* melalui saham.

2.1.3.2 Jenis-jenis Modal

Modal merupakan dana jangka panjang pada suatu perusahaan yang meliputi semua bagian di sisi kanan neraca perusahaan kecuali utang lancar.

Modal terdiri dari modal pinjaman dan modal sendiri. Modal pinjaman termasuk semua pinjaman jangka panjang yang diperoleh perusahaan, pemberi dana umumnya meminta pengembalian yang relatif lebih rendah, karena mereka memperoleh risiko yang paling kecil atas segala jenis modal jangka panjang, sebab modal pinjaman mempunyai prioritas lebih dahulu bila terjadi tuntutan atas pendapatan/aktiva yang tersedia untuk pembayaran, modal pinjaman mempunyai kekuatan hukum atas pembayaran dibandingkan dengan pemegang saham preferen atau saham biasa, dan bunga pinjaman merupakan biaya yang dapat mengurangi pajak, maka biaya modal pinjaman yang sebenarnya secara substansial menjadi lebih rendah, Farah Margaretha (2011: 113-114).

Modal sendiri atau ekuitas yaitu dana jangka panjang dari pemilik perusahaan (pemegang saham). Tidak seperti modal pinjaman yang harus dibayar pada tanggal tertentu di masa yang akan datang, modal sendiri diharapkan tetap dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas. Ada dua sumber dasar dari modal sendiri yaitu saham preferen dan saham biasa yang terdiri dari saham biasa dan laba ditahan. Hubungan antara pinjaman dan modal sendiri mempunyai perbedaan utama dalam hak suara, tuntutan atas pendapatan dan aktiva, jatuh tempo, dan perlakuan pajak, Farah Margaretha (2011: 113-114).

2.1.3.3 Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Faktor-faktor yang umumnya dipertimbangkan dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal menurut Brigham, E. F dan Houston, J. F (2006) yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto adalah:

1. Stabilitas penjualan, perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat dengan aman mengambil lebih banyak hutang dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang penjualannya tidak stabil.
2. Struktur aktiva, perusahaan yang mempunyai jenis aktiva sesuai untuk menjamin kredit akan cenderung menggunakan banyak hutang karena kemudahan yang dimiliki.
3. *Operating leverage*, perusahaan dengan *operating leverage* yang lebih kecil mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena interaksi *operating leverage* dan keuangan yang memengaruhi penurunan penjualan terhadap laba operasi dan arus kas bersih secara keseluruhan.
4. Tingkat pertumbuhan, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang atau mengandalkan modal eksternal dari pada perusahaan yang pertumbuhannya lebih lambat.
5. Profitabilitas, perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Dengan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan dengan dana internal.

6. Pajak, bunga hutang adalah beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan pada tarif pajak yang tinggi. Karena itu makin tinggi tarif pajak makin besar keuntungan dari penggunaan hutang.
7. Pengendalian, pengaruh akibat penerbitan surat-surat hutang dan saham terhadap posisi pengendalian manajemen bisa memengaruhi struktur modal.
8. Sikap manajemen, sikap manajemen yang lebih konservatif daripada manajemen lainnya akan menggunakan jumlah hutang yang lebih kecil dari pada rata-rata industri.
9. Sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas, tanpa melihat analisis para manajer atas faktor-faktor *leverage* yang tepat bagi perusahaan mereka sendiri. Perilaku pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas sering kali memengaruhi keputusan struktur keuangan.
10. Kondisi pasar, kondisi pasar saham dan obligasi yang mengalami perubahan baik jangka panjang maupun jangka pendek dapat memberi arti yang penting pada struktur modal perusahaan yang optimal.
11. Kondisi internal perusahaan, kondisi internal perusahaan juga dapat memiliki pengaruh pada sasaran struktur modal.
12. Fleksibilitas keuangan, tujuan menjaga fleksibilitas keuangan yang dilihat dari sudut pandang operasional artinya adalah menjaga kapasitas pinjaman cadangan yang memadai.

Menurut Farah Margaretha (2011:114) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah:

1. **Business Risk.** Makin besar *business risk*, maka makin rendah rasio hutang.
2. **Tax Position.** Bunga utang mengurangi pajak. Semakin tinggi tarif pajak maka semakin besar keuntungan dari penggunaan utang.
3. **Managerial consevatism or aggresiveness.** Manajer yang konservatif akan menggunakan banyak modal sendiri sedangkan manajer yang agresif akan menggunakan banyak hutang.

2.1.3.4 Pengukuran Struktur Modal

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity Ratio* (DER). DER digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai dengan hutang. DER mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dan *total shareholder's equity* (total modal sendiri). Secara sistematis, proksi ini dapat diformulasikan sebagai berikut (Kasmir, 2017) :

$$DER = \frac{\text{otal Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2.2 Kerangka Pemikiran

Semakin banyaknya perusahaan yang bermunculan dan persaingan bisnis yang semakin ketat, membuat perusahaan-perusahaan harus meningkatkan kemampuannya bertahan dan bersaing di tengah kondisi tersebut. Hal yang harus

dilakukan oleh perusahaan yaitu terus mengembangkan usahanya agar memiliki keunggulan kompetitif dalam bidangnya yang tidak akan mudah dikalahkan oleh kompetitor lain. Untuk mewujudkan hal tersebut dibutuhkan pendanaan yang cukup untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan kegiatan pengembangan perusahaan. Pemenuhan dana tersebut berasal dari sumber internal ataupun sumber eksternal perusahaan. Kebijakan untuk menentukan sumber modal yang akan digunakan oleh perusahaan disebut kebijakan struktur modal.

Farah Margaretha (2011:112) mendefinisikan struktur modal menggambarkan pembiayaan permanen perusahaan yang terdiri dari utang jangka panjang dan modal sendiri. Penentuan struktur modal bagi perusahaan merupakan suatu keputusan keuangan yang sangat penting, karena dapat berpengaruh terhadap pencapaian tujuan keuangan perusahaan. Tujuan pokok manajemen struktur modal adalah menciptakan suatu kombinasi sumber pembelanjaan permanen sedemikian rupa sehingga mampu memaksimumkan harga saham perusahaan.

Struktur modal suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan salah satu rasio *leverage* yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER). Menurut Kasmir (2017:157-158), *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan utang.

Terdapat beberapa teori mengenai struktur modal salah satunya adalah *signalling theory*. *Signalling theory* merupakan langkah-langkah manajemen dalam perusahaan yang seharusnya memberikan petunjuk secara implisit kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang bagus lebih memilih untuk melakukan pendanaan melalui penawaran saham baru, sedangkan perusahaan dengan prospek yang buruk akan memilih untuk melakukan pendanaan dengan ekuitas pihak luar. Ketika perusahaan dalam keadaan normal, sebaiknya menggunakan lebih banyak ekuitas dan lebih sedikit hutang (Brigham dan Houston, 2006).

Struktur modal merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan berpengaruh terhadap posisi keuangan perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, para manajer keuangan dengan tetap memperhatikan biaya modal (*cost of capital*) perlu menentukan struktur modal dalam upaya menetapkan apakah kebutuhan pendanaan dipenuhi dengan modal sendiri ataukah dengan pinjaman.

Kombinasi struktur modal suatu perusahaan umumnya terdiri dari modal sendiri, laba ditahan dan utang. Oleh karena itu, perusahaan akan berusaha untuk menarik minat para investor agar dapat menanamkan dana investasi di perusahaannya, ataupun dengan mencari pinjaman untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Investor maupun kreditor (peminjam) akan sangat selektif dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi atau memberikan pinjaman kepada perusahaan yang bersangkutan. Tentunya mereka akan berinvestasi atau memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki prospek yang bagus

kedepannya sehingga dapat memberikan keuntungan dan mengembalikan pinjaman dengan lancar. Investor dan kreditor dapat mempertimbangkan keputusannya dengan melihat *Good Corporate Governance* perusahaan tersebut dan *Investment Opportunity Set* nya.

Menurut Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor Per-01/MBU/2011 Pasal 1 ayat 1, tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) yang selanjutnya disebut GCG adalah prinsip-prinsip yang mendasari suatu proses dan mekanisme pengelolaan perusahaan yang berlandaskan peraturan perundang-undangan dan etika berusaha.

Penerapan GCG menjadi penting karena dapat berkontribusi mempertahankan dan meningkatkan kelangsungan usaha yang sehat dan kompetitif dalam jangka panjang (*sustainable*) dan meningkatkan kepercayaan para investor, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lain. Sejalan dengan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa pemegang saham sebagai principal dan manajemen sebagai agen. Hubungan antara agen dan principal dapat mengarah pada asimetri informasi dan dapat menyebabkan *agency problem* ketika pihak-pihak yang berkepentingan memiliki tujuan yang berbeda.

Dalam penelitian ini penulis menggunakan proksi kepemilikan manajerial sebagai proksi dari *Good Corporate Governance*. Kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai prosentase suara yang berkaitan dengan saham dan *option* yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan. Proksi yang digunakan

untuk menghitung kepemilikan manajerial menggunakan KM, yaitu jumlah saham manajerial dibagi dengan jumlah saham yang beredar (Nurmadi, 2013).

Sifat distribusi saham (level kepemilikan) telah dipandang sebagai sarana untuk menghilangkan *agency cost* yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Karena kepemilikan merepresentasikan sumber kekuatan (*power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau mungkin melawan manajemen yang ada, konsentrasi ataupun dispersi kekuatan ini menjadi hal yang relevan. Manajer merupakan salah satu kelompok pemegang saham yang menentukan keputusan tentang alokasi sumber daya perusahaan (Rahayu, 2005).

Dalam penentuan struktur modal perusahaan, harus dipertimbangkan dengan teliti sifat dan biaya dari sumber modal yang akan dipilih karena kedua sumber modal yang ada memiliki efek finansial yang berbeda. Salah satu yang terpenting adalah manajemen perusahaan perlu untuk menentukan struktur modal yang optimal untuk meminimalkan biaya modal serta risikonya (Anizar, 2017). Jika *agency problem* yang ditimbulkan karena adanya perbedaan tujuan ataupun kepentingan antara manajemen (agen) yang menjalankan perusahaan dengan pemilik (investor) menghambat perusahaan dalam menentukan struktur modal yang akan dipilih, sesuai dengan teori agensi yang mendasari munculnya konsep *good corporate governance*, konsep GCG diharapkan dapat meminimalkan *agency problem* yang ada sehingga penentuan struktur modal yang optimal bagi perusahaan tidak terhambat.

Teori dan pernyataan tersebut didukung oleh beberapa penelitian yang dilakukan oleh Vito Janitra Kurniawan dan Shiddiq Nur Rahardjo (2014) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Taufik Andre Kusumo dan Paulus Basuki Hadiprajitno (2017) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap struktur modal. Chairanisa Natasha Miraza dan Said Muniruddin (2017) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap struktur modal. Muhammad Saifi, dkk (2015) juga menyatakan bahwa *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Namun hal tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nur Fadjrih Asyik (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal. I Gusti Ayu Padma Santhi dan Luh Komang Sudjarni (2015), Erika Septianty (2012), dan Nurul Juita Thesarani (2017) menyatakan bahwa *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Eka Nuraini Rachmawati dan Rani Indah Sari (2017) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal. Ni Komang Elsa Dewi dan Sayu Ketut Sutrisna Dewi (2018) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.

Menurut Haryetti dan Ekayanti, R. A (2012), *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang. *Investment Opportunity Set* ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Kesempatan investasi suatu perusahaan terkait dengan pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan diharapkan akan memberikan dampak yang positif terhadap perusahaan salah satunya yaitu adanya kesempatan investasi dimasa mendatang bagi perusahaan. Peluang pertumbuhan tersebut dapat terlihat dari *Investment Opportunity Set* perusahaan yang diproksikan dengan berbagai kombinasi nilai dari proksi yang ada. Perusahaan yang memiliki berbagai pilihan investasi memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut sedang bertumbuh.

Dalam penelitian ini penulis menggunakan salah satu proksi IOS yang digunakan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) yaitu Rasio *Market to Book Value of Equity*. Pemilihan proksi ini karena dapat mencerminkan besarnya return dari aktiva yang ada dan investasi yang diharapkan di masa yang akan datang akan melebihi return dari ekuitas yang diinginkan.

Rasio *Market to Book Value of Equity* adalah proksi IOS untuk menggambarkan permodalan suatu perusahaan, dengan formulasi jumlah saham beredar dikalikan dengan harga penutupan dan dibagi dengan total ekuitas (Udayani dan Suaryana, 2013).

Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditur tentang struktur modal dan nilai perusahaan. Dengan demikian, *Investment Opportunity Set* memiliki keterkaitan dengan struktur modal. Tolak ukur suatu perusahaan itu tumbuh, berkembang maupun mengalami kemajuan dapat dilihat dari segi struktur modal. Struktur

modal dapat digunakan sebagai gambaran nilai perusahaan (Udayani dan Suaryana, 2013).

Adam dan Ghoyal (2007), menyatakan bahwa *investment opportunity set* memainkan peran penting di dalam keuangan perusahaan dalam kaitannya dengan pencapaian tujuan perusahaan. Set kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan memengaruhi pembayaran dividen dan penentuan sumber dana yang akan digunakan untuk merealisasikan atau mendanai peluang investasinya, sehingga keputusan investasi, kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan adalah saling terkait.

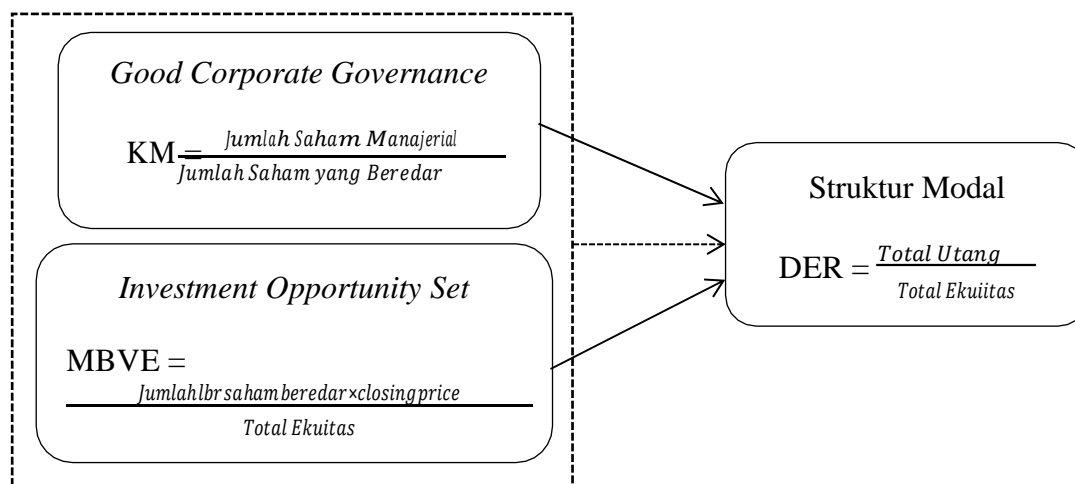
Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan yang profitabel cenderung menggunakan dana internal (laba ditahan) sebagai alternatif pertama untuk membiayai investasi perusahaan. Jika dana internal yang dimiliki tidak mencukupi biaya investasi maka perusahaan akan mencari dana eksternal berupa hutang atau penerbitan saham baru. Perusahaan yang lebih profitabel dapat memanfaatkan laba yang dihasilkan untuk dijadikan sebagai laba ditahan dibanding perusahaan yang kurang profitabel. Hal ini menjadikan perusahaan profitabel menjadi lebih konservatif dalam menggunakan hutang untuk operasi perusahaannya (Ramli dan Papilaya, 2015).

Teori dan pernyataan tersebut didukung oleh beberapa penelitian yang dilakukan oleh Dewi Udayani dan I Gst. Ngr. Agung Suaryana (2013), Moh. Rusman Ramli dan Frans Papilaya (2015), Shinta Dewi dan Nicodemus Simu (2018), Cicilia Kadek Lia Erosvitha dan Ni Gusti Putu Wirawati (2016), Fitri

Kasuarina (2014), dan Aida Yulia dan Mulyanti Ifaksara (2016) yang menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hikalmi dan Ahmad Fadhillah (2019) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Muhammad Saifi, dkk (2015) juga menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set (IOS)* secara timbal balik berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah pengaruh positif.

Namun hal tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Satriyo Wibowo (2016) yang menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set (IOS)* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Kartika Aji (2016) menyatakan *Investment Opportunity Set (IOS)* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Aida Yulia dan Mulyanti Ifaksara (2016) juga menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan kajian teori yang telah diuraikan dan juga mengacu pada penelitian terdahulu, maka dapat disusun kerangka pemikiran teoritis seperti pada gambar berikut:



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

Keterangan: ————— = Secara Parsial
 = Secara Simultan

2.3 Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan, tinjauan teori, penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran maka hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Good Corporate Governance* dan *Investment Opportunity Set* secara parsial berpengaruh positif terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019.
2. *Good Corporate Governance* dan *Investment Opportunity Set* secara simultan berpengaruh terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019.