

# **TESIS**

**PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, KEPEMILIKAN  
MANAJERIAL, UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP  
STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PADA  
PERUSAHAAN INFRASTRUKTUR, UTILITAS, DAN  
TRANSPORTASI YANG TERCATAT DI BURSA EFEK  
INDONESIA**

***THE INFLUENCE OF FINANCIAL FLEXIBILITY,  
MANAGERIAL OWNERSHIP, FIRM SIZE ON CAPITAL  
STRUCTURE AND FIRM VALUE ON INFRASTRUCTURE,  
UTILITY, AND TRANSPORTATION COMPANIES LISTED ON  
INDONESIA STOCK EXCHANGE***

**ASRUL JAYA  
A022182006**



**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2021**

# **TESIS**

**PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, KEPEMILIKAN  
MANAJERIAL, UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP  
STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PADA  
PERUSAHAAN INFRASTRUKTUR, UTILITAS, DAN  
TRANSPORTASI YANG TERCATAT DI BURSA EFEK  
INDONESIA**

***THE INFLUENCE OF FINANCIAL FLEXIBILITY,  
MANAGERIAL OWNERSHIP, FIRM SIZE ON CAPITAL  
STRUCTURE AND FIRM VALUE ON INFRASTRUCTURE,  
UTILITY, AND TRANSPORTATION COMPANIES LISTED ON  
INDONESIA STOCK EXCHANGE***

Sebagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister  
disusun dan diajukan oleh

**ASRUL JAYA  
A022182006**



Kepada

**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2021**

# TESIS

**PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, KEPEMILIKAN  
MANAJERIAL, UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR  
MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN  
INFRASTRUKTUR, UTILITAS, DAN TRANSPORTASI YANG  
TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE INFLUENCE OF FINANCIAL FLEXIBILITY, MANAGERIAL  
OWNERSHIP, FIRM SIZE ON CAPITAL STRUCTURE AND FIRM  
VALUE ON INFRASTRUCTURE, UTILITY, AND TRANSPORTATION  
COMPANIES LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE***

Disusun dan diajukan oleh:

**ASRUL JAYA  
A022182006**

Telah diperiksa dan disetujui untuk diujikan.

Makassar, 21 Oktober 2021

Komisi Penasihat

Ketua



Prof. Dr. Djabir Hamzah, M.A  
NIP. 194701151975031001

Anggota



Prof. Dr. Maat Pono, S.E., M.Si  
NIP. 195807221986011001

Mengetahui,  
Ketua Program Studi Magister Sains Manajemen  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Hasanuddin



Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si  
NIP. 196906271994032002

# TESIS

## PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN INFRASTRUKTUR, UTILITAS, DAN TRANSPORTASI YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA

Disusun dan diajukan oleh :

**ASRUL JAYA**  
**A022182006**

Telah dipertahankan di hadapan Panitia Ujian yang dibentuk dalam rangka Penyelesaian Studi Program Magister Program Studi Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin pada tanggal 21 Oktober 2021 dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan.

Menyetujui,

Pembimbing Utama,

Pembimbing Pendamping



Prof. Dr. Djabir Hamzah, SE., MA.  
NIP. 194701151975031001

Prof. Dr. Maat Pono, SE., M.Si.  
NIP. 195807221986011001

Ketua Program Studi  
Magister Sains Manajemen

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si.  
NIP. 196906271994032002

Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, M.Si. CIPM  
NIP. 196402051988101001

## PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : ASRUL JAYA  
NIM : A022182006  
Jurusan/Program Studi : Magister Sains Manajemen  
Jenjang : S2

Menyatakan dengan ini bahwa karya tulisan saya berjudul

**PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, KEPEMILIKAN MANAJERIAL,  
UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN NILAI  
PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN INFRASTRUKTUR, UTILITAS, DAN  
TRANSPORTASI YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA.**

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan bukan pengambilan alihan tulisan orang lain  
bahwa Tesis yang saya tulis ini benar benar merupakan hasil karya saya sendiri.

Apabila di kemudian hari terbukti atau dapat dibuktikan bahwa sebagian atau  
keseluruhan Tesis ini hasil karya orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi  
atas perbuatan tersebut.

Makassar, 26 Oktober 2021

Yang Menyatakan,



ASRUL JAYA

## **PRAKATA**

Alhamdulillah, puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT karena berkat rahmat dan hidayah-Nya, penulis dapat menyelesaikan tesis dengan judul “ PENGARUH FLEKSIBILITAS KEUANGAN, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN INFRASTRUKTUR, UTILITAS, DAN TRANSPORTASI YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA”. Tesis ini penulis buat sebagai salah satu syarat memperoleh gelar Magister Sains Manajemen pada Program Studi Magister Sains Manajemen, Sekolah Pascasarjana, Universitas Hasanuddin.

Dalam penyusunan tesis ini, peneliti menyadari akan keterbatasan kemampuan yang ada, namun dengan segala daya dan upaya serta berkat adanya bimbingan, bantuan dan dorongan dari berbagai pihak dengan izin Allah yang Maha Pengasih, peneliti dapat menghadapi berbagai tantangan dan hambatan sehingga tesis ini dapat diselesaikan. Dalam kesempatan ini, dengan segala kerendahan hati, penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada yang terhormat:

1. Bapak Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, SE.,M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Makassar.
2. Ibu Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE.,M.Si selaku Ketua Program Studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Makassar.
3. Bapak Prof. Dr. Djabir Hamzah, SE.,M.A sebagai ketua komisi penasihat atas waktu yang telah diluangkan untuk membimbing,

memberi motivasi, dan memberi bantuan literatur, serta diskusi-diskusi yang dilakukan dengan peneliti sehingga peneliti dapat menyelesaikan penulisan tesis ini

4. Bapak Prof. Dr. Maat Pono, S.E., M.Si sebagai anggota komisi penasihat dengan kesabaran dan perhatian telah memberikan kemudahan, saran, bimbingan dan motivasi sehingga peneliti dapat menyelesaikan penulisan tesis ini
5. Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si ; Dr. Erlina Pakki, S.E., M.A, dan Andi Aswan, SE., M.BA., Ph.D, sebagai penguji yang telah banyak memberikan nasihat, saran dan bimbingan kepada peneliti yang akan bermanfaat kepada peneliti kedepannya.
6. Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin yang telah memberikan begitu banyak ilmu dan pengalaman kepada peneliti yang akan sangat bermanfaat kepada penulis ke depannya.

Penghargaan dan rasa terima kasih setinggi-tingginya kepada keluarga peneliti, terutama untuk kedua orang tua peneliti kepada Bapak Drs.H.Inderajaya dan Ibu Hj.St.Arafah yang telah memberikan yang terbaik berupa dukungan moril dan doa untuk peneliti selama memperoleh pendidikan.

Penulis juga menyampaikan rasa terima kasih kepada rekan-rekan sejawat pada Program Studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin angkatan 2018 atas kerjasama, semangat, kepedulian kepada peneliti, semoga kita senantiasa diberi kemudahan dalam meraih cita-cita kedepan.

Tesis ini masih jauh dari kesempurnaan, walaupun telah menerima bantuan dari berbagai pihak . Apabila terdapat kesalahan-kesalahan dalam tesis ini sepenuhnya menjadi tanggungjawab peneliti dan bukan pemberi bantuan. Kritik dan saran yang membangun akan lebih menyempurnakan tesis ini.

Makassar, 26 Oktober 2021



ASRUL JAYA

## ABSTRAK

### **Pengaruh Fleksibilitas Keuangan, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Infrastruktur, Utilitas, Dan Transportasi Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia**

Asrul Jaya  
Djabir Hamzah  
Maat Pono

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening pada perusahaan infrastruktur, utilitas, dan transportasi. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan infrastruktur, utilitas dan transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2019. Sampel yang digunakan adalah teknik purposive sampling yang terdiri dari 30 perusahaan infrastruktur, utilitas dan transportasi. Data dianalisis menggunakan analisis jalur yang didukung oleh perangkat lunak SmartPLS 3.3.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal; kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal; ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal; fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan; kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; fleksibilitas keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal; kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal; ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Kata Kunci : Fleksibilitas keuangan, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan, Nilai Perusahaan

## **ABSTRACT**

### **The Influence Of Financial Flexibility, Managerial Ownership, Firm Size On Capital Structure And Firm Value On Infrastructure, Utility, And Transportation Companies Listed On Indonesia Stock Exchange**

Asrul Jaya  
Djabir Hamzah  
Maat Pono

This study aims to analyze the effect of financial flexibility, managerial ownership, and firm size on firm value with capital structure as an intervening variable for infrastructure, utility, and transportation companies. This research was a quantitative study. The data used were secondary data in the form of financial statements of infrastructure, utility and transportation companies listed in the Indonesia Stock Exchange during the period 2015-2019. The sample used was a purposive sampling technique consisting of 30 companies in infrastructure, utility and transportation. The data were analyzed using path analysis supported by SmartPLS 3.3 software.

The results show that financial flexibility has no significant negative effect on the capital structure; managerial ownership has a significant negative effect on the capital structure; firm size has a significant positive effect on the capital structure; financial flexibility has a significant negative effect on firm value; managerial ownership has no significant positive effect on firm value; firm size has no significant positive effect on firm value; capital structure has a significant positive effect on firm value; financial flexibility had no significant effect on firm value through capital structure; managerial ownership has a significant effect on firm value through capital structure; firm size has a significant effect on firm value through capital structure.

Keywords: Financial Flexibility, Managerial Ownership, Firm Size, Firm Value

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN SAMPUL</b> .....	<b>i</b>
<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	<b>ii</b>
<b>HALAMAN PERSETUJUAN</b> .....	<b>iii</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN</b> .....	<b>iv</b>
<b>HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN</b> .....	<b>v</b>
<b>PRAKATA</b> .....	<b>vi</b>
<b>ABSTRAK</b> .....	<b>ix</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>x</b>
<b>DAFTAR ISI</b> .....	<b>xi</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>xiv</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>xv</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	<b>xvi</b>
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	17
1.3 Tujuan Penelitian.....	18
1.4 Manfaat Penelitian.....	20
1.5 Ruang Lingkup.....	20
1.6 Definisi dan Istilah.....	21
1.7 Sistematika Penulisan.....	21
<b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA</b> .....	<b>23</b>
2.1 Teori Agensi.....	23
2.2 Teori Trade-Off.....	25
2.3 Teori Sinyal.....	27
2.4 Pecking Order Theory.....	28
2.5 Nilai Perusahaan.....	30
2.6 Struktur Modal.....	33
2.7 Fleksibilitas Keuangan.....	40
2.8 Kepemilikan Manajerial.....	43
2.9 Ukuran Perusahaan.....	46
2.10 Hubungan Antar Variabel.....	48

2.10.1 Hubungan antara Fleksibilitas Keuangan dan Struktur Modal ....	48
2.10.2 Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial dengan Struktur Modal.....	49
2.10.3 Hubungan Antara Ukuran Perusahaan dengan Struktur Modal..	50
2.10.4 Hubungan Antara Fleksibilitas Keuangan dengan Nilai Perusahaan.....	51
2.10.5 Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial dengan Nilai Perusahaan.....	52
2.10.6 Hubungan Antara Ukuran Perusahaan dengan Nilai Perusahaan.....	53
2.10.7 Hubungan Antara Struktur Modal dengan Nilai Perusahaan.....	54
2.11 Tinjauan Empiris .....	56
<b>BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS.....</b>	<b>64</b>
3.1 Kerangka Konseptual .....	64
3.2 Hipotesis .....	66
<b>BAB IV METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>68</b>
4.1 Rancangan Penelitian.....	68
4.2 Lokasi dan Waktu .....	68
4.3 Populasi Dan Sampel .....	68
4.4 Jenis dan Sumber data.....	73
4.5 Metode Pengumpulan Data.....	73
4.6 Variabel Penelitian Dan Definisi Operasional .....	74
4.7 Metode Analisis Data.....	76
4.7.1 Analisis Statistik Dekriptif .....	76
4.7.2 Analisis Jalur ( Path Analysis) .....	77
4.7.3 Pengembangan Diagram Alur .....	78
4.7.4 Mengkonversi diagram jalur kedalam bentuk persamaan struktural.....	79
4.7.5 Uji Statistik .....	82
4.7.6 Uji Sobel Test.....	83
4.7.7 Interpretasi Hasil.....	84
<b>BAB V HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>85</b>
5.1 Analisis Model Pengukuran .....	85
5.1.1 Uji Outer Loading.....	85
5.2 Pengujian Model Struktural .....	86
5.3 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	86

5.4 Uji Hipotesis .....	88
5.4.1 Uji Hubungan Langsung .....	88
5.4.2 Uji Hubungan Tidak Langsung .....	90
5.4.3 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis ( <i>Path Coefficient</i> ) .....	91
<b>BAB VI PEMBAHASAN .....</b>	<b>96</b>
6.1 Pengaruh Fleksibilitas Keuangan terhadap Struktur Modal .....	96
6.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal .....	97
6.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal .....	99
6.4 Pengaruh Fleksibilitas Keuangan terhadap Nilai Perusahaan .....	100
6.5 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan .....	101
6.6 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan .....	103
6.7 Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan .....	105
6.8 Pengaruh Fleksibilitas Keuangan terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal.....	107
6.9 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal.....	108
6.10 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal.....	109
<b>BAB VII PENUTUP .....</b>	<b>111</b>
7.1 Kesimpulan .....	111
7.2 Keterbatasan Penelitian .....	114
7.3 Saran.....	115
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>116</b>
<b>LAMPIRAN .....</b>	<b>121</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 1. Grafik Nilai Perusahaan (PBV) sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi tahun 2015-2019.....	15
Tabel 4.1. Kriteria Penarikan Sampel Penelitian.....	70
Tabel 4.2. Data Sampel Penelitian.....	70
Tabel 4.2. Definisi Operasional.....	70
Tabel 5.1 Uji Outer Loading.....	85
Tabel 5.2 Uji Validitas dan Reabilitas.....	86
Tabel 5.3 Nilai R-Square.....	88
Tabel 5.4 Uji Hubungan Langsung.....	89
Tabel 5.5 Uji Hubungan Tidak Langsung.....	91
Tabel 5.6 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis.....	92

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Laju Pertumbuhan PDB Tahunan indonesia .....	3
Gambar 3.1. Kerangka Konseptual.....	655
Gambar 4.1 Diagram Analisis Jalur.....	75

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Data Sampel.....	122
Lampiran 2. Data Fleksibilitas Keuangan, Kepemilikan Manajeriak, Ukuran Perusahaan, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan.....	125
Lampiran 3. Hasil Analisis.....	132

## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang

Memasuki era baru globalisasi yaitu era revolusi industri 4.0 yang ditandai dengan adanya perubahan berskala besar di bidang teknologi serta *life cycle* yang berbasis teknologi dan informasi. Secara fundamental, era revolusi industri 4.0 mengakibatkan bertransformasinya cara berpikir manusia, membuka interaksi yang luas serta mendisrupsi berbagai bidang kehidupan manusia (Prasetyo & Trisyanti, 2018). Di samping era revolusi industri 4.0, dunia pada dewasa ini memasuki era VUCA. VUCA sendiri adalah norma baru yang berlaku serta *trend* yang diperbincangkan dalam menghadapi persaingan dunia global. VUCA adalah akronim dari *Volatile* (bergejolak), *Uncertain* (tidak pasti), *Complex* (kompleks), dan *Ambiguitas* (tidak jelas) (Aribowo & Wirapraja, 2018). *Volatile* adalah suatu kondisi di mana tingginya ketidakpastian serta kondisi dimana rentan terhadap gelombang kejutan yang terjadi kapan saja. *Uncertain* adalah istilah yang digunakan untuk menggambarkan situasi yang dicirikan oleh kurangnya pengetahuan. Dalam kondisi yang dipenuhi ketidakpastian, perubahan datang dengan cepat dan pada besaran yang berbeda-beda. Ketidakpastian terjadi akibat kurangnya informasi yang memadai. Cara mengatasinya hanya dengan memperkuat perolehan informasi. *Complexity* adalah kondisi di mana segala hal menjadi rumit serta kompleks. *Ambiguity* adalah situasi mengambang yang mengakibatkan kebingungan dan kebimbangan untuk membaca arah yang jelas. VUCA pertama kali dikaji oleh US Army War College untuk menjelaskan kondisi pasca perang dingin antara Afghanistan dan Irak yang menyebabkan adanya perjanjian politik dan teritori dalam skala lokal dan internasional (Millar et al.,

2018). Era VUCA mendeskripsikan kondisi lingkungan bisnis yang mengarah kepada ketidakpastian, sehingga memunculkan kekhawatiran dari berbagai pimpinan perusahaan lintas sektor. Di era VUCA, dunia menjadi lebih kompleks dan tidak stabil dan kondisi ini menuntut perusahaan untuk melakukan perubahan manajemen yang bersifat komprehensif, perubahan inovasi bisnis serta adaptasi *core value* demi menjaga keberlangsungan perusahaannya. VUCA berkaitan dengan persepsi orang melihat kondisi di saat membuat perencanaan, mendorong perubahan, memecahkan masalah, membuat keputusan serta dapat memprediksi risiko yang timbul.

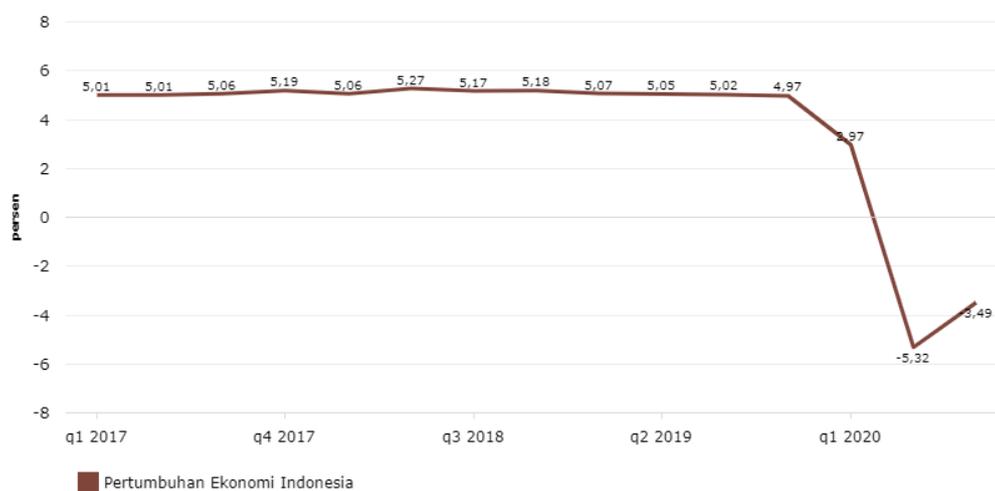
Betof, Lisa M.D. Owens, Sue Todd (2014) dalam Raghuramapatruni & Kosuri, (2017) mengamati bahwa batas pasar dan industri kita yang dulunya dapat diidentifikasi telah menjadi dapat ditembus. Sekarang mereka bergeser terus-menerus, terkadang perlahan, terkadang cepat, tetapi selalu terasa sedikit di luar jangkauan. Dalam lingkungan ini, para pemimpin menyadari bahwa masa depan yang berkelanjutan hanya mungkin jika organisasi dapat merasakan, beradaptasi, dan menanggapi perubahan. Di Indonesia, Pandemi Virus Corona telah ditetapkan pemerintah sebagai bencana nasional pada Hari Sabtu, 14 Maret 2020 dan Indonesia memasuki masa darurat bencana non alam.

Sejak pemerintah Indonesia menetapkan penyakit coronavirus 2019 (Covid-19) sebagai bencana nasional pada Hari Sabtu, 14 Maret 2020, setiap aspek masyarakat berubah drastis, tak terkecuali bagi perusahaan. Adanya Pandemi COVID-19 atau dikenal dengan *Corona Virus* yang melanda Indonesia kian menjadi tantangan bagi perusahaan untuk terus bisa bertahan serta beradaptasi di situasi *new normal* dalam masa pandemi. Covid-19 tidak hanya memberikan dampak pada bursa saham global tetapi juga berdampak

langsung terhadap perusahaan-perusahaan di Indonesia. Selama tahun berjalan hingga penutupan perdagangan 17 April 2020, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tercatat drop 26,43% ke level 4.635 dengan diikuti penurunan kapitalisasi pasar sebesar minus 26,11% menjadi 5.368 triliun. Rata-rata frekuensi harian juga turun 1,49% menjadi 462.000 kali. Bahkan nilai rata-rata transaksi harian turun 23,84% menjadi 6,34 triliun ([www.kumparan.com](http://www.kumparan.com), 2021).

Data Badan Pusat Statistik mencatat pada kuartal I 2020, tingkat pertumbuhan hanya tumbuh 2,97%. Angka ini melambat dari 4,97% pada kuartal IV 2019. Pada kuartal II tahun 2020 laju pertumbuhan ekonomi Indonesia minus 5,32%. Angka itu berbanding terbalik dengan kuartal I tahun 2019 sebesar 5,05% ([www.cnnindonesia.com](http://www.cnnindonesia.com), 6 november 2020).

**Gambar 1.1 Laju Pertumbuhan PDB Tahunan Indonesia**



Sumber : [databoks.katadata.co.id](http://databoks.katadata.co.id)

Data Badan Pusat Statistik (BPS) mencatat pertumbuhan ekonomi Indonesia pada kuartal III 2020 adalah sebesar minus 3,49% (year on year/yoy). Dengan kata lain, Indonesia masuk zona resesi yang ditunjukkan

dengan adanya kontraksi dua kuartal berturut-turut. Untuk kondisi ini, Menteri Keuangan Sri Mulyani dalam wawancara dengan CNBC Indonesia, (2020) menyatakan bahwa selama dua kuartal berturut-turut pertumbuhan PDB negatif, maka Indonesia sudah dapat dikatakan memasuki kondisi resesi. Pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2020 diperkirakan 0,3%, dengan skenario terburuk dapat mencapai -2,6%. Namun masih optimis akan *recovery* di kuartal ke-3 tahun 2020 sebesar 1,5% hingga 2,8%. Di saat yang sama, *International Monetary Fund* juga mengoreksi pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2020 menjadi 0,5% dari sebelumnya 5%, dan akan tumbuh 8,2% di tahun 2021 (Dalimunthe, 2020). *The National Bureau of Economic Research* (NBER) mengartikan resesi dengan penurunan yang signifikan dari kegiatan ekonomi secara terus-menerus. Kondisi resesi berlangsung lebih dari beberapa bulan yang biasanya tercermin dalam produk domestik bruto (PDB), indikator pendapatan riil, lapangan kerja, tingkat produksi industri, hingga penjualan di tingkat eceran atau konsumsi masyarakat.

Era VUCA menjadi tantangan bagi perusahaan untuk memobilisasi keuangannya secara hati-hati serta menuntut perusahaan untuk dinamis terhadap segala perubahan, apalagi di tengah pandemi covid-19 menuntut perusahaan untuk tetap *agile* sehingga dapat mendatangkan profit dan memaksimalkan nilai perusahaan. Dasar didirikannya perusahaan adalah dengan tujuan untuk memaksimalkan laba yang akan diterima, mensejahterahkan pemilik perusahaan dan mengoptimalkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga sahamnya (Martono, dan Harjito, 2005). Salah satu tujuan perusahaan adalah untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham melalui pemaksimalan nilai perusahaan (Agus, 2010).

Untuk perusahaan yang *go public*, memaksimalkan nilai perusahaan dapat diterjemahkan dengan memaksimalkan harga saham (Sudana, 2011) Semakin tinggi harga saham perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaannya serta nilai perusahaan merupakan harga saham yang telah beredar di pasar saham yang akan dibayarkan oleh investor untuk memiliki perusahaan (Kusumawati & Setiawan, 2019). Harga saham yang meningkat merupakan sinyal bahwa perusahaan tersebut dapat memberikan kemakmuran bagi pemilik saham. Meningkatkan nilai perusahaan merupakan indikator keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan karena ketika perusahaan menunjukkan nilai yang tinggi, itu menandakan bahwa kesejahteraan pemegang saham telah dimaksimalkan oleh perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan. Nilai perusahaan sebagai harga yang dapat dibayar oleh calon pembeli pada saat perusahaan menjual saham di pasar bursa (Husnan, 2014). Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat tingkat kepercayaan dan ketertarikan dari para investor untuk berinvestasi semakin tinggi pula.

Oleh karena itu, nilai perusahaan merupakan bagian penting dari investasi karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap suatu perusahaan. Oleh karena itu, suatu perusahaan memiliki tanggung jawab untuk dapat membuat perencanaan tentang bagaimana meningkatkan nilai perusahaan agar tetap dipercaya dan diminati oleh pemegang saham.

Pandemi COVID-19 juga menyebabkan arus modal di beberapa negara berkurang. Hal tersebut karena kepanikan yang melanda sehingga mampu

menurunkan tingkat kepercayaan pasar, terutama di negara-negara yang lambat dalam menghentikan penyebaran virus (Baldwin & Mauro, 2020).

Salah satu upaya yang dilakukan oleh perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan adalah dengan mengoptimalkan struktur modalnya dan meminimalkan risiko sehingga bisa direspon positif oleh investor. Struktur modal adalah perimbangan antara ekuitas dan hutang, keputusan struktur modal adalah pusat dari keputusan-keputusan dalam lingkup finansial dalam pemenuhan kebutuhan dana yang merupakan keputusan paling penting yang dibuat manajemen keuangan (Riyanto, 2001),

Struktur modal baru dapat dikatakan optimal jika adanya kombinasi antara hutang dan modal yang berfungsi untuk memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:150). Riyanto (2010:293) mengatakan bahwa berdasarkan pada prinsip hati-hati, aturan struktur finansial yang konservatif digunakan dalam mencari struktur modal yang optimal, yang artinya perusahaan tidak boleh mempunyai jumlah hutang yang lebih besar dari pada jumlah modal sendiri. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (*Internal Financing*), seperti laba ditahan atau cadangan dana yang dimiliki perusahaan. Di samping itu, dana juga bisa diperoleh dari luar perusahaan (*Eksternal Financing*). Apabila jumlah hutang sudah melebihi jumlah ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan, maka risiko perusahaan dari sisi likuiditas dan dari sisi return akan semakin tinggi.

Struktur modal yang baik merupakan struktur modal yang dapat memberikan keseimbangan antara penggunaan hutang marjinal dan biaya penggunaan hutang marjinal, namun dengan konsep biaya keagenan, maka struktur modal yang baik dapat diperoleh dengan cara menyeimbangkan

biaya marjinal hutang badan dengan biaya marjinal badan ekuitas (Jensen & Meckling, 1976).

Salah satu masalah dalam struktur modal di Era VUCA dan Pandemi COVID-19 adalah bagaimana tingkat kapabilitas perusahaan dalam mencukupi aliran dana yang digunakan untuk operasional serta keberlanjutan perusahaannya. Optimalnya struktur modal akan berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan, oleh karena itu perusahaan harus mampu memahami komponen-komponen utama struktur modal (Keown, 2010). Terhambatnya perkembangan perusahaan bisa disebabkan karena proporsi utang yang terlalu banyak yang akan membuat pemegang saham berpikir dua kali dalam berinvestasi, di dalam struktur modal mencerminkan risk dan return yang dimiliki oleh perusahaan (Liem et al., 2013). Perusahaan harus dapat memilih proporsi struktur modal yang pas, karena apabila struktur modal sebagian besar dari hutang, maka risiko perusahaan itu semakin tinggi, karena ia harus membayar pokok pinjaman dan bunga yang lebih besar. Namun, tidak mungkin juga perusahaan dapat berkembang jika hanya menggunakan modal yang didapat dari investor, karena untuk mendapatkan hutang akan lebih mudah dibandingkan mendapatkan modal dari saham.

Beberapa kajian empiris telah dilakukan mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan tetapi masih menunjukkan hasil yang bervariasi, antara lain kajian empiris yang berhubungan dengan struktur modal diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh (Harahap et al., 2020) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, penelitian yang dilakukan oleh (Fitri, 2020) menunjukkan bahwa secara simultan kepemilikan manajerial, ukuran

perusahaan dan struktur modal secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Prabowo & Sudiyatno (2016), Jemani & Erawat (2020), Lubis (2019), Cristy Israel, (2018) Yulia Afriani (2019) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya peningkatan *debt ratio* terbukti menjadi sinyal positif bagi investor yang berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan secara signifikan. Sedangkan kajian empiris oleh Utomo & Christy, (2017), membuktikan bahwa variabel struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Putri, (2020), Mispianiti & Wicaksono, (2020) dan Husna, (2020) menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Era disrupsi VUCA dan Pandemi COVID-19 yang kian berdampak ke perusahaan mengharuskan perusahaan mengambil risiko yang lebih besar, sehingga perusahaan harus meningkatkan persyaratannya untuk alokasi sumber daya keuangan. Salah satu agar tetap bisa bertahan dan *sustain* di era pandemi adalah dengan menjaga fleksibilitas keuangan perusahaan. Fleksibilitas keuangan mengacu pada kekuatan komprehensif internal suatu perusahaan untuk mengurangi risiko keuangannya dan secara efektif memanfaatkan sumber daya keuangannya dalam menghadapi perubahan lingkungan keuangan yang dinamis dan berbagai ketidakpastian (Gu & Yuan, 2020). Fleksibilitas keuangan menunjukkan kapabilitas perusahaan untuk beradaptasi terhadap biaya-biaya tidak terduga dan berbagai peluang untuk investasi. Fleksibilitas keuangan menciptakan pilihan masa depan perusahaan untuk menanggapi kebutuhan investasi dan pembiayaan yang tidak dapat diprediksi, yang merupakan nilai inti dari fleksibilitas keuangan.

Fleksibilitas keuangan adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif demi mengoptimalkan nilai perusahaan (Byoun, 2007).

Fleksibilitas keuangan mengacu pada kemampuan perusahaan untuk menjaga likuiditas dan menyediakan uang tunai terhadap fluktuasi tak terduga yang terjadi dalam lingkungan operasional. Dalam pengertian ini, kapasitas perusahaan untuk mengakses uang tunai dalam kondisi pasar yang tidak menguntungkan dan sulit menjadi sangat penting dalam menghadapi risiko kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki fleksibilitas keuangan lebih menyukai kebijakan pengelolaan hutang yang hati-hati sehubungan dengan kebijakan keuangan mereka (Esin, 2015). Penurunan likuiditas yang tiba-tiba dan tajam, terutama pada saat masa pandemi, menyebabkan perusahaan dengan likuiditas dan struktur keuangan yang kuat tidak terlalu terpengaruh oleh perkembangan ekonomi yang sedang resesi.

Perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih besar harus lebih mampu mendanai kekurangan pendapatan akibat guncangan COVID-19. Secara alami, guncangan COVID-19 mewakili hilangnya arus kas dengan durasi yang tidak ditentukan untuk perusahaan. Dalam menghadapi lingkungan yang tidak pasti, fleksibilitas keuangan memainkan peran penting dalam penyesuaian strategis perusahaan. Xiaodong Teng (2021) menyatakan bahwa fleksibilitas keuangan mengacu pada kekuatan komprehensif yang melekat pada perusahaan untuk mengurangi risiko keuangan dan memanfaatkan sumber daya keuangan secara efektif dalam menghadapi perubahan lingkungan keuangan yang dinamis, ini membantu

dalam mengkonfigurasi ulang sumber daya perusahaan untuk menyesuaikan dan meningkatkan sumber daya keuangan. Perusahaan yang fleksibel secara finansial memiliki akses yang lebih besar ke pasar modal dan mampu meningkatkan modal dengan biaya lebih rendah untuk mendanai peluang pertumbuhan baru, bahkan selama krisis pandemi. Penelitian Rüdiger Fahlenbrach (2020) menemukan bukti kuat bahwa perusahaan dengan fleksibilitas keuangan yang lebih besar tidak terlalu terpengaruh oleh guncangan COVID-19 selama periode kolaps.

Alipour et al., (2015) dalam risetnya mengenai faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan non-keuangan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Penelitian Margaretha & Ginting (2016) mengatakan bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal tersebut menjelaskan bahwa semakin fleksibel perusahaan mengelola keuangannya maka akan lebih sedikit membutuhkan sumber keuangan dari luar perusahaan. Lebih lanjut penelitian Lestari & Irianto (2017) berpendapat ada pengaruh negatif signifikan fleksibilitas keuangan terhadap struktur modal.

Penelitian Ma & Jin (2016) menyatakan bahwa kinerja perusahaan akan meningkat ketika perusahaan memiliki kemampuan fleksibilitas keuangan, karena kemampuan ini memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi perusahaan sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Fleksibilitas keuangan juga memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada penelitian Rahimi dan Mosavi (2016), hasil yang berbeda ini karena fleksibilitas keuangan memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap utang jangka panjang dan kewajiban lancar sehingga berpengaruh

buruk pada kinerja perusahaan. Lebih lanjut penelitian Yaseli (2017) menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (harga saham).

Peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai apabila terdapat kerjasama antara manajemen perusahaan dengan pihak lain termasuk pemegang saham dan stakeholders dalam pengambilan kebijakan keuangan dengan tujuan untuk memaksimalkan modal kerja yang dimilikinya. Jika tindakan antara pengelola dengan pihak lain berjalan sesuai, maka masalah antara kedua pihak tidak akan terjadi. Bahkan, keterpaduan kepentingan antara manajer dan pemegang saham seringkali menimbulkan masalah keagenan (Kusumawati & Setiawan, 2019). Nilai perusahaan harus mempertimbangkan semua kelompok pemangku kepentingan, tidak hanya pemegang saham (Bilyay-Erdogan, 2020).

Meningkatkan kepemilikan manajerial dapat membantu menghubungkan kepentingan pihak internal dan pemegang saham kemudian mengarah pada pengambilan keputusan yang lebih baik dan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian kegiatan perusahaan dapat dipantau melalui kepemilikan manajerial yang besar (Polwitoon & Tawatnuntachai, 2020). Dengan adanya keterlibatan saham, manajer melakukan tindakan dengan memperhatikan semua aspek risiko yang ada dan dapat memotivasi diri untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan sehingga nilai perusahaan meningkat.

Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni manajer bertindak juga sebagai pemegang saham. Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, seorang manajer tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan.

Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan, baik sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham akan kehilangan return bahkan dana yang diinvestasikannya.

Penelitian yang dilakukan oleh Kusumawati & Setiawan (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, manajer akan memberikan kontribusi melalui kepemilikan saham, manajer akan mengoptimalkan usahanya sehingga nilai saham tersebut naik sehingga ia mendapat keuntungan yang banyak dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Sulistyio et al. (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif kepemilikan manajemen terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa tidak terdapat pemisahan antara kepemilikan dan penguasaan pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Prinsipal beranggapan bahwa manajemen merupakan perluasan manfaat dari konsentrasi kepemilikan perusahaan, sehingga dalam setiap pengambilan keputusan untuk meningkatkan nilai perusahaan dianggap sebagai cerminan keputusan manfaat dari konsentrasi kepemilikan.

Penelitian lain tentang hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan adalah Pasaribu & Sulasmiyati (2016) dan Wajdi & Mayangsari (2019).

Ukuran perusahaan juga memainkan peran penting dalam mengoptimalkan nilai perusahaan. Andriza & Yusra (2019) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan indikator kekuatan keuangan perusahaan dalam mendukung kinerjanya. Perusahaan besar memiliki beberapa kelebihan antara lain fasilitas untuk mengakses pendanaan.

Pengaruh positif dari ukuran perusahaan pada akses ke sumber pendanaan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap kenaikan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga bursa (Zuhroh, 2019). Ukuran perusahaan dalam penelitian ini merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan. Dengan semakin besar ukuran perusahaan, maka ada kecenderungan lebih banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut.

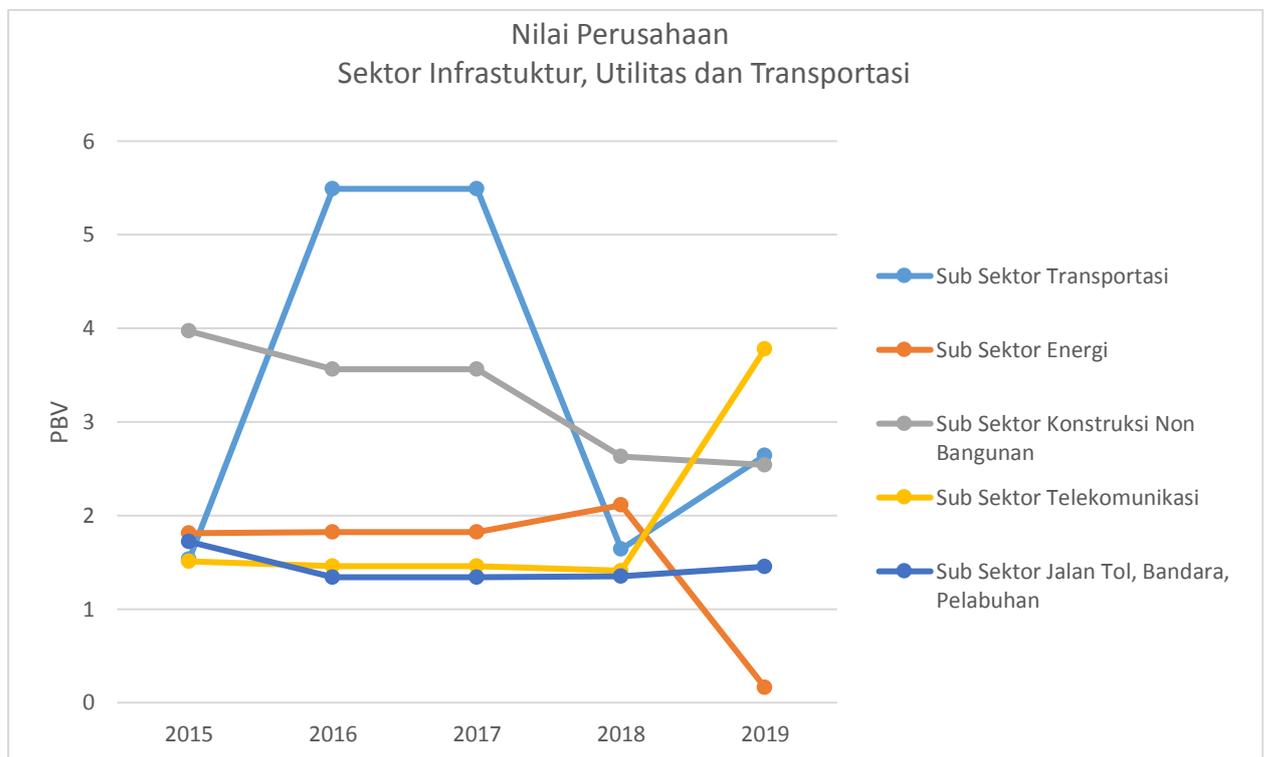
Ukuran perusahaan yang lebih tinggi dianggap lebih mudah untuk mendapatkan sumber pendanaan, baik untuk biaya operasional maupun untuk pengembangan perusahaan. Harapan perbaikan perusahaan akan diikuti oleh kepercayaan investor yang semakin kuat untuk meningkatkan kepemilikan saham yang bersangkutan. Beberapa hasil studi empiris tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan objek perusahaan di Indonesia belum konsisten. Sebagai acuan, hasil penelitian Angga Pratama & Wiksuana (2018) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Zuhroh (2019) menunjukkan sebaliknya bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Objek yang digunakan pada penelitian ini adalah sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2019. Sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi menjadi populasi dalam penelitian ini karena merupakan beberapa sektor usaha jasa di Indonesia yang perkembangannya cukup pesat serta menjadi penyumbang kapitalisasi pasar tertinggi di Bursa Efek Indonesia. Sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi ini terdiri dari 5 Subsektor yang terdiri dari : Subsektor Energi, Subsektor Transportasi, Subsektor Telekomunikasi, Subsektor

Konstruksi Non Bangunan serta Subsektor Jalan Tol, Bandara, dan Pelabuhan. Salah satu sektor yang sangat terdampak dari pandemic COVID-19 adalah sektor transportasi dan energi. Perusahaan yang terdampak dari pandemi covid-19 adalah Perusahaan Maskapai Garuda Indonesia. Saham PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (GIAA) mulai berdenyut pada perdagangan saham Rabu (9/6/2021). Ditunggal di posisi Rp240 per saham, harga saham emiten maskapai pelat merah tersebut menguat 6,19 persen ketimbang sehari sebelumnya. Secara tahun berjalan (year-to-date/ytd), saham GIAA memang masih dalam tren penurunan dalam. Tepatnya, sekitar 40,59 persen dari posisi awal Rp 404 per saham.(<https://marketbisnis.com>, 2021)

Menyadari bahwa pandemi corona dapat memberikan dampak yang signifikan terhadap bisnis di Indonesia, OJK mengeluarkan relaksasi bagi perbankan mengenai penilaian kualitas kredit dan restrukturisasi utang bermasalah (PO OJK NO 11/2020). Dengan adanya relaksasi ini diharapkan entitas bisnis dapat bertahan lebih lama menghadapi kelesuan bisnis akibat pandemi corona ini. Dampak dari pandemi adalah perusahaan tidak dapat melakukan kegiatan manajemen laba dan membuat representasi yang tidak tepat atas fenomena ekonomi perusahaan yang terkena dampak dari pandemi ini, pendapatan perusahaan yang akan menurun akibat daya beli masyarakat yang melemah dan kemungkinnya adanya inflasi.

**Tabel 1.1 Grafik Nilai Perusahaan (PBV) sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi tahun 2015-2019**



Sumber : [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (data diolah), 2021

Dari grafik di atas dapat diketahui bahwa pada tahun 2015-2019 nilai perusahaan pada sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi mengalami fluktuasi, pada tahun 2019 terjadi penurunan di beberapa sub sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi. Penurunan yang signifikan terjadi pada subsektor energi sebesar 0,92, kemudian sub sektor konstruksi non bangunan sebesar 0,03. Sedangkan kenaikan terjadi pada sub sektor telekomunikasi sebesar 1,68. PBV bernilai <1 mengindikasikan bahwa nilai perusahaan tersebut rendah. PBV yang rendah menunjukkan harga saham yang menurun. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan pada subsektor energi, subsektor konstruksi non bangunan.

Umumnya pertumbuhan perusahaan yang baik mempunyai rasio PBV lebih besar dari satu. Rasio PBV yang lebih besar dari satu artinya nilai pasar saham lebih besar dari pada nilai buku perusahaan atau dengan kata lain semakin tinggi rasio PBV, maka pasar akan semakin percaya pada prospek perusahaan tersebut. Kemudian pasar akan memberikan informasi mengenai laporan keuangan perusahaan bagi pengguna informasi, sehingga investor mendapatkan sinyal dari informasi pasar.

Peneliti tertarik meneliti variabel dependen fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, variabel dependen nilai perusahaan dan variabel intervening struktur modal dengan alasan melihat dampak era vuca dan pandemi covid-19 terhadap nilai perusahaan. Selain itu, masih minimnya penelitian yang membahas tentang fleksibilitas keuangan, serta yang meneliti menggunakan metode analisis jalur menggunakan model tersebut.

Berdasarkan uraian di atas, maka peneliti menduga bahwa fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, serta ukuran perusahaan akan berdampak terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi. Oleh karena itu, penelitian ini ditujukan untuk meneliti pengaruh fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, serta ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi periode tahun 2015-2019 yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya maka masalah penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah fleksibilitas keuangan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
3. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
4. Apakah fleksibilitas keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
5. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
6. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
7. Apakah struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
8. Apakah fleksibilitas keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan sektor

infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?

9. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?
10. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Adapun tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
3. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
4. Untuk menganalisis pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

5. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
6. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
7. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
8. Untuk menganalisis pengaruh fleksibilitas keuangan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
9. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
10. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Berdasarkan tujuan di atas, penulis berharap penelitian ini akan memberi manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan, antara lain:

1. Manfaat Teoritis

Secara teoritis diharapkan penelitian ini dapat memberikan pengetahuan terkait dengan fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, serta ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan terkhusus di sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi.

2. Manfaat Praktis

Diharapkan dengan adanya penelitian ini, industri - industri terkhusus di sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi dapat memperoleh manfaat, guna meningkatkan nilai perusahaannya di masa yang akan datang.

3. Peneliti Selanjutnya

Dengan adanya data-data yang disajikan dalam penelitian ini, diharapkan peneliti selanjutnya dapat menggunakan dan mengembangkan metode yang peneliti gunakan saat ini.

#### **1.5 Ruang Lingkup**

Ruang lingkup atau batasan penelitian dalam penelitian pengaruh fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening pada sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan menganalisis laporan keuangan perusahaan yang dapat di akses melalui laman resmi BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Laporan keuangan yang akan dianalisis adalah laporan keuangan pada rentang waktu 5 tahun terakhir yakni periode tahun 2015 hingga 2019.

## 1.6 Definisi dan Istilah

1. Fleksibilitas keuangan yang dimaksud adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif demi mengoptimalkan nilai perusahaan.
2. Kepemilikan manajerial yang dimaksud adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen yang diukur dari persentase jumlah saham manajemen. Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini diukur dengan menghitung saham yang dimiliki oleh direksi dan manajer yang dibagi dengan total saham yang beredar.
3. Ukuran perusahaan yang dimaksud cerminan total dari aset yang dimiliki suatu perusahaan.
4. Struktur modal yang dimaksud adalah pengimbang atau perbandingan antara utang jangka panjang ataupun jangka pendek dengan modal sendiri. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan menghitung *Debt to Equality Ratio* (DER).

## 1.7 Sistematika Penulisan

### BAB I PENDAHULUAN

Pada bab ini berisi latar belakang masalah mengenai pentingnya penelitian pengaruh fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening ini untuk diteliti. Lalu dilakukan perumusan masalah dengan selanjutnya dibahas mengenai tujuan penelitian, kegunaan

penelitian, ruang lingkup penelitian, definisi dan istilah serta sistematika penulisan.

## BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisikan tinjauan teori atau pustaka yang berupa pengertian dan definisi yang diambil dari kutipan buku yang berkaitan dengan penyusunan tesis serta beberapa *literature review* yang berhubungan dengan variabel-variabel penelitian.

## BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

Bab ini berisikan uraian tentang kerangka konseptual yaitu hubungan antara konsep yang ingin diteliti dan perancangan uji hipotesis.

## BAB IV METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang gambaran umum objek penelitian dimana penelitian ini dilakukan, populasi dan sampel penelitian, teknik pengumpulan data dan teknik analisis data yang digunakan.

## BAB V HASIL DAN PEMBAHASAN

Menjelaskan tentang hasil statistik dan deskripsi data penelitian, hasil analisis jalur, hasil hipotesis, dan interpretasi hasil penelitian yang dilakukan dan menjelaskan tentang pertanyaan penelitian yang ada di rumusan masalah, menafsirkan temuan-temuan, menginterpretasikan hasil dan temuan pada ilmu atau teori yang telah mapan, memodifikasi teori yang ada atau menyusun teori baru.

## BAB VI PENUTUP

Bab terakhir menjelaskan tentang kesimpulan dari hasil penelitian, implikasinya, keterbatasannya, serta saran atas penelitian yang dilakukan, juga untuk penelitian selanjutnya.

## BAB 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Teori Agensi

Teori agensi adalah hubungan antara *principal* dan *agent* di mana diasumsikan bahwa tiap-tiap individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent* (Anthony dan Govindarajan, 2005). Jensen & Meckling (1976) memberikan definisi teori agensi adalah hubungan keagenan sebagai suatu kontrak antara *principal* dan *agent* untuk menjalankan aktivitas perusahaan dan kemudian *principal* memberikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut, wewenang dan tanggung jawab agen maupun prinsipal diatur dalam sebuah hubungan kontrak kerja atau persetujuan bersama.

Menurut Jensen dan Meckling dalam Muyassaroh (2008), adanya masalah keagenan memunculkan biaya agensi yang terdiri dari:

1. *The monitoring expenditure by the principle*, yaitu biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi perilaku dari agen dalam mengelola perusahaan.
2. *The bounding expenditure by the agent (bounding cost)*, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak bertindak yang merugikan prinsipal.
3. *The Residual Loss*, yaitu penurunan tingkat utilitas prinsipal maupun agen karena adanya hubungan agensi.

Konflik antara manajer dan pemegang saham atau yang sering disebut dengan masalah keagenan dapat diminimumkan dengan suatu

mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut sehingga timbul biaya keagenan (*agency cost*). Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, diantaranya adanya kepemilikan saham oleh institusional dan kepemilikan saham oleh manajemen (Haruman, 2008).

Pengelolaan perusahaan harus diawasi untuk memastikan pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan terhadap ketentuan yang berlaku. Pengawasan dilakukan oleh dewan komisaris karena dapat mengurangi kerugian residual kepada pemegang saham perusahaan dan mampu mengendalikan masalah. Sistem manajemen risiko dan pengendalian internal yang efektif memungkinkan dewan komisaris melakukan monitoring dan mengelola risiko agar lebih baik, sehingga perusahaan diharapkan lebih terhindar dari kemungkinan risiko tindak agresivitas pajak yang merugikan perusahaan (Richardson et al, 2013). Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa komisaris independen dapat mengawasi kebijakan manajemen agar dapat mencegah kecurangan laporan keuangan dan dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer internal. Teori agensi dalam penelitian ini menjelaskan bahwa adanya konflik yang akan timbul antara pemilik perusahaan dan manajemen juga berdampak pada permasalahan perusahaan.

Manajemen yang cenderung ingin meningkatkan keuntungan perusahaan atau laba bersihnya akan menggunakan banyak cara, salah satunya agresivitas pajak dan hal ini terjadi karena pemisahan antara kepemilikan dan manajemen (Desai dan Dharmapala, 2004). Hal ini belum tentu akan disetujui oleh pemilik perusahaan karena pemilik cenderung tidak

menjaga reputasi perusahaan agar tidak mendapat akibat yang lebih fatal ketika melakukan agresivitas pajak. Oleh karena itu, perusahaan dengan kepemilikan keluarga cenderung lebih taat dalam perpajakan bagi perusahaannya (Chent et al, 2010).

Menurut Husna (2020) teori keagenan menunjukkan hubungan kontraktual antara pihak yang memberikan kepercayaan yaitu pemegang saham sebagai prinsipal dan pihak yang diberi kepercayaan yaitu manajemen sebagai agen. Manajemen adalah pihak yang diberi kepercayaan dan wewenang untuk mengelola aset yang dimiliki oleh prinsipal dan mengambil keputusan berdasarkan kepentingan pemegang saham.

## **2.2 Teori Trade-Off**

Teori trade-off merupakan pengembangan dari teori Modigliani dan Miller (1958) yang dilakukan oleh Myers (1977). Teori ini menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang (*tax shield benefit of leverage*) dengan cost of financial distress dan agency problem (Megginson, 1997). Teori *trade-off* berpendapat bahwa perusahaan melakukan trade-off pada suatu keuntungan, *costs of debt, equity financing* untuk mencapai struktur modal yang optimal bahkan dengan ketidaksempurnaan pasar seperti pajak, biaya kebangkrutan dan biaya agensi (Hasan et al., 2014).

Keuntungannya perusahaan dapat meminjam lebih sampai tingkat tertentu, karena setelah itu profitabilitas dan nilai perusahaan akan menurun karena interaksi biaya kebangkrutan dan biaya agensi. Teori trade-off menunjukkan bahwa struktur modal yang optimal memang ada.

Memaksimalkan nilai perusahaan akan menemukan struktur modal yang optimal oleh keuntungan perdagangan dan biaya dari pembiayaan utang

Menurut teori trade-off, jika perusahaan menambah utang (*debt ratio-nya*), maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan pajak, karena pajak yang dibayarkan lebih sedikit dengan adanya pembayaran bunga dari utang atau adanya interest tax shield, tetapi dengan meningkatnya utang maka perusahaan akan berhadapan dengan adanya resiko kebangkrutan yang akan menimbulkan bankruptcy cost yang lebih tinggi jika perusahaan menambah utang ke dalam struktur pendanaan jangka panjang.

Perusahaan dengan leverage akan memiliki nilai yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak memiliki hutang. Dengan adanya biaya financial distress, keuntungan pajak akan terhenti jika kemungkinan financial distress melebihi nilai perusahaan, jika dilihat dari limit tersebut maka perusahaan harus memaksimalkan tingkat hutangnya untuk memaksimalkan nilainya. manfaat pajak dari bunga Kesulitan keuangan dapat berarti biaya reorganisasi atau kebangkrutan, dan biaya keagenan yang terkait dengan penilaian kelayakan kredit perusahaan tersebut.

Peningkatan hutang dipandang sebagai peningkatan potensi kesulitan keuangan. Perlindungan pajak non-hutang seperti depresiasi, kredit pajak investasi dan rugi pajak yang dibawa ke depan dipertimbangkan oleh DeAngelo dan Masulis (1980: 22). Implikasi dari bunga atas hutang adalah harus ada leverage yang lebih tinggi, sehingga manfaat pajak yang lebih tinggi dapat kehadiran perisai pajak non-hutang mengurangi leverage dengan tidak memungkinkan perusahaan untuk menggunakan manfaat pajak seperti bunga pada lebih banyak hutang.

Teori trade-off mengacu pada penyeimbangan manfaat pajak dari hutang karena pengurangan pajak bunga, terhadap biaya peningkatan kemungkinan kesulitan keuangan. Struktur modal yang optimal di bawah skenario ini adalah struktur di mana terdapat hutang maksimum untuk mengambil keuntungan dari pengurangan pajak bunga, di sisi lain, rasio hutang yang lebih tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Teori tersebut tidak dapat menjelaskan fenomena yang diamati oleh Wald (1999: 179), dimana perusahaan yang menguntungkan memiliki rasio hutang yang rendah, padahal yang diharapkan sebaliknya.

### **2.3 Teori Sinyal**

*Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Teori sinyal menjelaskan seberapa perusahaan mengeluarkan sinyal berupa informasi yang dapat jelas dan lebih baik menjelaskan kondisi perusahaan dengan perusahaan lain (Husna, 2020). Sinyal yang dikeluarkan perusahaan dinilai mampu membantu investor dalam menilai suatu perusahaan. Salah satu informasi yang dikeluarkan perusahaan adalah berupa informasi keuangan yang menjelaskan kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan menghitung berbagai rasio keuangan.

*Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akandatang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi. Menurut Jogiyanto (2000: 392), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*).

#### **2.4 Pecking Order Theory**

Teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 sedangkan penamaan Pecking Order Theory dilakukan Oleh Myers 1984.. Dalam Pecking Order Theory manajer konsisten dengan tujuan utama perusahaan yaitu memakmurkan kekayaan pemegang saham. Menurut Hanafi (2014:314) pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai internal financing yaitu pendanaan yang berasal dari hasil operasi perusahaan

yang berwujud laba ditahan. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan mengeluarkan surat berharga atau sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian mengeluarkan surat berharga campuran seperti obligasi, selanjutnya perusahaan akan mengeluarkan saham sebagai alternatif terakhir.

Menurut Brealey et.al. (2017:26) pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan lebih suka menerbitkan hutang dibandingkan ekuitas jika dana internal tidak cukup. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya memiliki hutang atau meminjam dalam jumlah yang sedikit yang karena mereka memerlukan pendanaan eksternal yang sedikit yang berarti kebutuhan dana internal mereka tercukupi. Kemudian mengenai pecking order theory, Brigham dan Ehrhardt (2011:616) juga mengatakan hal yang senada dimana penggunaan hutang jangka panjang hanya dilakukan ketika pendanaan dengan laba ditahan dan hutang jangka pendek sudah tidak mencukupi, karena dalam pecking order theory perusahaan disarankan memilih pendanaan yang paling aman terlebih dahulu yaitu laba ditahan dan utang jangka pendek, dan bila pendanaan dari laba ditahan dan utang jangka pendek sudah tidak mencukupi maka penggunaan hutang jangka panjang, dan saham baru sebagai pilihan terakhir. Pecking order teori menjelaskan mengapa perusahaan yang paling menguntungkan biasanya meminjam lebih sedikit, ini bukan karena mereka memiliki rasio hutang sasaran rendah tetapi karena mereka tidak memerlukan hutang dari luar. Hanya sedikit perusahaan menguntungkan yang menerbitkan hutang karena mereka tidak memiliki dana internal yang cukup untuk program investasi modal mereka dan karena hutang berada

pada urutan pertama dalam pilihan (pecking order) untuk pendanaan eksternal (Brealey et.al., 2017:26).

## 2.5 Nilai Perusahaan

Husnan (2014:7) mengartikan nilai perusahaan sebagai harga yang mampu dibayarkan oleh calon pembeli ketika perusahaan tersebut dijual. Ketika suatu perusahaan telah terbuka atau telah menawarkan saham ke public maka nilai perusahaan diartikan sebagai persepsi seorang investor terhadap perusahaan itu sendiri. Investor dapat mempergunakan nilai perusahaan sebagai dasar untuk melihat kinerja perusahaan pada periode mendatang, dimana nilai perusahaan sering kali dikaitkan dengan harga saham. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Sedana (2015) yang menyatakan bahwa harga saham yang tinggi akan berbanding lurus dengan nilai perusahaan yang tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat rasa percaya seorang investor terhadap perusahaan akan meningkat.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang tercermin pada harga saham perusahaan. Harga saham yang digunakan umumnya mengacu pada harga penutupan (*closing price*), dan merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar (Fakhrudin dan Hadianto, 2001). Harga saham yang semakin tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan akan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang. Semakin tinggi harga saham, maka akan semakin tinggi pula kemakmuran pemegang saham. Memaksimalkan kemakmuran pemegang saham juga berarti manajemen harus

memaksimalkan nilai sekarang dari return yang diharapkan di masa yang akan datang.

Menurut Jensen (2001) untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang diperhatikan, tetapi sumber keuangan seperti hutang maupun saham preferennya. Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan, nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi (Bringham Gapensi, 1996). Pendirian sebuah perusahaan memiliki tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan.

Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pelaku pasar percaya pada kinerja perusahaan dan kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan sehingga akan menyebabkan perusahaan memiliki nilai jual yang tinggi. Disamping itu, perusahaan harus memiliki prospek yang bagus untuk ke depannya sehingga akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif dari investasi kepada manajer tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator

nilai perusahaan. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi.

Dalam buku Harmono (2017:114) indikator yang mempengaruhi nilai perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan :

1. PBV (*Price Book Value*)

*Price Book Value* merupakan variabel yang menjadi alasan investor dalam memilih saham yang akan ia beli. Nilai perusahaan memberikan keuntungan bagi pemegang saham secara optimal apabila harga saham perusahaan juga meningkat. Makin tinggi harga saham suatu perusahaan, maka makin tinggi pula kekayaan pemegang saham.

2. PER (*Price Earning Ratio*)

PER adalah proporsi antara harga saham perusahaan dengan earning per share (EPS) dalam saham. PER adalah efek dari perubahan kemampuan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Semakin besar PER, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

3. EPS (*Earning Per Share*)

Earning Per Share atau pendapatan per lembar saham adalah bentuk pemberian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham dari setiap lembar saham yang dimiliki (Fahmi, 2014:335).

4. Tobin's Q

Analisis Tobin's Q juga dikenal dengan rasio Tobin's Q. rasio ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan

estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi dimasa depan.

Dalam penelitian (Oktaviani et al., 2019) menyatakan semakin tingginya PBV suatu perusahaan menunjukkan semakin tinggi pula penilaian investor terhadap perusahaan yang bersangkutan. Apabila suatu perusahaan dinilai lebih tinggi oleh investor, maka harga saham akan semakin meningkat di pasar, yang pada akhirnya akan meningkatkan return saham. Adapun rumus yang digunakan untuk menghitung PBV sebagai berikut

$$Price\ to\ Book\ Value = \frac{harga\ pasar\ saham}{Book\ Value\ per\ share}$$

## 2.6 Struktur Modal

### 1. Pengertian Struktur Modal

Menurut Sartono (2010: 225) struktur modal merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur modal adalah proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni berasal dari dalam dan luar perusahaan. Sumber internal adalah modal atau dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, yang berarti suatu pembelanjaan dengan kekuatan sendiri. Sumber pendanaan internal berasal dari laba yang ditahan dan depresiasi. Sedangkan pendanaan eksternal yaitu sumber dana yang berasal dari modal sendiri (Hanafi, 2014:297). Bambang Riyanto (2012: 22) menyatakan bahwa “struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang di cerminkan melalui

perimbangan antara modal sendiri dengan hutang jangka panjang". Horne dan John (2010: 232), menyatakan bahwa "proporsi dari pendanaan atau permodalan permanen jangka panjang perusahaan yang diwakili utang, saham preferen dan ekuitas saham biasa

Struktur modal merupakan salah satu keputusan keuangan yang kompleks karena berhubungan dengan variabel keputusan keuangan lainnya. Keputusan pendanaan oleh manajemen akan berpengaruh pada penilaian perusahaan yang terefleksi di harga saham yang merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan (Harmono, 2014). Maka dari itu, seorang manajer keuangan harus berhati-hati dalam mengambil keputusan pendanaan terkait struktur modal karena keputusan ini dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang akhirnya akan mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan.

Modal dalam perusahaan berkembang dapat berasal dari hutang atau ekuitas, keuntungan dari hutang adalah bunga yang dibayarkan dipotong pajak sehingga akan mengurangi biaya efektif hutang, maka pemegang hutang akan mendapatkan pengembalian tetap. Begitu bahwa investor tidak perlu mengambil bagian dalam keuntungan ketika perusahaan dalam keadaan sehat. Tapi di sisi lain, hutang memiliki kelemahan antara lain semakin tinggi rasio hutang maka semakin tinggi resiko perusahaan, kelemahan lain jika perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan dan keuntungan tidak cukup untuk membayar bunga, investor harus menanggungnya beban tersebut dan jika perusahaan tidak mampu menanggung beban tersebut maka akan mengakibatkan pailit. Hutang yang terlalu besar bisa menghambat perkembangan perusahaan sehingga

investor akan mempertimbangkan kembali keinginannya untuk berinvestasi.

## 2. Faktor yang mempengaruhi struktur modal

Menurut Brigham (2011) yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, faktor-faktor yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal terdiri dari:

### 1. Stabilitas Penjualan

Perusahaan yang tingkat penjualannya relatif stabil dan tidak stagnan dapat mengambil utang dalam porsi yang lebih besar serta memanasifestasikan beban tetap yang lebih tinggi, sebaliknya perusahaan yang penjualannya tidak stabil tidak aman untuk mengambil hutang.

### 2. Struktur Aset

Aset perusahaan yang memadai digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang. Aset umum yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan dapat menjadi jaminan yang baik, sementara tidak untuk aset dengan tujuan khusus.

### 3. Leverage Operasi

Rendahnya leverage operasi perusahaan akan mampu menerapkan leverage keuangan karena perusahaan tersebut akan memiliki tingkat risiko bisnis yang lebih rendah.

### 4. Tingkat Pertumbuhan

Jika hal yang lain dianggap sama, maka perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal. Selain itu, biaya emisi yang berkaitan

dengan penjualan saham biasa akan melebihi biaya emisi yang terjadi ketika perusahaan menjual utang, mendorong perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat untuk lebih mengandalkan diri pada utang. Namun, pada waktu yang bersamaan perusahaan tersebut seringkali menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi, cenderung akan menurunkan keinginan mereka untuk menggunakan utang.

#### 5. Profitabilitas

Sering kali diamati bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi ternyata menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit. Salah satu penjelasan praktisnya adalah perusahaan yang sangat menguntungkan seperti Intel, Microsoft, dan Coca-Cola tidak membutuhkan pendanaan utang terlalu banyak. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal.

#### 6. Pajak

Bunga merupakan suatu beban pengurang pajak, dan pengurangan ini lebih bernilai bagi perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Jadi, makin tinggi tarif pajak suatu perusahaan, maka makin besar keunggulan dari utang.

#### 7. Kendali

Pengaruh utang dibandingkan saham pada posisi kendali suatu perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal. Jika manajemen saat ini memiliki kendali hak suara (lebih dari 50 persen

saham) tetapi tidak berada dalam posisi untuk membeli saham tambahan lagi, maka manajemen mungkin akan memilih utang sebagai pendanaan baru. Pertimbangan kendali dapat mengarah pada penggunaan baik itu utang maupun ekuitas karena jenis modal yang memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen akan bervariasi dari satu situasi ke situasi yang lain.

#### 8. Sikap Manajemen

Manajemen dapat melaksanakan pertimbangannya sendiri tentang struktur modal yang tepat. Beberapa manajemen cenderung lebih konservatif dibandingkan yang lain, dan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata perusahaan di dalam industrinya, sementara manajemen yang agresif menggunakan lebih banyak utang dalam usaha mereka untuk mendapatkan laba yang lebih tinggi.

#### 9. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat

Tanpa mempertimbangkan analisis manajemen sendiri atas faktor leverage yang tepat bagi perusahaan, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat sering kali akan mempengaruhi keputusan struktur keuangan. Perusahaan sering kali membahas struktur modalnya dengan pihak pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat serta sangat memperhatikan saran mereka.

#### 10. Kondisi Pasar

Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan dalam jangka panjang maupun jangka pendek yang dapat memberikan arah penting pada struktur modal optimal suatu

perusahaan. Perusahaan berperingkat rendah yang membutuhkan modal terpaksa pergi ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek, tanpa melihat sasaran struktur modalnya. Namun, ketika kondisi melonggar perusahaan-perusahaan ini menjual obligasi jangka panjang untuk mengembalikan struktur modalnya kembali pada sasaran.

#### 11. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal suatu perusahaan sendiri juga dapat berpengaruh pada sasaran struktur modalnya. Perusahaan dapat menjual penerbitan saham biasa, menggunakan hasilnya untuk melunasi utang, dan kembali pada sasaran struktur modalnya.

#### 12. Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas keuangan adalah kapabilitas untuk menghimpun modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk. Potensi kebutuhan akan dana di masa depan dan konsekuensi kekurangan dana akan mempengaruhi sasaran struktur modal, makin besar kemungkinan kebutuhan modal dan makin buruk konsekuensi jika tidak mampu untuk mendapatkannya, maka makin sedikit jumlah utang yang sebaiknya ada di dalam neraca perusahaan.

### 3. Pengukuran Struktur Modal

Rasio dalam pengukuran struktur modal digunakan untuk mengukur seberapa banyak dana yang di-supply oleh pemilik perusahaan dalam proporsinya dengan dana yang diperoleh dari kreditur perusahaan. Dalam prakteknya, rasio ini dihitung dengan dua cara. Pertama, dengan memperhatikan data yang ada di neraca. Kedua, mengukur risiko hutang

dari laporan rugi laba, yaitu seberapa banyak beban tetap hutang bisa ditutup oleh laba operasi. Kelompok rasio ini bersifat saling melengkapi dan umumnya para analis menggunakan keduanya. Analisa ini terdiri dari debt to equity ratio, times interest earned, dan debt service coverage.

a. Debt to Equity Ratio

Merupakan rasio yang menggambarkan hutang dengan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajibannya (Kasmir, 2013). *Debt to Equity Ratio* merupakan salah satu rasio leverage yang bertujuan untuk mengukur kemampuan dari modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk keseluruhan hutang perusahaan. adapun rumusnya adalah :

$$\text{Debt To Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang (Debt)}}{\text{Modal Sendiri (Ekuitas)}}$$

b. Times Interest Earned

*Rasio Times Interest Earned* ditentukan dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga. Rasio ini mengukur sejauh mana pendapatan perusahaan dapat boleh turun tanpa mempengaruhi kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban bunga atau beban bunga yang harus ditutup pada akhir tahun. Rasio ini dapat membantu pemeriksa untuk mengetahui kewajaran pembayaran bunga dan beban bunga, baik bunga afiliasi maupun buka afiliasi. Rumus rasio ini adalah:

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{Laba Operasi (Penyusutan)}}{\text{Bunga}}$$

c. Debt to Assets Ratio

*Debt to Assets Ratio* adalah salah satu rasio leverage yang menunjukkan seberapa besar pembiayaan perusahaan dibiayai oleh utang. *Debt Assets Ratio* mengukur proporsi dana yang bersumber dari utang untuk membiayai aktiva perusahaan. *Debt to assets Ratio* (DAR) dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Debt to Assets Ratio} = \frac{\text{Debt (Hutang)}}{\text{Asset (Aktiva)}}$$

## 2.7 Fleksibilitas Keuangan

Kebutuhan akan fleksibilitas keuangan muncul untuk memitigasi kendala keuangan di masa depan yang dapat diantisipasi namun tidak terduga. Fleksibilitas keuangan dapat didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk mengalokasikan kembali arus kas antara obligasi dan pemegang saham dari waktu ke waktu untuk menyesuaikan dengan risiko operasional dan menciptakan nilai jangka panjang dengan lebih baik (Pendar et al., 2019)

Menurut Bancel & Mittoo (2011), fleksibilitas keuangan adalah bagian dari strategi bisnis perusahaan dan penting untuk keputusan struktur modal. Perusahaan pada umumnya akan berusaha mencari keputusan-keputusan untuk menghindari risiko, dalam pendanaan perusahaan menilai dan mengambil kebijakan untuk memperkecil kemungkinan biaya modal yang harus dikeluarkan dalam arti untuk pengembalian kepada investor.

Fleksibilitas keuangan adalah kapabilitas perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan baik dari internal maupun eksternal perusahaan ketika dalam masa sulit. Perusahaan dengan tingkat fleksibilitas keuangan yang tinggi dapat melalui periode buruk serta mampu menangkap peluang investasi, akan tetapi apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang banyak akan menjadikan perusahaan tidak fleksibel dari segi keuangan (Alipour et al., 2015)

Fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*) adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Byoun, 2007). Fleksibilitas keuangannya mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri. Fleksibilitas keuangan merupakan penentu utama struktur modal yang optimal, bertindak sebagai pengganti sekaligus sebagai pelengkap untuk leverage (Alipour, et al., 2015).

Graham Harvey (2001) melihat fleksibilitas keuangan sebagai menjaga kapasitas hutang untuk melakukan ekspansi dan akuisisi di masa depan atau meminimalkan kewajiban bunga, sehingga mereka tidak perlu mengecilkan bisnis mereka jika terjadi penurunan ekonomi. Gamba dan Triantis (2005), dalam upaya mereka untuk memodelkan nilai fleksibilitas keuangan, definisi, fleksibilitas keuangan sebagai "kemampuan perusahaan untuk mengakses dan merestrukturisasi pendanaannya dengan biaya transaksi yang rendah. Mereka menguraikan lebih lanjut dengan menambahkan bahwa perusahaan yang fleksibel secara finansial dapat menghindari tekanan keuangan saat menghadapi guncangan negatif, dan mendanai investasi dengan biaya rendah ketika peluang profit muncul.

Dewan Standar Akuntansi (FASB) mendefinisikan fleksibilitas keuangan sebagai "kemampuan entitas untuk mengambil tindakan efektif untuk mengubah jumlah dan waktu arus kas sehingga dapat merespons kebutuhan dan peluang yang tidak terduga." Sebagian besar perlakuan terhadap fleksibilitas keuangan dalam literatur keuangan kurang lebih berkenaan dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi tak terduga kebutuhan masa depan melalui kepemilikan kas yang besar, kapabilitas pinjaman besar yang tidak terpakai, atau aset likuid yang besar. Gamba & Triantis (2008) mendefinisikannya sebagai kemampuan dan kecepatan sebuah perusahaan untuk dapat mengakses dan menrestrukturisasi struktur keuangannya dengan biaya yang rendah. Gamba & Triantis (2008) berpendapat bahwa fleksibilitas keuangan bergantung pada pajak, peluang untuk berkembang, profitabilitas, dan tingkat pengembalian modal.

Bancel & Mittoo (2011) secara sederhana mendefinisikan fleksibilitas keuangan sebagai kemampuan perusahaan untuk merespon secara efektif terhadap suatu fenomena yang tidak terduga yang mana memberikan dampak kepada arus kas perusahaan atau adanya kesempatan untuk melakukan investasi, sehingga Bancel & Mittoo (2011) berpendapat bahwa fleksibilitas keuangan merupakan suatu kajian yang penting dilakukan oleh setiap perusahaan, hal itu dibuktikan pada kajian mereka pada krisis global yang terjadi pada tahun 2008, dimana banyak perusahaan mengalami kebangkrutan pada masa krisis tersebut, karena tidak memperhitungkan fleksibilitas keuangan. Berdasarkan pengamatan Bancel dan Mittoo beberapa faktor yang memiliki pengaruh ialah rasio leverage, rasio likuiditas, dan kemampuan perusahaan untuk berhutang.

Clark (2010) memproksikan fleksibilitas keuangan dengan *marginal value of cash*. Dimana, *marginal value of cash* merupakan *proxy* valid untuk mengukur fleksibilitas keuangan karena *marginal value of cash* merupakan fungsi dari faktor yang sama yang dikemukakan oleh Gamba dan Triantis (2008) untuk menentukan nilai fleksibilitas keuangan.

## **2.8 Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial adalah pihak manajemen yang berperan aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (manajer, direktur atau komisaris) dan juga diberi kesempatan untuk memiliki saham kepemilikan perusahaan (pemegang saham). Kepemilikan manajerial sering dikaitkan dengan upaya peningkatan nilai perusahaan karena manajer selain sebagai manajemen maupun pemilik perusahaan akan merasakan langsung konsekuensi dari keputusan yang diambilnya sehingga manajerial tidak akan melakukan tindakan yang hanya menguntungkan manajer (Lumapow, 2018)

Jensen & Meckling (1976) mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara manajer dengan nilai perusahaan. Fama (1980) menyatakan bahwa masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan sendiri maupun berasal dari luar perusahaan (Arifin, 2007). Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah suatu kondisi di mana manajer mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini dipresentasikan oleh besarnya persentase kepemilikan oleh manajer. Karena cukup tersedianya informasi mengenai hal ini, catatan atas laporan keuangan harus menyertakan informasi ini (Sugiarto, 2011).

Berdasarkan teori keagenan, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham ini mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

Jika suatu perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer jauh lebih peduli tentang kepentingan pemegang saham dan opsi saham akan memiliki insentif untuk kontribusi perusahaan. Dengan demikian, struktur modal dengan kepemilikan manajerial yang tinggi mampu menurunkan biaya keagenan. Untuk meminimalkan konflik keagenan adalah dengan memperbesar kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan adanya dua potensi konflik dalam teori keagenan yaitu:

1. Konflik antara Pemegang saham dengan Kreditor

Konflik muncul jika manajemen mengambil proyek-proyek yang risikonya lebih besar daripada yang diperkirakan oleh kreditor. Selain itu konflik dapat juga muncul jika perusahaan meningkatkan jumlah hutang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan kreditor. Kreditor dirugikan jika perusahaan mengambil proyek yang terlalu berisiko karena hal ini akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Di lain pihak, jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang bagus, kompensasi yang diterima kreditor (berupa bunga) tidak ikut naik.

## 2. Konflik antara Pemegang Saham dengan Pihak Manajemen

Teori keagenan memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut muncul sebagai akibat perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak. Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan (*agency conflict*) tersebut dikenal sebagai biaya keagenan seperti pengeluaran. Biaya keagenan mendorong manajer agar memaksimalkan harga saham jangka panjang dari pada bertindak sesuai kepentingan mereka sendiri. Menurut Atmaja (2008) terdapat beberapa alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan, antara lain:

- a. Mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dengan mengikutsertakan manajer untuk memiliki saham perusahaan tersebut (*insider ownership*).
- b. Meningkatkan dividend payout ratio
- c. Meningkatkan pendanaan dari hutang
- d. Meningkatkan kepemilikan institusional

Pengawasan secara total terhadap kegiatan para manajer akan memecahkan masalah keagenan, tetapi dibutuhkan biaya yang mahal dan kurang efisien. Solusi yang lebih baik adalah memberi suatu paket kompensasi berupa gaji tetap ditambah bonus kepemilikan perusahaan (saham perusahaan) jika kinerja mereka bagus.

## 2.9 Ukuran Perusahaan

Menurut Pramana & Mustanda (2016), ukuran perusahaan adalah salah satu variabel yang dipertimbangkan dalam menentukan nilai perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan cerminan total dari aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Menurut Angga Pratama & Wiksuana (2018), ukuran perusahaan adalah cerminan total dari aset yang dimiliki suatu perusahaan. Perusahaan dikategorikan menjadi 3 jenis, yaitu: perusahaan berskala kecil, perusahaan skala sedang dan perusahaan berskala besar. Ukuran dari sebuah perusahaan dapat didasarkan pada total nilai dari total aset, penjualan, kapitalisasi pasar, jumlah tenaga kerja dan sebagainya.

Semakin besar aset perusahaan akan menjadi modal yang lebih besar juga untuk diinvestasikan, semakin besar total penjualan perusahaan maka semakin besar omzet dan juga semakin besar kapitalisasi pasar, kemudian perusahaan akan lebih dikenal masyarakat. Menurut *pecking order theory* perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar akan lebih menggunakan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan hutang.

Ukuran Perusahaan sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan di suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dengan total asset yang di miliki oleh perusahaan. Dalam ukuran perusahaan terdapat tiga variabel yang dapat menentukan ukuran perusahaan yaitu total asset, penjualan, dan kapitalisasi pasar. Karena variabel itu dapat menentukan besarnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dilihat dari total assets yang dimiliki oleh perusahaan, yang dapat dipergunakan untuk kegiatan operasi perusahaan.

Perusahaan besar memiliki risiko yang lebih rendah dari pada perusahaan kecil. Hal ini dikarenakan perusahaan besar memiliki kontrol yang lebih baik terhadap kondisi pasar, sehingga mereka mampu menghadapi persaingan ekonomi. Selain itu perusahaan-perusahaan besar mempunyai lebih banyak sumberdaya untuk meningkatkan nilai perusahaan karena memiliki akses yang lebih baik terhadap sumber-sumber informasi eksternal dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan dalam memperoleh dana dari pasar modal dan menentukan daya tawar (*bargaining power*) dalam kontrak keuangan. Perilaku pecking order perusahaan besar terhadap hutang sangat kecil, mereka memanfaatkan saldo laba untuk membiayai aktivitas perusahaan. Perusahaan kecil biasanya dapat memilih pendanaan dari berbagai bentuk hutang, termasuk penawaran khusus yang lebih menguntungkan. Perusahaan besar akan lebih mudah mengakses pendanaan melalui pasar modal. Kemudahan ini merupakan informasi yang baik untuk pengambilan keputusan investasi dan juga dapat mencerminkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Eka Handriani & Robiyanto, (2018) menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut.

Adapun perhitungan ukuran perusahaan yang digunakan Falirat dan Maramis (2018) yaitu diukur dengan menggunakan dua rumus yaitu Ln Total Aset dan Ln Total Sales. Dalam penelitian ini variabel ukuran perusahaan menggunakan indikator total aset. Ukuran Perusahaan dengan menggunakan Total Aset: Semakin tinggi total aset menunjukkan harta yang dimiliki perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut tergolong

perusahaan besar. Semakin rendah total aset mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut tergolong perusahaan kecil:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log Natural Total Aset}$$

## 2.10 Hubungan Antar Variabel

### 2.10.1 Hubungan antara Fleksibilitas Keuangan dan Struktur Modal

Salah satu faktor utama yang mempengaruhi struktur modal adalah fleksibilitas keuangan. Fleksibilitas keuangan mampu mempengaruhi keputusan struktur modal yang akan diambil oleh manajer perusahaan dan pada setiap tahapan besarnya perusahaan keputusan struktur modal akan berbeda-beda. Semakin tinggi leverage perusahaan, semakin kecil fleksibilitas yang dimiliki perusahaan, yang berarti perusahaan akan menggunakan tambahan hutang yang lebih sedikit.

Fleksibilitas keuangan merupakan kapabilitas dan kecepatan perusahaan untuk menelaah perubahan dengan cepat dan tepat yang tidak diinginkan terjadi secara mendadak. Fleksibilitas keuangan menggambarkan kapasitas perusahaan untuk mendapatkan modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang tak terduga (Lestari & Irianto, 2017). Perusahaan yang mempunyai fleksibilitas yang tinggi, maka akan mampu mengurangi penggunaan hutang dan memanfaatkan peluang investasi.

Beberapa penelitian terdahulu seperti Alipour et al (2015), Beattie et al, (2006), Lestari & Irianto, (2017) konsisten menyatakan

bahwa fleksibilitas keuangan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

### **2.10.2 Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial dengan Struktur Modal**

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak-pihak yang berperan aktif dalam pengambilan keputusan di perusahaan. Kepemilikan manajerial dapat diukur dari proporsi saham yang dimiliki oleh pihak manajerial pada akhir tahun dan dinyatakan dalam persentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen yang akan diupayakan manajemen untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang sebenarnya adalah dirinya sendiri. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial akan memaksa manajer untuk menanggung risiko akibat pengambilan keputusannya. Dalam keadaan tersebut, manajer sebagai pemegang saham akan menyelaraskan kepentingan pribadinya dengan kepentingan pemegang saham. Hal ini akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan tentang penggunaan hutang dan penggunaan hutang yang lebih optimal.

Penelitian Iswarini & Ardiansari (2018) kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang diproksikan dengan DER pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Peningkatan kepemilikan pengelola saham akan berdampak pada peningkatan penggunaan hutang. Peningkatan kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk memanfaatkan dana perusahaan untuk kepentingan manajer, sehingga perlu dilakukan pengawasan

yang efektif dengan meningkatkan hutang untuk mengurangi masalah keagenan.

Kajian empiris yang dilakukan oleh Iswarini & Ardiansari (2018) kepemilikan manajerial berpengaruh dengan arah positif dan signifikan terhadap struktur modal yang diprosikan dengan DER.

### **2.10.3 Hubungan Antara Ukuran Perusahaan dengan Struktur Modal**

Berdasarkan hasil dari banyak studi menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor penting dalam penentu struktur modal. Semakin besar ukuran sebuah perusahaan mengindikasikan semakin besar pula jumlah aset yang dimiliki, semakin banyak pula hutang yang digunakan sebagai sumber pendanaan perusahaan (Mukaria et al., 2020). Perusahaan yang besar mempunyai risiko kebangkrutan yang rendah dibandingkan perusahaan kecil. Menurut *trade-off theory*, semakin besar perusahaan maka perusahaan dapat memakai hutang lebih banyak, ini terkait rendahnya risiko kebangkrutan dari perusahaan besar. Oleh karena itu dapat memungkinkan untuk perusahaan besar maka tingkat untuk menggunakan hutang akan lebih tinggi dari pada perusahaan kecil. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan maka ada kecenderungan untuk menggunakan jumlah hutang yang lebih besar. Menurut Lestari & Irianto (2017) bahwa besarnya suatu perusahaan berkorelasi dengan struktur

modal perusahaan. Perusahaan besar yang sudah *well established* akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga perusahaan besar cenderung mempunyai hutang yang lebih besar daripada perusahaan kecil.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang didasarkan pada fakta bahwa semakin besar suatu perusahaan, maka ada kecenderungan untuk menggunakan jumlah hutang yang lebih besar. Penelitian yang mendukung bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal telah dilakukan oleh Ayuandiani et al. (2016) dan Angga Pratama & Wiksuana (2018).

#### **2.10.4 Hubungan Antara Fleksibilitas Keuangan dengan Nilai Perusahaan**

Fleksibilitas keuangan adalah kemampuan perusahaan untuk membiayai operasi atau investasinya bahkan ketika menghadapi guncangan arus kas yang merugikan (Léautier, 2007). Tujuan mencapai fleksibilitas keuangan seringkali merupakan bagian dari strategi manajemen risiko perusahaan yang lebih luas. Fleksibilitas keuangan menciptakan nilai bagi perusahaan dalam dua cara: (1) dengan membantu perusahaan untuk menghindari biaya langsung dan tidak langsung dari kesulitan keuangan, dan (2) dengan menyediakan perusahaan dengan kemampuan untuk

selalu memiliki sumber daya yang tersedia untuk berinvestasi. Sumber kedua dari penciptaan nilai fleksibilitas keuangan pada kenyataannya dapat juga diartikan sebagai membantu perusahaan untuk menghindari biaya peluang dari financial distress, yaitu tidak memiliki sumber daya yang tersedia untuk berinvestasi. Kami mendefinisikan perusahaan sebagai financial distress ketika suatu perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban hutangnya (Berk, J. and DeMarzo, 2007). Biaya langsung *financial distress* adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan situasi financial distress yang paling ekstrim, yaitu kebangkrutan. Perusahaan menjadi tertekan secara finansial dan file untuk kebangkrutan, profesional luar, seperti ahli hukum dan akuntansi, konsultan, penilai, dan juru lelang yang umumnya dipekerjakan (Berk, J. and DeMarzo, 2007).

#### **2.10.5 Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial dengan Nilai**

##### **Perusahaan**

Menurut *agency teory*, pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan ini disebabkan kepentingan yang berbeda antara principal dan agen untuk memaksimalkan utilitasnya masing-masing. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mengakibatkan manajemen berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan saham. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan

meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Beberapa penelitian telah dilakukan mengenai hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Salah satunya adalah penelitian Husna (2020), Nurwahidah & AP (2019) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun pendapat lain berbeda yang diungkapkan oleh Wajidi & Mayangsari (2019), Mukaria et al. (2020) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Jadi hasil pengujian ini membuktikan bahwa manajer dalam hal ini memegang peran penting karena manajer melakukan perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, pengawasan, serta pengambilan keputusan.

#### **2.10.6 Hubungan Antara Ukuran Perusahaan dengan Nilai Perusahaan**

Ukuran perusahaan dianggap mampu mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang lebih besar memiliki nilai perusahaan lebih tinggi. Teori persinyalan menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan pihak yang berkepentingan terhadap informasi (investor dan kreditor).

*Signaling theory* menyatakan bahwa perusahaan memberikan informasi prospek pertumbuhan yang baik bagi perusahaan dimasa depan dengan menggunakan utang. Sebab utang dapat menjadi sinyal positif bagi investor luar, sehingga

investor luar dapat yakin dan percaya bahwa prospek perusahaan dimasa depan akan baik (Anisyah dan Purwohandoko, 2017:40).

Ukuran perusahaan dianggap berkorelasi dengan nilai perusahaan karena semakin besar ukuran atau skala perusahaan, maka akan semakin mudah pula perusahaan memperoleh sumber pendanaan baik yang bersifat internal maupun eksternal.

Pernyataan tersebut didukung dengan signaling theory yang menyatakan naik turunnya harga dipasar akan berpengaruh terhadap keputusan investor. Pernyataan di atas dikuatkan oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Andriza & Yusra (2019), menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

#### **2.10.7 Hubungan Antara Struktur Modal dengan Nilai Perusahaan**

Struktur modal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan adalah struktur modal yang optimal yaitu dengan mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan. Setiap keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan berusaha untuk disampaikan kepada investor, termasuk di dalamnya struktur permodalan perusahaan (Pratiwi, 2020). Jika hutang perusahaan bertambah, maka kemungkinan akan bangkrut dan menimbulkan resiko yang sangat besar bagi perusahaan. Jika penggunaan hutang rendah maka akan meminimalkan resiko perusahaan. Struktur modal yang proporsional di perusahaan akan menarik investor untuk

berinvestasi. Hal tersebut akan meningkatkan harga saham perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Teori Trade-off menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal, maka setiap hutang tambahan akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi masing-masing struktur modal berada di atas titik optimal, maka hutang tambahan apa pun akan menurunkan nilai perusahaan. Maka dapat dikatakan bahwa struktur modal memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian, yang artinya penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham. Namun, penggunaan utang yang lebih besar biasanya akan menyebabkan terjadinya ekspektasi tingkat pengembalian atas ekuitas yang lebih tinggi Brigham & Houston (2006) dalam (Sirat et al., 2019). Penambahan utang memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut

Kajian empiris Rehman (2016) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yang menunjukkan hubungan positif dan signifikan

antara struktur modal dan nilai perusahaan adalah Jemani & Erawati (2020).

Penelitian yang dilakukan oleh Sirat et al (2019) yang meneliti tentang pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan, dimana struktur modal yang diukur dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang di proksikan dengan PBV (*Price to Book Value*). Hal ini dikarenakan komposisi total hutang jangka panjang perusahaan lebih besar dari pada total modal sendiri, maka akan berdampak pada besarnya beban yang akan didapat oleh perusahaan. Ini dikarenakan pinjaman besar yang dilakukan oleh perusahaan akan disertai dengan besarnya pembayaran bunga hutang kepada pemberi hutang. Beban yang didapat dari bunga hutang tersebut akan menurunkan keuntungan perusahaan, sehingga nilai dari perusahaan tersebut dimata para investor akan menurun.

### 2.11 Tinjauan Empiris

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Ruan, Wenjuan; Tian, Gary; and Ma, Shiguang (2011)	Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms	Metode analisis yang digunakan adalah regresi OLS 2 model	Hasil empiris menunjukkan hubungan nonlinier antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial mendorong struktur modal ke dalam bentuk nonlinier, tetapi berlawanan arah dengan

		from China's Civilian-run Firms		pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil regresi simultan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi struktur modal, yang pada gilirannya mempengaruhi nilai perusahaan.
2.	Alipour Mohammad (2015)	Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran	Metode analisis yang digunakan adalah ooled ordinary least squares and panel econometric techniques	Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel seperti ukuran perusahaan, fleksibilitas keuangan, struktur aset, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, risiko dan kepemilikan negara mempengaruhi semua ukuran struktur modal perusahaan Iran
3.	Didik Prabowo (2016)	Capital Structure, Managerial Ownership, Company Size, And Tangible Assets For Company Value: Empirical Study On The Indonesia Stock Exchange	Metode analisis data menggunakan analisis regresi linier berganda	Struktur Modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan, Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
4.	Rehman (2016)	Impact of Capital Structure and Dividend Policy on firm Value  Journal of poverty investment and Development.	Dependen: Nilai Perusahaan.  Independen: Struktur Modal,	1. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.  2. Pertumbuhan Penjualan berpengaruh signifikan

			<p>Pertumbuhan Penjualan, Debt to Total Asset, Log Equity, Earning Per Share, Kebijakan Dividen, Dividen Pay Out dan Fixed Asset TurnOver.</p>	<p>terhadap nilai perusahaan.</p> <p>3.Total Debt toTotal Asset, LogEquity, Earning Per Share dan kebijakan Dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.</p> <p>4. Dividen Pay Oudan Fixed AsseTurnOver tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap nilai perusahaan.</p>
5.	<p>Indah Sulisty, T Sutrisno, Nurkholis Nurkholis (2017)</p>	<p>The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study of the Listed Companies in Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)</p>	<p>Penelitian ini menggunakan regresi linier berganda dan analisis jalur</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi, sedangkan keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.</p>
6.	<p>Setiadharna S and Machali M (2017)</p>	<p>The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable</p>	<p>Metode analisis yang digunakan adalah analisis jalur</p>	<p>Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa (1) terdapat pengaruh langsung struktur aset terhadap nilai perusahaan, (2) tidak terdapat pengaruh tidak langsung struktur aset</p>

				terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening, (3) terdapat pengaruh tidak langsung struktur aset terhadap nilai perusahaan. tidak ada pengaruh langsung ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, (4) tidak ada pengaruh tidak langsung ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan modal struktur sebagai variabel perantara.
7.	Cristy Israel (2018)	Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bei.	Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda	Struktur modal mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
8.	Lihard Stevanus Lumapow (2018)	The Influence of Managerial Ownership and Firm Size On Debt Policy	Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel dengan pendekatan model efek tetap (FEM)	hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Ukuran Perusahaan berdampak negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini berpotensi

				menimbulkan konflik keagenan.
9.	Rezwan Rizki Muhamad (2018)	Impact Of External And Internal Factors On The Financial Flexibility Of Coal Companies	Penelitian ini menggunakan metode simulasi dengan model persamaan simultan yang terdiri dari 10 persamaan struktural dan 13 persamaan identitas yang diestimasi menggunakan metode 2SLS (Two Stage Least Squares).	<p>Hasil penelitian menunjukkan ada beberapa perusahaan batubara yang memiliki fleksibilitas keuangan. Jika produk domestik bruto China turun 2%, maka nilai tukar rupiah terhadap USD juga terdepresiasi sebesar 2%. Perusahaan mengantisipasi dengan menurunkan biaya produksi sebesar 5% yang akan mempengaruhi fleksibilitas keuangan perusahaan sebesar 43,51% (debt service coverage ratio 1,51). Jika harga batu bara internasional turun 2% dan nilai tukar rupiah terhadap USD terdepresiasi sebesar 2%, perusahaan akan mengantisipasi dengan menurunkan biaya produksi sebesar 5%. Hal ini akan meningkatkan fleksibilitas keuangan perusahaan batubara sebesar 28,62% (debt service coverage ratio 1,36).</p>
10.	Hesty Juni Tambuati Subing (2019)	Internal factors and firm value: A case study of banking listed companies	Penelitian ini menggunakan metode purposive	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel pendapatan bunga, debt-equity ratio (DER) dan umur

			sampling dan analisis regresi data panel	perusahaan memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan variabel kepemilikan manajerial dan earning per share (EPS) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
11.	Nurliza Lubis (2019)	The effect of company size, capital structure, managerial ownership, institutional ownership and disclosure of corporate social responsibility on company value with profitability as a moderating variable in property and real estate companies listed in idx	<p>Dependen : Company value</p> <p>Moderating : Profitability</p> <p>Independen: Ukuran perusahaan Kepemilikan Manajerial Kepemilikan Institusional CSR</p>	Ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan, Struktur Modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan, Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan, Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan, Perusahaan Tanggung Jawab Sosial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan
12.	Hirdinis M (2019)	Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability	<p>Metode analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda</p> <p>dengan alat analisis data menggunakan SPSS 22</p>	Hasil analisis dapat disimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai

				perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas.
13.	Yangyang Gu, , Fangying Yuan (2020)	Internal Control, Financial Flexibility and Corporate Performance -- Based on empirical analysis of listed companies in information Technology industry	Metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan bantuan software Excel dan SPSS	Penelitian menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan memiliki hubungan terbalik berbentuk U dengan kinerja perusahaan, yaitu, dalam kisaran tertentu, fleksibilitas keuangan mendorong kinerja perusahaan
14.	Seda BILYAY-ERDOGAN (2020)	Does Financial Flexibility Enhance Firm Value? A Comparative Study Between Developed And Emerging Countries	Metode analisis yang digunakan adalah data panel	Hasil kami menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan perusahaan secara positif memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan di semua estimasi.
15.	Asmaul Husna (2020)	The Effect of Managerial Ownership dan Company Size on Firm Value with Capital Structure as Moderating Variables in Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2016-2018	Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan bantuan software SPSS	Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
16.	Henry Kimathi Mukaria (2020)	Moderation Effect Of Size On The Relationship Between Ownership Structure And Firm Value	Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda	Temuan penelitian mengungkapkan bahwa ukuran entitas memperburuk hubungan negatif

				antara kepemilikan manajerial dan nilai sedangkan kepemilikan asing dan nilai entitas memiliki efek peningkatan nilai yang positif.
17.	Zaher Abdel Fattah Al-Slehat (2020)	Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan	Model regresi garis sederhana digunakan untuk menguji hipotesis penelitian dengan menggunakan kedua program (E-views, STATA)	Hasil penelitian menyimpulkan tidak adanya pengaruh leverage keuangan terhadap nilai perusahaan dan hubungan antara leverage keuangan dengan skala q Tobin's adalah negatif. Namun, terdapat pengaruh masing-masing ukuran dan struktur aset terhadap nilai perusahaan dan hubungan antara ukuran logaritma natural dan struktur aset adalah positif dengan Tobin's q.
18.	G. Oka Warman	Investigating Capital Structure Speed of Adjustment (SOA) of Indonesian Companies for Corporate Value	Metode analisis yang digunakan adalah estimasi model penyesuaian parsial	Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal SOA dan Utang jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal SOA

## BAB III

### KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

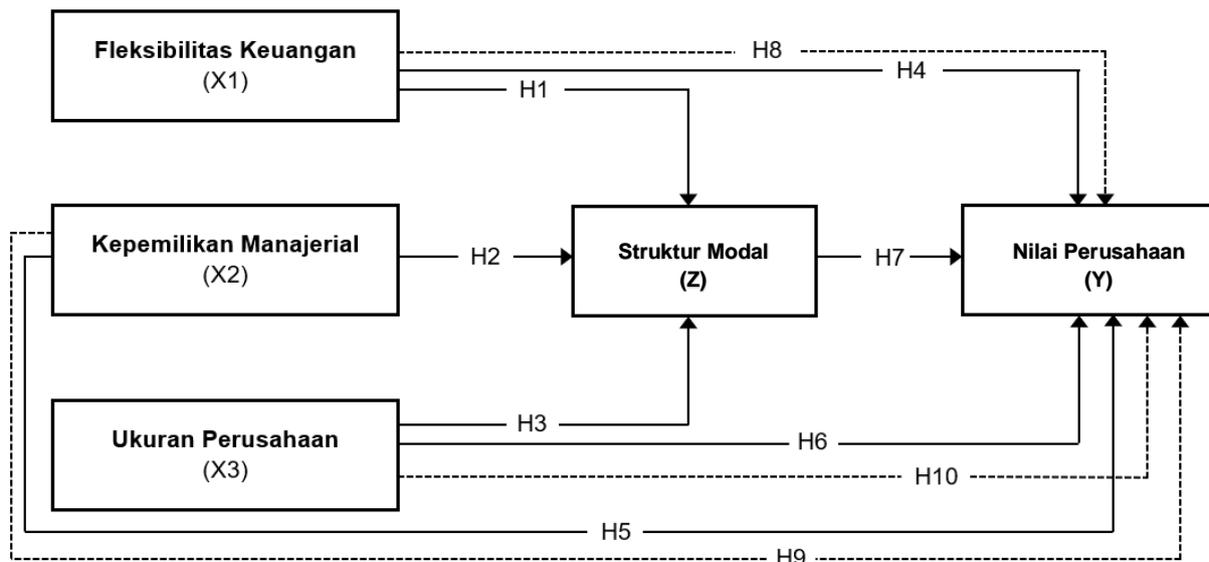
#### 3.1 Kerangka Konseptual

Berdasarkan penjelasan latar belakang pada bab I dan diuraikan pada kajian teori, penelitian akan menguji pengaruh fleksibilitas keuangan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel *intervening* berdasarkan data dari laporan keuangan tahun 2015-2019.

Kerangka konseptual penelitian menurut Sapto Haryoko dalam Iskandar (2008: 54) menjelaskan secara teoritis model konseptual variabel-variabel penelitian, tentang bagaimana pertautan teori-teori yang berhubungan dengan variabel-variabel penelitian yang ingin diteliti, yaitu variabel bebas dengan variabel terikat. Kerangka konseptual dalam suatu penelitian perlu dikemukakan apabila penelitian berkenaan dengan dua variabel atau lebih. Apabila penelitian hanya membahas sebuah variabel atau lebih secara mandiri, maka perlu dilakukan deskripsi teoritis masing-masing variabel dengan argumentasi terhadap variasi besarnya variabel yang diteliti.

Kerangka konseptual merupakan gambaran desain dari sebuah penelitian yang memperlihatkan dua konstruk variabel yang diamati yaitu konstruk variabel eksogen yaitu variabel bebas dan konstruk variabel endogen yaitu variabel antara dan terikat. Konstruksi variabel ini penting untuk digambarkan untuk memperlihatkan pengaruh variabel bebas yaitu terdiri dari atas fleksibilitas keuangan (FLEX) yang diproksikan dengan marginal value of cash, kepemilikan manajerial (KEP), ukuran perusahaan (Size) terhadap struktur modal (DER) dan nilai perusahaan yang diproksikan PBV.

Kerangka konseptual dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 3.1. Kerangka Konseptual**

Keterangan:

Garis — : Hubungan Langsung Antara Variabel

Garis - - - - : Hubungan Antara Variabel Melalui Variabel Intervening

1. Variabel bebas (*independent variable*) adalah variabel yang mempengaruhi variabel terikat. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah Fleksibilitas Keuangan ( $X_1$ ), Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ ), Ukuran Perusahaan ( $X_3$ ).
2. Variabel terikat (*dependent variable*) adalah variabel yang dipengaruhi. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah Nilai Perusahaan ( $Y$ )
3. Variabel perantara (*intervening variable*) adalah variabel yang terletak diantara variabel bebas dan variabel terikat, sehingga

variabel bebas tidak langsung mempengaruhi variable terikat. Variabel perantara dalam penelitian ini adalah Stuktur Modal (Z)

### 3.2 Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara dari suatu masalah yang dihadapi dan perlu diuji kebenarannya dengan data yang lebih lengkap dan menunjang. Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini berkaitan dengan ada atau tidaknya pengaruh yang signifikan dari seperangkat variabel bebas (*independent variable*) terhadap variabel terikat (*dependent variable*). Adapun hipotesis yang diuji yakni sebagai berikut:

1. H1 : Fleksibilitas keuangan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
2. H2 : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
3. H3 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
4. H4 : Fleksibilitas keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
5. H5 : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
6. H6 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
7. H7 : Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

8. H8 : Fleksibilitas keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.
9. H9 : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.
10. H10 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.