

## BAB II

### LANDASAN TEORI DAN KERANGKA PEMIKIRAN

#### 2.1 Manajemen Keuangan

Sudana (2009), menerangkan bahwa manajemen keuangan merupakan salah satu bidang fungsional dalam suatu perusahaan di samping bidang-bidang fungsional lainnya, seperti pemasaran, produksi, dan sumber daya manusia. Sebagai salah satu bidang fungsional dalam perusahaan, manajemen keuangan pada dasarnya mempelajari:

1. Cara memenuhi kebutuhan keuangan perusahaan dari berbagai sumber alternatif yang dapat diakses untuk mendapatkan kombinasi biaya yang paling rendah.
2. Cara menggunakan dana yang dimiliki perusahaan dalam bentuk investasi yang dapat menguntungkan.
3. Cara mengatur penggunaan laba bersih, dilihat dari keputusan dalam pembagian dividen atau keputusan laba ditahan.

Manajemen keuangan tidak hanya penting bagi pihak-pihak yang terlibat langsung dalam pengelolaan keuangan suatu perusahaan, namun juga penting bagi pihak-pihak yang kegiatannya berkaitan secara tidak langsung dengan masalah keuangan, seperti pemasaran, produksi dan sumber daya manusia. Hal tersebut penting karena kegiatan dari bidang-bidang tersebut mempunyai implikasi terhadap bidang keuangan, baik berupa dana maupun penghasilan dana (Sudana, 2009).

Dari sudut pandang manajemen keuangan, mengoptimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham adalah tujuan utama perusahaan (Irfani, 2020). Perusahaan dapat mewujudkan tujuan tersebut melalui tugas pokok manajemen keuangan dalam melakukan penilaian dan pengambilan keputusan. Kita dalam pengelolaan keuangan dituntut untuk mampu menjelaskan sejumlah keputusan yang perlu diambil, seperti yang berkaitan dengan investasi, pendanaan atau pemenuhan kebutuhan pendanaan, dan kebijakan dividen yang disebut juga dengan keputusan bagi hasil (Sudana, 2009).

Keputusan investasi adalah pilihan tentang bagaimana membelanjakan uang yang berpotensi meningkatkan kekayaan pemilik dana. Keputusan penggunaan dana tersebut merupakan keputusan untuk memilih investasi perusahaan dalam melakukan kegiatan operasionalnya. Keputusan pendanaan atau keputusan pemenuhan kebutuhan dana merupakan pilihan untuk menginvestasikan dana yang akan digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan. Keputusan pemenuhan kebutuhan dana tersebut dianggap benar apabila dapat menurunkan biaya modal yang digunakan perusahaan. Keputusan untuk menahan laba untuk diinvestasikan kembali atau mengalokasikan laba sebagai dividen kepada pemilik atau pemegang saham disebut sebagai keputusan kebijakan dividen. Kebijakan dividen ini dianggap tepat apabila dapat membuat pemilik modal, dalam hal ini perusahaan, menjadi lebih sejahtera (Musthafa, 2017). Jadi, dapat dikatakan bahwa tujuan

manajemen keuangan dalam pengambilan keputusan adalah untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut (Sudana, 2009), meskipun akuntansi dan manajemen keuangan pada dasarnya berbeda, namun mempelajari manajemen keuangan memerlukan pemahaman tentang akuntansi. Proses pembuatan laporan keuangan suatu perusahaan yang meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan arus kas, laporan perubahan modal, dan catatan atas laporan keuangan tercakup dalam akuntansi. Aset dan liabilitas suatu perusahaan merupakan fokus akuntansi dan manajemen, namun keduanya tidak sama dalam jangka waktu. Akuntansi, dengan penekanan pada aspek tinjauan, yang pada umumnya memiliki wawasan historis. Salah satu tujuan utamanya adalah mempertanggungjawabkan apa yang telah terjadi di masa lalu. Manajemen keuangan dengan penekanan pada pembuatan keputusan lebih memfokuskan pada masa depan. Tugas manajemen keuangan adalah memanfaatkan pandangan akuntansi tentang kondisi keuangan perusahaan di masa lalu dan saat ini untuk merencanakan apa yang akan dilakukan di masa depan.

Menurut (Irfani, 2020), istilah manajemen keuangan mengacu pada operasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan untuk mencari dan memanfaatkan keuangan secara efisien dan efektif untuk mencapai tujuannya. Menurut Riyanto dalam (Wati et al., 2022), manajemen keuangan mencakup semua operasi bisnis yang berkaitan dengan perolehan, pengalokasian, dan pemeliharaan sumber daya sesuai dengan tujuan organisasi secara menyeluruh. Pendapat lain dikemukakan oleh (Sujai et al., 2022), bahwa tugas

merencanakan, mengatur, mengelola, dan mengawasi sumber daya organisasi yaitu uang untuk memenuhi tujuan perusahaan dikenal sebagai manajemen keuangan.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa manajemen keuangan merupakan suatu kegiatan mengelola aset perusahaan berupa dana atau uang yang berkaitan dengan bagaimana cara mendapatkan dana tersebut dan menggunakannya seefektif dan seefisien mungkin guna mencapai tujuan perusahaan.

### **2.1.1 Fungsi Manajemen Keuangan**

Fungsi manajemen keuangan menurut (Harjito & Martono, 2003) adalah sebagai berikut:

1. Fungsi pengendalian likuiditas
  - a) Perencanaan aliran kas (*forecasting cash flow*), agar selalu tersedia uang tunai atau uang kas untuk memenuhi pembayaran apabila setiap saat diperlukan.
  - b) Pencarian dana (*raising of funds*) dari luar atau dari dalam perusahaan, agar diperoleh dana yang biayanya lebih murah dan tersedianya dana apabila setiap saat diperlukan.
  - c) Menjaga hubungan baik dengan Lembaga keuangan (perbankan), untuk memenuhi kebutuhan dana apabila diperlukan oleh perusahaan pada saat-saat tertentu.

## 2. Fungsi pengendalian laba

- a) Pengendalian biaya (*cost control*), untuk menghindari biaya yang tidak perlu dikeluarkan atau pemborosan.
- b) Penentuan harga (*pricing*), agar harga tidak terlalu mahal dibandingkan dengan harga barang sejenis dari pesaing.
- c) Perencanaan laba (*profit planning*), agar dapat diprediksi keuntungan yang diperoleh pada periode yang bersangkutan sehingga dapat merencanakan kegiatan yang lebih baik pada periode mendatang.
- d) Pengukuran biaya modal (*cost of capital*), dalam teori ini semua modal dari mana saja, baik dari pemilik atau dari investor perlu diperhitungkan juga biayanya karena modal tersebut apabila digunakan pada kegiatan lain, tentu juga menghasilkan pendapatan.

## 3. Fungsi manajemen

- a) Dalam pengendalian laba atau likuiditas, manajer keuangan harus bertindak sebagai manajer dan sebagai pengambil keputusan, sehingga manajer keuangan dapat mengambil langkah-langkah keputusan yang menguntungkan bagi perusahaan.
- b) Melakukan manajemen terhadap aktiva dan dana. Dalam hal ini fungsi manajemen seperti *planning*, *organizing*, *actuating* dan *controlling* yang sangat diperlukan bagi seorang manajer

keuangan, terutama fungsi perencanaan, pengarahan dan pengendalian.

Irfani (2020), juga berpendapat bahwa fungsi manajemen keuangan adalah sebagai berikut:

#### 1. Fungsi pendanaan

Aktivitas mencari dana berhubungan dengan pengelolaan struktur modal perusahaan dengan mempertimbangkan biaya modal. Faktor-faktor yang harus diperhatikan dalam mencari dana antara lain:

- a) Penetapan tujuan dari dana tersebut apakah untuk kepentingan modal kerja yang berkaitan dengan pendanaan operasional jangka pendek atau kepentingan investasi yang berkaitan dengan investasi yang bersifat jangka panjang.
- b) Penentuan jumlah dana yang dibutuhkan tidak boleh *underfinancing* atau *overfinancing*.
- c) Penentuan jangka waktu pinjaman atas modal yang bersumber pada utang. Penentuan jangka waktu pinjaman ini berkaitan dengan pertimbangan likuiditas keuangan perusahaan.
- d) Pemilihan sumber dana baik dari modal sendiri atau modal asing. Penetapan sumber dana ini dilakukan untuk mempertimbangkan pengelolaan solvabilitas perusahaan.
- e) Mempertimbangkan biaya modal dibandingkan dengan tingkat return yang akan diperoleh dari penggunaan biaya modal. Berdasarkan prinsip profitabilitas perusahaan, pengambilan modal

asing hanya dibenarkan apabila biaya modal lebih rendah dari tingkat return yang dapat dicapai dengan penggunaan modal asing tersebut.

## 2. Fungsi operasional dan fungsi investasi

Fungsi operasional berkaitan dengan aktivitas penggunaan dana dengan pengalokasian modal untuk kegiatan operasional jangka pendek perusahaan. Sedangkan fungsi investasi tentunya berkaitan dengan kegiatan investasi jangka Panjang.

Fungsi manajemen keuangan menurut (Sudana, 2009), bidang keuangan memiliki tiga fungsi keuangan pokok, yaitu:

1. Keputusan investasi, yang berkaitan dengan proses memilih satu atau lebih pilihan investasi yang menguntungkan dari berbagai pilihan yang dimiliki perusahaan. Aset lancar dan aset tetap adalah hasil dari keputusan investasi perusahaan, dan ditampilkan di sisi debit neraca.
2. Keputusan pendanaan, menyangkut proses memutuskan mana dari beberapa sumber dana alternatif yang potensial yang akan digunakan untuk membiayai investasi yang direncanakan untuk mencapai bauran pengeluaran yang paling hemat biaya. Hutang lancar, hutang jangka panjang, dan modal adalah hasil dari keputusan pembelanjaan yang ditunjukkan pada sisi kredit neraca.
3. Keputusan dividen, berkaitan dengan penentuan berapa besar bagian laba setelah pajak yang diperoleh perusahaan akan dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Hasil dari keputusan dividen dapat

dilihat pada laporan laba rugi, yaitu pada laba setelah pajak dan neraca di sebelah kredit yaitu pada pos laba ditahan. Keputusan dividen ini sering dianggap sebagai bagian dari keputusan pembelanjaan, karena besar kecilnya dividen yang dibagikan akan mempengaruhi sumber dana internal yang tersedia bagi perusahaan yang bersangkutan.

### **2.1.2 Tujuan Manajemen Keuangan**

Menurut (Sujai et al., 2022), tujuan utama dari manajemen keuangan itu adalah memaksimalkan kemakmuran para pemilik perusahaan atau pemegang saham. Sedangkan menurut (Musthafa, 2017), tujuan manajemen keuangan antara lain:

1. Pendekatan keuntungan dan risiko, manajer keuangan harus menciptakan keuntungan atau laba yang maksimal dengan tingkat risiko yang minimal. Menciptakan laba disini bertujuan agar perusahaan memperoleh nilai yang tinggi, dan dapat memakmurkan pemilik perusahaan atau pemegang saham. Sedangkan tingkat risiko yang minimal diperlukan agar perusahaan tidak memperoleh kerugian atau kalau perusahaan menetapkan target keuntungan dalam satu tahun, diharapkan pencapaian target bisa terpenuhi, tetapi andaikan lebih rendah dari target, tidak jauh berbeda dari target tersebut.
2. Tujuan berikutnya adalah menjaga likuiditas agar perusahaan selalu tersedia kas untuk memenuhi kewajiban finansialnya dengan segera. Perusahaan juga harus menjaga profitabilitas agar perusahaan memperoleh laba perusahaan, terutama untuk jangka panjang.



### 2.1.3 Prinsip-Prinsip Keuangan

Dalam memahami transaksi-transaksi keuangan dan pembuatan keputusan keuangan perlu dilandasi dengan prinsip-prinsip keuangan. Menurut (Sudana, 2009), prinsip-prinsip keuangan terdiri atas himpunan pendapat-pendapat yang fundamental yang membentuk dasar teori keuangan dalam pembuatan keputusan keuangan, yaitu:

1. Prinsip *self interest behavior*

Inti dari prinsip ini adalah bahwa orang akan memilih tindakan yang memberikan keuntungan secara material yang terbaik bagi dirinya.

2. Prinsip *risk aversion*

Inti prinsip ini adalah bahwa orang akan memilih alternatif dengan risiko keuntungan dan risiko terbesar. Prinsip ini juga mengasumsikan bahwa orang dikategorikan sebagai risk averse atau enggan terhadap risiko.

3. Prinsip *diversification*

Prinsip ini mengajarkan bahwa tindakan diversifikasi adalah menguntungkan karena dapat meningkatkan rasio antara keuntungan dan risiko.

4. Prinsip *incremental benefit*

Menurut prinsip ini, semua keputusan keuangan harus didasarkan pada selisih antara nilai dengan suatu alternatif dan nilai tanpa alternatif. *Incremental* dapat dikatakan sebagai tambahan.

*Incremental benefit* adalah keuntungan tambahan yang harus dibandingkan dengan *incremental cost* atau biaya tambahan.

5. Prinsip *signaling*

Prinsip ini menegaskan bahwa semua tindakan adalah informasi.

6. Prinsip *capital market efficiency*

*Capital market* atau pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang harga aktiva finansial-nya mencerminkan seluruh informasi yang ada dan dapat menyesuaikan diri secara cepat terhadap informasi baru.

7. Prinsip *risk return trade off*

Kebanyakan orang lebih menyukai keuntungan tinggi dengan risiko yang rendah. Kondisi *high return, low risk* ini tidak akan terjadi karena semua orang menginginkannya. Dengan kata lain, prinsip ini mengatakan bahwa jika kita ingin keuntungan yang besar maka harus Bersiap dengan risiko yang besar atau *high risk, high return*.

8. Prinsip *time value of money*

Prinsip ini mengajarkan bahwa nilai nominal uang hari ini tidak sama nilainya dengan nilai nominal uang bulan depan atau tahun depan.

#### **2.1.4 Sumber Pendanaan Perusahaan**

Pada pembahasan sebelumnya, dijelaskan bahwa salah satu tujuan utama manajemen keuangan adalah mengambil keputusan. Keputusan yang diambil salah satunya terkait dengan keputusan pendanaan untuk kebutuhan investasi dan operasi perusahaan. Menurut (Brealey et al., 2007), ketika perusahaan memerlukan dana, maka perusahaan bisa

mendapatkan dana tersebut dari investor yang mau menanamkan uang kasnya untuk diganti sebagai bagian laba di masa yang akan datang. Kasus seperti ini biasa disebut dengan investor ekuitas yang mana investor akan menerima pangsa saham dan menjadi pemegang saham perusahaan. Investor juga dapat memberikan dananya berupa pinjaman yang nantinya akan dilunasi oleh perusahaan dengan tambahan biaya bunga tetap atau disebut juga dengan investor hutang. Pemilihan keputusan antara pendanaan ekuitas dan hutang ini dikenal dengan struktur modal. Modal disini diartikan sebagai sumber pendanaan jangka panjang perusahaan. Keputusan pendanaan yang dilakukan manajer keuangan tidak sebatas pada pendanaan jangka panjang saja. Manajer keuangan juga harus terlibat banyak dalam keputusan pendanaan jangka pendek yang penting bagi perusahaan. Pendanaan jangka pendek ini diperlukan perusahaan dalam mendapatkan kas untuk memenuhi kebutuhan jangka pendeknya atau membayar kewajiban yang akan jatuh tempo. Selain itu, pendanaan jangka pendek ini juga dipakai untuk mendapatkan kas tambahan untuk kebutuhan periode singkat. Keputusan pendanaan tersebut penting untuk memperlancar kegiatan operasi perusahaan.

Tentu saja, keputusan pendanaan jangka pendek dan jangka panjang saling terkait satu sama lain. Para investor perusahaan mengantisipasi keuntungan di masa depan. Agar dapat membayar investor, perusahaan harus mampu menciptakan laba di masa depan. Aliran dana yang diberikan investor dalam bentuk aset keuangan digunakan perusahaan untuk

membayar aset riil yang dibutuhkan untuk kegiatan operasi perusahaan. Dari hasil operasi tersebut nantinya perusahaan akan mendapatkan kas masuk lebih yang akan dikembalikan lagi kepada investor. Aset riil (*real asset*) digunakan untuk memproduksi barang dan jasa. Aset riil ini meliputi aset berwujud seperti mesin, kendaraan, Gedung dan aset tidak berwujud seperti merek dagang dan hak paten. Perusahaan dapat membiayai investasinya dengan aset riil dengan menerbitkan aset keuangan kepada investor atau kreditur dalam bentuk penerbitan saham atau peminjaman hutang pada bank.

#### **2.1.5 Struktur Modal**

Brigham & Houston (2019), mendefinisikan modal sebagai uang yang dikontribusikan oleh investor, termasuk saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan, serta pinjaman jangka pendek dan jangka panjang dari orang atau organisasi. Dalam uraian sebelumnya dipaparkan bahwa salah satu fungsi manajemen keuangan yaitu terdapat fungsi pendanaan. Fungsi pendanaan ini bermaksud bahwa perusahaan mengelola pendanaan perusahaan yang berasal dari eksternal maupun internal. Menurut (Brealey et al., 2007), perusahaan memiliki dua sumber dana kas secara luas. Pertama, perusahaan bisa mendapatkan dana dari sumber eksternal dengan menerbitkan saham atau hutang. Kedua, perusahaan juga bisa mendapatkan sumber internal dari penyusutan dan saldo laba yang tidak dibagikan sebagai dividen.

Perkembangan teori struktur modal ini pertama kali diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1958. Menurut Modigliani dan Miller (MM) dalam (Irfani, 2020), mengungkapkan bahwa pilihan antara hutang dan ekuitas tidak memiliki efek material terhadap nilai perusahaan. Pendapat ini mengasumsikan pada pasar modal yang sempurna. Konsep struktur modal dari Modigliani dan Miller (MM) ini banyak mengundang perhatian bagi beberapa peneliti. Beberapa penelitian mengonfirmasi bahwa struktur modal yang optimal dengan semata-mata didasarkan adanya ketidaksempurnaan pasar seperti transaksi dan adanya potensi biaya kebangkrutan. Seperti yang ditunjukkan Baumol dan Malkiel dalam (Irfani, 2020), dengan kurva indifferen bahwa pengenalan biaya transaksi terhadap nilai tidak relevan. Persamaan menghasilkan disequilibrium titik optimal yang dicari oleh pemegang saham dalam kombinasi antara hutang dan ekuitas. Merujuk kepada Van Horne dan Wachowicz, Brealey, et al., Gitman dan Zutter, Ross, et al., dan Brigham dan Ehrhardt dalam (Irfani, 2020), bahwa struktur modal yang optimal harus diperhitungkan untuk meminimumkan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), meminimumkan biaya kebrangkutan, dan memaksimumkan keuntungan bagi pemegang saham dan nilai perusahaan. Kendalanya adalah bahwa modal kerja yang optimal bagi suatu perusahaan akan berbeda dengan perusahaan lainnya atau bersifat relatif tergantung pada sektor industri, ukuran perusahaan, tingkat bunga, dan kondisi pasar modal tempat perusahaan beroperasi.

Struktur modal juga kerap mengalami perubahan seiring waktu. Ada dua alasan mengapa struktur modal sering mengalami perubahan. Menurut (Brigham & Houston, 2019), alasan pertama adalah karena adanya aksi-aksi disengaja. Maksudnya adalah jika struktur modal perusahaan saat ini tidak sesuai dengan targetnya, maka perusahaan akan mengumpulkan dana baru dan menggerakkan struktur aktual mendekati struktur target sehingga akan terjadi perubahan struktur modal perusahaan. Kedua, karena adanya aksi-aksi pasar sehingga perusahaan dapat mengalami laba atau rugi tinggi yang menghasilkan perubahan signifikan dalam nilai buku ekuitas seperti yang ditunjukkan pada laporan posisi keuangan serta penurunan pada harga sahamnya. Selain itu, meskipun nilai buku hutang mungkin saja tidak berubah, perubahan tingkat bunga akibat perubahan umum tingkat bunga atau perubahan pada risiko mendasar perusahaan dapat menyebabkan perubahan signifikan pada nilai pasar hutangnya. Sehingga hal tersebut menyebabkan perubahan dalam struktur modal yang dihitung. Keputusan perusahaan dalam penganggaran modal juga dapat memberikan risiko pada perusahaan. Brigham & Houston (2019), mengungkapkan bahwa terdapat dua dimensi risiko yang baru, yaitu risiko bisnis dimana ini adalah risiko pada aset perusahaan apabila tidak menggunakan hutang dan risiko keuangan yang merupakan risiko tambahan bagi pemegang saham biasa akibat menggunakan hutang.

Struktur modal perusahaan didefinisikan sebagai persentase dari setiap jenis modal yang berasal dari investor dengan total persentase

sebesar 100% (Brigham & Houston, 2019). Menurut (Irfani, 2020), membandingkan persentase modal asing dalam bentuk hutang atau obligasi jangka panjang dengan persentase modal sendiri dalam bentuk ekuitas, yang terdiri dari saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan, disebut dengan analisis struktur modal. Menurut Damayanti dalam (Sujai et al., 2022), keseimbangan antara hutang jangka panjang dan ekuitas dikenal sebagai struktur modal. Selanjutnya menurut Kanita dalam (Sujai et al., 2022), mengklaim bahwa struktur modal terbaik akan menggabungkan hutang dan ekuitas untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Dari penjelasan di atas, jelaslah bahwa struktur modal berkaitan dengan bagaimana keputusan perusahaan dalam mendapatkan dana untuk perusahaannya dan membandingkan jumlah antara kombinasi dari modal yang dipakai, baik dari ekuitas maupun hutang.

### **2.1.6 Teori Struktur Modal**

#### **1. Teori Modigliani dan Merton Miller (MM)**

Brigham & Houston (2019), mengungkapkan bahwa teori struktur modal modern dimulai tahun 1958 ketika Modigliani dan Miller (MM) mempublikasikan artikel keuangan yang paling berpengaruh sepanjang masa. MM membuktikan bahwa dengan sekumpulan asumsi ketat, nilai suatu perusahaan seharusnya tidak terpengaruh oleh struktur modal. Dengan kata lain, hasil penemuan MM membuktikan bahwa cara perusahaan mendanai operasinya tidak menjadi masalah, sehingga struktur modal tidaklah relevan. Namun



asumsi yang mendasari penelitian MM ini tidaklah realistis sehingga hasilnya dapat dipertanyakan. Berikut adalah beberapa asumsi mereka:

- 1) Tidak ada biaya pialang
- 2) Tidak ada pajak
- 3) Tidak ada biaya kebangkrutan
- 4) Investor dapat meminjam pada tingkat bunga yang sama seperti perusahaan
- 5) Seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan
- 6) EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang

Walaupun terdapat beberapa asumsi yang tidak realistis, namun penelitian MM sangatlah penting. Dengan menyebutkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tidak relevan, dan karenanya, dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian MM ini menandai dimulainya penelitian struktur modal modern, dan penelitian-penelitian selanjutnya berfokus pada pelonggaran asumsi-asumsi MM untuk mengembangkan teori yang lebih meyakinkan dan realistis.

## 2. Teori Sinyal

Teori sinyal atau *signaling theory* adalah langkah yang dibuat oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana perusahaan melihat masa depannya (Brigham & Houston, 2019). Pengumuman penawaran saham



biasanya ditafsirkan oleh manajemen sebagai indikasi bahwa prospek perusahaan tidak menjanjikan. Hal ini mengimplikasikan bahwa harga saham sering kali turun ketika perusahaan mengumumkan penerbitan saham baru. Penelitian empiris menunjukkan bahwa keadaan ini memang benar terjadi. Penerbitan saham akan menjadi pertanda negative dan cenderung akan menekan harga saham, bahkan jika perusahaan memiliki prospek yang cerah, perusahaan seharusnya dapat, dalam kondisi normal, mempertahankan suatu kapasitas pinjaman cadangan. Menurut (Brigham & Houston, 2019), kapasitas pinjaman cadangan merupakan kemampuan untuk meminjam dana pada biaya yang cukup rendah ketika terdapat peluang investasi yang baik. Perusahaan sering kali menggunakan lebih sedikit hutang daripada yang ditentukan oleh struktur modal optimal MM di saat-saat “normal”, sehingga mereka dapat menambah hutang jika dibutuhkan kemudian.

### 3. Teori *Trade Off*

Teori *trade off* merupakan penyederhanaan dari *agency cost* atau *tax shield trade off* model. Konsep yang mendasari teori ini adalah bahwa setiap penambahan hutang pada struktur modal akan berdampak pada dua sisi yang bertolak belakang, yaitu *tax shield* (manfaat pengurangan pajak) di satu sisi dan *agency cost* (biaya agensi) di sisi yang lain (Irfani, 2020). Teori ini menjadi salah satu teori dasar yang mendominasi teori struktur modal yang

merekomendasikan tingkat optimal dari hutang, yakni ketika manfaat pengurangan pajak sebagai akibat dari penambahan hutang sama besarnya dengan meningkatnya biaya agensi ketika hutang meningkat. Dengan kata lain, perusahaan dapat mencapai struktur modal yang optimal melalui penyesuaian tingkat hutang dan ekuitas sehingga tercapai keseimbangan antara *interest tax shield* (manfaat dari pengurangan pajak atas bunga hutang) dan meningkatnya *agency cost*.

Brigham & Houston (2019), menyoroti bahwa teori trade off adalah teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari hutang dengan tantangan yang ditimbulkan oleh kebangkrutan yang akan datang. Hutang lebih murah dibandingkan saham preferen atau saham biasa karena pembayaran bunga dapat dikurangkan dari pajak. Akibatnya, penggunaan lebih banyak hutang akan menurunkan pajak dan meningkatkan jumlah laba operasional (EBIT) yang didistribusikan kepada investor. Kenyataannya, perusahaan memiliki target rasio hutang sebesar kurang dari 100% untuk membatasi dampak negatif potensi kebangkrutan.

Menurut Atmaja dalam (Suryani & Sari, 2020), Meskipun demikian, hipotesis *trade off* tidak menentukan ukuran kombinasi untuk menghasilkan struktur modal yang ideal, tetapi teori ini memberikan tiga masukan penting, yaitu:

1. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi lebih berpeluang mengalami *financial distress* sehingga disarankan agar perusahaan seperti ini dapat menggunakan lebih sedikit hutang.
2. Perusahaan dengan *tangible* dan *marketable assets* yang tinggi bisa memanfaatkan komponen asetnya untuk mendapatkan dana eksternal dari hutang dibandingkan perusahaan yang memiliki komponen *intangible assets* (seperti *goodwill*, hak paten, hak cipta) yang besar. Hal ini dikarenakan *intangible assets* lebih susah untuk dikonversi menjadi kas sehingga *financial distress* menyebabkan aset ini mudah kehilangan nilai.
3. Perusahaan bisa memiliki lebih banyak hutang jika perusahaan tersebut memiliki laba yang tinggi serta pembayaran pajak yang tinggi karena adanya beban bunga dari hutang bisa menurunkan jumlah pajak yang harus dibayar.
4. Teori *Pecking Order*

Gagasan ini menjelaskan mengapa perusahaan memilih investasi internal dibandingkan modal luar. Ketika menggunakan dana internal, perusahaan dapat menurunkan harga saham tanpa harus memberikan informasi baru kepada investor. (Sujai et al., 2022). Husnan dan Pudjiastuti dalam (Sujai et al., 2022), menyatakan bahwa teori *pecking order* ini secara ringkas adalah sebagai berikut:

- a) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal.

- b) Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar.
- c) Pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal terkadang berlebihan atau bahkan kurang untuk investasi.
- d) Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Penerbitan sekuritas akan dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, baru akhirnya menerbitkan saham baru.

Menurut Myers dalam (Suryani & Sari, 2020), perusahaan akan mendahulukan pendanaan internal yang bersumber pada keuntungan, daripada menggunakan hutang atau penerbitan saham baru. Menurut (Cahyani & Isbanah, 2019), teori *pecking order* menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan profit yang besar justru hutang yang digunakan sedikit. Hal ini dikarenakan perusahaan yang berpenghasilan besar menetapkan sumber modal internal yang tinggi, jadi tidak membutuhkan hutang yang banyak.

Menurut (Brigham & Houston, 2019), faktor lain yang mungkin mempengaruhi struktur modal adalah gagasan bahwa manajer memiliki preferensi *pecking order* (susunan urutan) dalam hal pengumpulan modal dan urutan itu mempengaruhi keputusan struktur

modal. Perusahaan mengikuti *pecking order* ini karena tidak ada biaya emisi yang timbul dalam pengumpulan modal seperti dalam kredit langsung atau saldo laba, dan biaya relatif lebih rendah ketika menerbitkan hutang baru. Namun demikian, biaya emisi untuk penerbitan saham baru cukup tinggi, dan keberadaan informasi asimetris atau efek sinyal menjadikan pendanaan dengan saham baru kurang diminati. Jadi, teori *pecking order* adalah logis dan dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan meskipun terdapat perdebatan tentang kepentingannya.

### **2.1.7 Faktor-Faktor Struktur Modal**

Brigham & Houston (2019), menyatakan bahwa dalam menentukan keputusan struktur modal perlu mempertimbangkan faktor-faktor berikut ini:

#### **1) Stabilitas Penjualan**

Perusahaan yang memiliki pendapatan yang relatif stabil dapat mengambil lebih banyak hutang dan membayar biaya tetap yang lebih besar daripada perusahaan yang penjualannya tidak menentu.

#### **2) Struktur Aset**

Perusahaan yang memiliki lebih banyak cadangan kas atau aset lain yang sesuai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman biasanya menggunakan tingkat hutang yang lebih tinggi, dengan semua hal lain dianggap sama. Aset tertentu tidak dapat dijadikan jaminan; aset

umum yang berguna untuk berbagai macam bisnis dapat dijadikan jaminan.

3) *Leverage* Operasi

Jika hal lainnya dianggap sama, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih rendah akan lebih mampu menerapkan *leverage* keuangan karena perusahaan akan memiliki risiko usaha yang lebih rendah.

4) Tingkat Pertumbuhan

Perusahaan dengan perkembangan yang cepat harus semakin bergantung pada pendanaan dari luar. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa biaya yang diperlukan untuk menerbitkan saham biasa akan lebih tinggi daripada jika perusahaan memutuskan untuk melikuidasi hutangnya.

5) Profitabilitas

Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian investasi yang tinggi sering kali mengambil hutang yang relatif lebih sedikit. Perusahaan dapat menggunakan uang tunai yang dihasilkan secara internal untuk mendukung sebagian pendanaannya berkat tingkat pengembalian yang tinggi.

6) Pajak

Bunga lebih bermanfaat bagi perusahaan dengan tarif pajak tinggi karena merupakan biaya yang dapat dikurangkan dari pajak. Dengan demikian, manfaat hutang meningkat seiring dengan tarif pajak perusahaan.

## 7) Kendali

Struktur modal suatu perusahaan mungkin dipengaruhi oleh rasio hutang terhadap saham dan pengaruhnya terhadap pengendalian. Manajemen dapat memutuskan untuk mengambil hutang sebagai pendanaan tambahan jika manajemen saat ini memegang hak suara pengendali (lebih dari 50% saham) namun tidak dapat membeli lebih banyak saham.

### 2.1.8 Depresiasi

Depresiasi atau yang disebut juga sebagai penyusutan merupakan alokasi harga perolehan aset tetap berdasarkan masa manfaatnya yang dinyatakan dalam tahunan dan unit aktivitasnya (Yuniarwati et al., 2018). Menurut Ikatan Akuntansi Indonesia dalam PSAK 17 dalam (Imon et al., 2020), menyatakan bahwa penyusutan adalah alokasi jumlah suatu aktiva yang dapat disusutkan sepanjang masa manfaatnya yang diestimasi. Sedangkan, menurut Toma et al., dalam (Imon et al., 2020), menyebutkan bahwa penyusutan adalah laporan akuntansi dari berkurangnya nilai yang diberikan dari aset tetap sebagai akibat dari penurunan nilai waktu dan kerusakan fisik. Dari berbagai definisi di atas, disimpulkan bahwa depresiasi atau penyusutan merupakan proses pengalokasian dari suatu aset tetap yang dimiliki perusahaan yang dicatat dalam laporan keuangan sebagai beban yang dihitung berdasarkan masa manfaat dari aset tersebut.

Menurut Masydar dalam (Imon et al., 2020), faktor yang menentukan besarnya biaya penyusutan setiap periodenya adalah harga perolehan, nilai

sisanya atau residu, dan perkiraan umur ekonomisnya. Menurut Ikatan Akuntansi Indonesia dalam PSAK 17 dalam (Imon et al., 2020), masa manfaat dalam depresiasi merupakan periode suatu aktiva diharapkan digunakan oleh perusahaan atau jumlah produksi unit serupa yang diharapkan diperoleh dari aktiva oleh perusahaan. Masa manfaat dari aktiva mungkin disusutkan lebih pendek dari usia fisiknya. Nilai sisa atau residu menurut Binh dalam (Imon et al., 2020), merupakan nilai sisa suatu aktiva setelah dikurangi dengan akumulasi penyusutannya.

Ada beberapa metode yang dilakukan untuk menghitung biaya penyusutan, antara lain:

a) Berdasarkan waktu

1. Metode garis lurus (*Straight-line Method*)

Menurut Sihombing dalam (Imon et al., 2020), penyusutan metode garis lurus terhadap aset yang bersangkutan akan memberikan manfaat yang sama untuk setiap periodenya sepanjang umur aset dan pembebanannya dipengaruhi oleh perubahan produktivitas atau efisiensi aset. Rumusnya adalah:

$$\text{Biaya Penyusutan} = \frac{\text{Harga Perolehan} - \text{Nilai sisa}}{\text{Estimasi Umur Ekonomis}}$$



## 2. Metode pembebanan yang menurun

### 1) Metode jumlah angka tahun (*Sum-of-the-years-digit Method*)

Metode ini berasumsi bahwa manfaat aktiva tetap akan lebih besar digunakan pada tahun-tahun awal (Imon et al., 2020).

Rumusnya adalah:

Biaya Penyusutan

$$= (\text{Harga Perolehan} - \text{Nilai sisa}) \times \frac{\text{Angka Tahun}}{\text{Jumlah Angka Tahun}}$$

### 2) Metode saldo menurun ganda (*Double-declinig Method*)

Pada metode ini, biaya penyusutan dari tahun ke tahun semakin menurun, karena didasarkan pada nilai buku aktiva yang semakin menurun tiap tahunnya (Imon et al., 2020).

Rumusnya adalah:

Biaya Penyusutan

$$= \text{Nilai Buku Akhir} \times (\text{Tarif Penyusutan} \times 2)$$

## b) Berdasarkan Penggunaannya

### 1. Metode jam-jasa (*Service-hours Method*)

Metode penyusutan jam jasa menghitung tarif per jam daripada suatu aktiva (Imon et al., 2020). Rumusnya adalah:

$$\text{Tarif Penyusutan} = \frac{\text{Harga Perolehan} - \text{Nilai sisa}}{\text{Total Jumlah Produksi}}$$

$$\text{Biaya Penyusutan} = \text{Jumlah Jam Jasa} \times \text{Tarif Penyusutan}$$

## 2. Metode jumlah unit produksi (*Productive-output Method*)

Metode ini mengalokasikan biaya penyusutan berdasarkan jumlah unit yang dihasilkan atau output (Imon et al., 2020). Rumusnya adalah:

$$\text{Tarif Penyusutan} = \frac{\text{Harga Perolehan} - \text{Nilai sisa}}{\text{Total Jumlah Produksi}}$$

$$\text{Biaya Penyusutan} = \text{Jumlah Unit Produksi} \times \text{Tarif Penyusutan}$$

### 2.1.9 Aset

Aset adalah semua hak milik (kekayaan) perusahaan, baik yang berwujud maupun yang tidak berwujud, yang dapat dinilai dengan uang (Prasetyo & Wulandari, 2020). Aset merupakan sumber daya yang dikendalikan atau dapat dimiliki oleh individu, perusahaan atau negara dengan harapan dapat memberikan nilai ekonomis di masa depan (Amanta et al., 2022). Besarnya aset yang dimiliki perusahaan merupakan gambaran mengenai kekayaan perusahaan tersebut. Menurut (Prasetyo & Wulandari, 2020), aset digolongkan menjadi 5 bagian, yaitu aset lancar, yang merupakan uang tunai atau harta lain yang diharapkan dapat dicairkan menjadi uang tunai dalam jangka waktu satu tahun atau kurang. Contoh aset lancar antara lain kas, surat berharga, piutang, wesel, perlengkapan, dll. Yang kedua yaitu investasi jangka panjang yang dimaksudkan untuk menguasai perusahaan atau memperoleh penghasilan tetap seperti penanaman modal dalam saham ataupun obligasi. Lalu selanjutnya yaitu aset tetap berwujud yang digunakan perusahaan untuk menjalankan kegiatan operasi dengan umur ekonomis lebih dari satu tahun atau bukan

merupakan barang dagangan yang akan dijual. Contohnya adalah kendaraan, peralatan kantor, mesin-mesin, gedung dan tanah.

Menurut Henry dalam (Imon et al., 2020), aset tetap dapat diperoleh dengan cara pembelian tunai, pembelian angsuran, pertukaran dengan surat-surat berharga, pertukaran dengan aktiva tetap yang lain, dan dibangun sendiri. Menurut (Imon et al., 2020), secara akuntansi pengeluaran setelah pengakuan awal suatu aset tetap yang memperpanjang umur manfaat atau kemungkinan besar memberi manfaat ekonomi di masa yang akan datang dalam bentuk peningkatan kapasitas, mutu produksi, atau peningkatan standar kerja, harus ditambahkan pada jumlah tercatat aset tersebut. Sedangkan, penghentian pemakaian aset tetap dilakukan dengan cara pembuangan, penjualan dan pertukaran dengan aset non-moneter lainnya. Lalu ada juga aset yang tidak berwujud, yang merupakan hak-hak istimewa atau posisi yang menguntungkan perusahaan seperti hak paten, hak cipta, hak merk, franchise dan goodwill. Serta ada juga aset lainnya yang tidak dapat dikelompokkan pada kriteria di atas, misalnya mesin yang tidak terpakai, tanah yang tidak dijadikan usaha.

#### **2.1.10 Penjualan**

Menurut Mulyadi dalam (Septiano et al., 2023), penjualan merupakan kegiatan yang dilakukan oleh penjual dalam menjual barang dan jasa dengan harapan akan memperoleh laba dari adanya transaksi-transaksi tersebut. Perusahaan yang menjual produk atau jasa, tentunya akan memperoleh pendapatan dari jumlah yang dibebankan kepada konsumen

untuk produk atau jasa yang ditawarkan. Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan dapat dilihat dari pertambahan volume dan peningkatan harga khususnya dalam penjualan karena penjualan merupakan suatu aktivitas yang umumnya dilakukan oleh perusahaan untuk mendapat tujuan yang ingin dicapai yaitu tingkat laba yang diharapkan. Perhitungan pada akhir periode dengan penjualan yang dijadikan periode dasar, apabila nilai perbandingannya semakin besar, maka dapat dikatakan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan semakin baik (Septiano et al., 2023). Penjualan merupakan salah satu aktivitas perusahaan untuk menjual jasa maupun barang yang dihasilkannya untuk memperoleh laba atau pendapatan, baik melalui penjualan tunai, penjualan kredit, atau jenis penjual lainnya. Oleh karena itu, penjualan menjadi salah satu faktor yang sangat mempengaruhi tinggi rendahnya laba yang diperoleh perusahaan, semakin tinggi nilai penjualan yang dapat dilakukan oleh perusahaan maka semakin tinggi pula laba yang dihasilkan (Septiano et al., 2023).

#### **2.1.11 Rasio Solvabilitas**

Secara garis besar, sumber dana perusahaan berasal dari sumber eksternal dan internal. Menurut (Kasmir, 2019), setiap sumber pendanaan mempunyai kelebihan dan kekurangannya masing-masing. Modal sendiri menawarkan keuntungan karena mudah diperoleh dan memiliki periode pengembalian yang relatif tinggi serta tidak ada beban untuk membayar bunga. Namun modal sendiri memiliki kekurangan karena jumlahnya yang relatif terbatas, terutama saat perusahaan membutuhkan dana yang relatif

besar. Sedangkan modal eksternal memiliki kelebihan pada jumlahnya yang relatif besar dan bisa menambah motivasi manajemen dalam membayar kewajibannya. Namun kekurangan modal eksternal terletak pada persyaratan untuk peminjaman yang sulit dan beban bunga serta biaya-biaya lain seperti biaya administrasi, biaya provisi, dan biaya komisi.

Dari kelebihan dan kekurangan yang dimiliki sumber pendanaan, maka perusahaan harus mengintegrasikan semua sumber keuangan yang tersedia. Untuk menghindari beban yang tidak semestinya pada perusahaan dalam jangka pendek dan panjang, jumlah dana yang dikonsumsi dari masing-masing sumber harus diperhitungkan. Kombinasi penggunaan finansial sering disebut juga sebagai rasio solvabilitas atau rasio *leverage* (Kasmir, 2019). Menurut (Kasmir, 2019), rasio solvabilitas, juga dikenal sebagai rasio *leverage*, adalah rasio yang mengukur seberapa banyak aset perusahaan didanai oleh hutang. Hal ini menunjukkan rasio hutang perusahaan terhadap asetnya. Rasio solvabilitas sering digunakan untuk menilai kemampuan suatu perusahaan dalam melunasi seluruh hutangnya, baik saat ini maupun yang akan datang, jika suatu usaha dibubarkan (dilikuidasi). Terdapat beberapa jenis rasio solvabilitas yang sering digunakan, antara lain: *Debt to Assets Ratio (DAR)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Long Term Debt to Equity Ratio*, *Tangible Assets Debt Coverage*, *Current Liabilities to Net Worth*, *Time Interest Earned*, *Fix Charge Coverage* (Kasmir, 2019).

Menurut (Subramayam, 2017), risiko struktur modal dengan menggunakan hutang adalah risiko kas yang tidak memadai dalam kondisi kesulitan. Dalam hutang ada komitmen untuk membayar beban tetap berupa bunga dan pokok pinjmanannya. Meskipun pembayaran beban tetap tertentu dapat ditunda tanpa adanya dampak yang akan merugikan pemegang saham ataupun kreditur. Maka dari itu perlu adanya estimasi pada tingkat *leverage* dan mengevaluasi risiko insolvabilitas. Biasanya pemberi pinjaman mempunyai perlindungan diri dari keadaan insolvensi pada perusahaan saat kesulitan keuangan dengan membuat perjanjian pinjaman atau memberikan jaminan.

#### **2.1.12 Struktur Pendanaan Eksternal**

Struktur pendanaan eksternal mengindikasikan bagaimana perusahaan menggunakan modal yang berasal dari hutang untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Menurut Riyanto dalam (Hamidah & Rahayu, 2022), struktur pendanaan eksternal menggambarkan cara bagaimana sumber dana perusahaan dimanfaatkan, sehingga struktur keuangan tercermin dalam total modal asing (jangka pendek dan jangka panjang) dengan modal sendiri. Perusahaan memiliki preferensi urutan dalam memilih sumber dana. Seorang manajer akan lebih dahulu mengutamakan sumber dana internal, kemudian ketika perusahaan tidak memiliki ketersediaan sumber dana internal yang mencukupi, maka manajer akan menggunakan pendanaan eksternal dengan biaya yang rendah terlebih dahulu dan alternatif terakhir adalah pendanaan eksternal dengan biaya yang tinggi

(Hamidah & Rahayu, 2022). Menurut (Abdullah, 2020), perusahaan memerlukan adanya pendanaan eksternal agar perusahaan dapat beroperasi guna mencapai tujuan perusahaan melalui pembelian aset dan membiayai aktivitas perusahaan. Menurut Santosa dan Kurniawan dalam (Abdullah, 2020), salah satu sumber pendanaan eksternal yang biasanya dilakukan adalah dengan menerbitkan surat hutang yang nantinya akan dibeli oleh kreditur. Menurut (Brealey et al., 2007), sering kali perusahaan menemui jurang pemisah antara kas yang dibutuhkan perusahaan dengan kas yang mereka hasilkan secara internal. Jurang pemisah inilah yang disebut sebagai defisit keuangan. Perusahaan menutupi defisit yang dialaminya dengan menjual ekuitas baru atau dengan meminjam.

Dalam penelitian ini, perhitungan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang membandingkan hutang terhadap ekuitas digunakan untuk menghitung struktur modal eksternal. Jumlah dana yang disumbangkan oleh peminjam atau kreditur yang berhubungan dengan pemilik usaha dipastikan dengan menggunakan DER ini. (Kasmir, 2019).

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

### **2.1.13 Stabilitas Penjualan**

Menurut Kamaludin dan Indriani dalam (Tanri et al., 2020), penjualan yang relatif stabil memudahkan perusahaan melakukan pinjaman dan mampu membayar beban yang tinggi. Selain itu Sudana dalam (Tanri et al., 2020), juga menjelaskan bahwa penjualan yang stabil dapat



memperoleh pinjaman dengan hutang yang tinggi dibandingkan perusahaan yang memiliki penjualan naik turun. Kemungkinan suatu perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasinya meningkat seiring dengan stabilitas pendapatannya. Pasalnya, pendapatan yang pada akhirnya dijadikan jaminan untuk memperoleh pinjaman akan terpengaruh oleh kestabilan penjualan (Bagu et al., 2021). Selain itu, Oino dan Ukaegbu dalam (Puspita & Juliarsa, 2020), mengungkapkan dengan adanya pertumbuhan penjualan dapat memberikan sinyal yang baik, karena manajemen dinilai memiliki prospek yang bagus dan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Menurut Martono dalam (Bagu et al., 2021), Piutang dari penjualan kredit secara langsung terkait dengan penjualan yang stabil atau meningkat. Karena penjualan tunai memiliki dampak langsung pada kas perusahaan, perusahaan sering kali lebih memilih untuk melakukan transaksi tunai. Di sisi lain, persaingan yang ketat dalam dunia bisnis mendorong produsen untuk memberikan kredit untuk barang-barang mereka. Karena perputaran piutang meningkat dengan penjualan kredit, strategi kredit ini pada akhirnya mengarah pada piutang, risiko tak tertagih, dan penurunan struktur modal bisnis. Semakin cepat perkembangan arus kas masuk perusahaan, maka semakin mudah perputaran piutang usaha dapat ditagih sesuai dengan jatuh temponya. Arus kas masuk ini akan mempengaruhi kemampuan struktur modal perusahaan untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan untuk kuartal berikutnya dan seterusnya.



Penjualan pada tahun berjalan  $t$  dikurangi penjualan pada tahun sebelumnya  $t-1$  dibagi penjualan  $t-1$  adalah cara menghitung stabilitas penjualan ini (Bagu et al., 2021). Stabilitas penjualan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Stabilitas Penjualan} = \frac{\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$$

#### 2.1.14 *Growth of Assets*

Aset adalah segala sesuatu yang memiliki nilai ekonomi yang dapat dimiliki baik oleh individu, perusahaan maupun dimiliki pemerintah yang dapat dinilai secara finansial (Wahyuni & Khoirudin, 2020). Aset adalah barang yang dalam pengertian hukum disebut benda serta terdiri atas benda tidak bergerak dan benda bergerak, baik yang berwujud (*tangible*) maupun yang tidak berwujud (*intangible*), yang tercakup dalam aktiva/kekayaan atau harta kekayaan dari suatu instansi organisasi, badan usaha maupun individu perorangan (Wahyuni & Khoirudin, 2020).

Menurut (Wahyuni & Khoirudin, 2020), macam-macam aset atau aktiva diklasifikasikan menjadi 3 (tiga) golongan utama, yaitu berdasarkan konvertibilitas, keberadaan fisik dan penggunaannya. Berdasarkan konvertibilitas atau kemudahan dalam menukarkan secara tunai, aset dibagi menjadi dua jenis, yaitu aset lancar dan aset tidak lancar. Aset lancar merupakan aset yang mudah dikonversikan menjadi uang tunai atau disebut juga aset likuid, contohnya kas, surat berharga, piutang, perlengkapan, persediaan dan deposito jangka pendek. Sedangkan aset tidak lancar adalah aset yang tidak mudah dikonversikan menjadi uang

tunai, seperti tanah, bangunan, mesin, peralatan, paten dan merek dagang. Berdasarkan ketersediaan fisiknya, aset dibedakan menjadi dua, yaitu aset berwujud dan aset tidak berwujud. Aset berwujud seperti tanah, bangunan, mesin, peralatan, kas, persediaan, surat hutang. Sedangkan aset tidak berwujud seperti *good will*, hak paten, hak cipta, hak sewa, merek dagang, izin, dan kekayaan intelektual. Terakhir, berdasarkan penggunaannya aset dibagi menjadi aset operasi dan aset non-operasional. Aset operasi adalah aset yang digunakan dalam operasi bisnis sehari-hari, contohnya kas, persediaan, bangunan, mesin, peralatan, hak paten, hak cipta dan *good will*. Sedangkan aset non-operasional kebalikan dari aset operasi, contohnya seperti investasi jangka pendek, surat berharga, tanah kosong, dan penghasilan bunga tetap dari deposito tetap.

*Growth of assets* merupakan kenaikan atau penurunan yang terjadi di dalam perusahaan. Menurut (Oktaviana & Taqwa, 2021), struktur modal yang baik dilihat dari pertumbuhan aset yang besar. Struktur modal suatu perusahaan lebih dipengaruhi oleh pertumbuhan asetnya yang lebih cepat. Perusahaan memiliki keuntungan apabila memiliki pertumbuhan aset yang meningkat. Jaminan dapat diberikan melalui aset perusahaan jika perusahaan tersebut ingin mendapatkan pinjaman dari kreditur. Aset yang tinggi juga akan memberikan keuntungan bagi perusahaan apabila perusahaan dilikuidasi maka aset tersebut dapat menutupi hutangnya. Martono dan Harjito dalam (Hidayat et al., 2022), mengungkapkan *growth*

*of assets* merupakan pertumbuhan tahunan dari total aktiva. Secara sistematis *growth of assets* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan Aset} = \frac{\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{t-1}}{\text{Total Aset}_{t-1}}$$

#### 2.1.15 *Non-Debt Tax Shield*

Menurut Muhammadiyah dalam (Supriyono et al., 2020), *Non-debt tax shield* merupakan alat untuk mensubstitusi biaya bunga yang dikurangkan dari jumlah pajak yang terutang atas laba perusahaan. Depresiasi dan amortisasi merupakan komponen dalam *non-debt tax shield* yang termasuk dalam teori *trade-off* (Supriyono et al., 2020). Selain itu, menurut Bradley, et al. dalam (Supriyono et al., 2020), juga mengungkapkan bahwa Penyusutan aset tetap merupakan salah satu cara untuk mendapatkan perlindungan pajak non hutang. Dengan menurunkan penghasilan kena pajak perusahaan, depresiasi dapat menurunkan jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan kepada pemerintah. Aset tetap perusahaan juga tercermin dari nilai penyusutan yang signifikan. Perusahaan dapat mempermudah dirinya dalam mendapatkan pembiayaan dengan menggunakan aset tetap sebagai jaminan.

Menurut (Erwan & Dewi Kartika, 2022), sebuah perusahaan dengan perlindungan pajak non-hutang yang cukup besar akan mengantisipasi arus kas dari hal-hal seperti pengurangan hutang. Menurut De Angelo dan Masulis dalam (Suryani & Sari, 2020), *non debt tax shield* merupakan pengurangan pajak yang berasal dari beban depresiasi, amortisasi, dan biaya *research and development* (R&D). Ketiga komponen ini dapat

digunakan sebagai pengganti manfaat pajak dari beban bunga akibat adanya penggunaan hutang. Menurut (Suryani & Sari, 2020), hasil penelitian terdahulu menemukan bahwa perusahaan dengan *non debt tax shield* yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menggunakan sumber dana eksternal yang berasal dari hutang dibandingkan perusahaan dengan *non debt tax shield* yang rendah. Rumus yang digunakan untuk menghitung rasio *non debt tax shield* adalah dengan jumlah depresiasi dibandingkan dengan total aset.

$$\text{NDTS} = \frac{\text{Jumlah Depresiasi}}{\text{Total Aset}}$$

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Untuk menunjang referensi penelitian, berikut adalah hasil-hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan variabel yang diangkat dalam penelitian ini:

**Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
1	Agustin Bagu, Herman Karamoy, dan Hendrik Gamaliel (2021)	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pemilihan Pendanaan Struktur Modal Eksternal Pada Perusahaan Industri Manufaktur di Indonesia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Y = Pemilihan Pendanaan Struktur Modal Eksternal X <sub>1</sub> = Stabilitas Penjualan X <sub>2</sub> = Modal Teknologi Informasi X <sub>3</sub> = Risiko Bisnis	X <sub>1</sub> = Stabilitas Penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal
2.	Jaenal Abidin dan Ilham Hidayat (2019)	Pengaruh Stabilitas Penjualan dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal (Studi	Y = Struktur Modal X <sub>1</sub> = Stabilitas Penjualan	X <sub>1</sub> = Stabilitas Penjualan terdapat pengaruh signifikan

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
		Empiris pada Perusahaan Sub Sektor Perdagangan Besar Barang Produksi dan Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2013-2017)	$X_2 =$ Struktur Aktiva	terhadap struktur modal
3	Bartholomeus Nainggolan, Resi Agustina Manalu, dan Ferdinand Napitupulu (2021)	Pengaruh Profitabilitas, <i>Free Cash Flow</i> , <i>Liquidity</i> dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2019	Y = Kebijakan Hutang $X_1 =$ Profitabilitas $X_2 =$ <i>Free Cash Flow</i> $X_3 =$ Likuiditas $X_4 =$ Pertumbuhan Penjualan	$X_4 =$ pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh dan tidak signifikan secara parsial terhadap kebijakan hutang
4	Merry Susanti, Sofia Prima Dewi, Sufiyati Sufiyati, dan Liana Susanto (2021)	<i>The Effect of Sales Growth, Profitability, and Company Size on Leverage</i>	$Y_1 =$ <i>Leverage</i> $X_1 =$ <i>Sales Growth</i> $X_2 =$ <i>Profitability</i> $X_3 =$ <i>Firm Size</i>	$X_1 =$ Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh positif terhadap leverage
5	Anggraini Oktaviana dan Salma Taqwa (2021)	Pengaruh Profitabilitas, <i>Business Risk</i> , <i>Growth of Assets</i> , <i>Operating Leverage</i> Terhadap Struktur Modal	Y = Struktur Modal $X_1 =$ Profitabilitas $X_2 =$ Business Risk $X_3 =$ Growth of Assets	$X_3 =$ <i>Growth of Assets</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
			$X_4 =$ Operating Leverage	
6	Mohammad Arridho Nur Amin, Amirah dan Lukman Abdul Azis (2023)	Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> , Pertumbuhan Aset, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Properti dan Real Estate Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021	Y = Struktur Modal $X_1 = Growth Opportunity$ $X_2 =$ Pertumbuhan Aset $X_3 =$ Profitabilitas $X_4 =$ Risiko Bisnis	$X_2 =$ Pertumbuhan Aset secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal
7	Rina Silvia dan Yonas Meti (2020)	<i>The Correlation of Sales Growth, Liquidity, and Asset Growth with Capital Structure in Food and Beverage Companies</i>	Y = Struktur Modal $X_1 =$ Pertumbuhan Penjualan $X_2 =$ Likuiditas $X_3 =$ Pertumbuhan Aset	$X_1 =$ Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal $X_3 =$ Pertumbuhan Aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal
8	Henanrini Claudia Erwan dan Titis Puspitaningrum Dewi Kartika (2022)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, <i>Non-Debt Tax Shield</i> , <i>Operating Leverage</i> , <i>Cash Holding</i> dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur	Y = Struktur Modal $X_1 =$ Kepemilikan Manajerial $X_2 = Non-debt Tax Shield$ $X_3 =$ <i>Operating Leverage</i> $X_4 = Cash Holding$	$X_2 = Non-debt Tax Shield$ berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal signifikan terhadap struktur modal



No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
			$X_5 =$ Risiko Bisnis	
9	Ani Wilujeng Suryani dan Mitcha Icha Sari (2020)	Dampak Non-Debt Tax Shield dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Indonesia	Y = Struktur Modal $X_1 =$ Non-debt Tax Shield $X_2 =$ Risiko Bisnis	$X_1 =$ Non-debt Tax Shield berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal
10	Moumita Roy (2022)	<i>Impact of Determinant for The Selection of Capital Structure of PUSs in India: A Study</i>	Y = Leverage $X_1 =$ Profitability $X_2 =$ Size $X_3 =$ Growth $X_4 =$ Tangibility $X_5 =$ Non-debt tax shield $X_6 =$ Income Variation $X_7 =$ Liquidity $X_8 =$ Uniqueness	$X_5 =$ Non-debt tax shield memiliki koefisien yang negatif terhadap leverage
11	Nenti Rosdiani dan Angga Hidayat (2020)	Pengaruh Derivatif Keuangan, Konservatisme Akuntansi dan Intensitas Aset Tetap terhadap Penghindaran Pajak	Y = Penghindaran Pajak $X_1 =$ Derivatif Keuangan $X_2 =$ Konservatisme Akuntansi $X_3 =$ Intensitas Aset tetap	$X_3 =$ Intensitas Aset tetap tidak berpengaruh terhadap penghindaran pajak
12	Tutik Avrinia Wulansari, Kartika Hendra Titisari dan Siti Nurlaela (2020)	Pengaruh Leverage, Intensitas Persediaan, Aset Tetap, Ukuran Perusahaan, Komisararis	Y = Agresivitas Pajak $X_1 =$ Leverage $X_2 =$ Intensitas Persediaan $X_3 =$ Intensitas Aset Tetap	$X_3 =$ Intensitas Aset Tetap berpengaruh negatif terhadap agresivitas pajak

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
		Independen Terhadap Agresivitas Pajak	$X_4$ = Ukuran Perusahaan $X_5$ = Komisaris Independen	

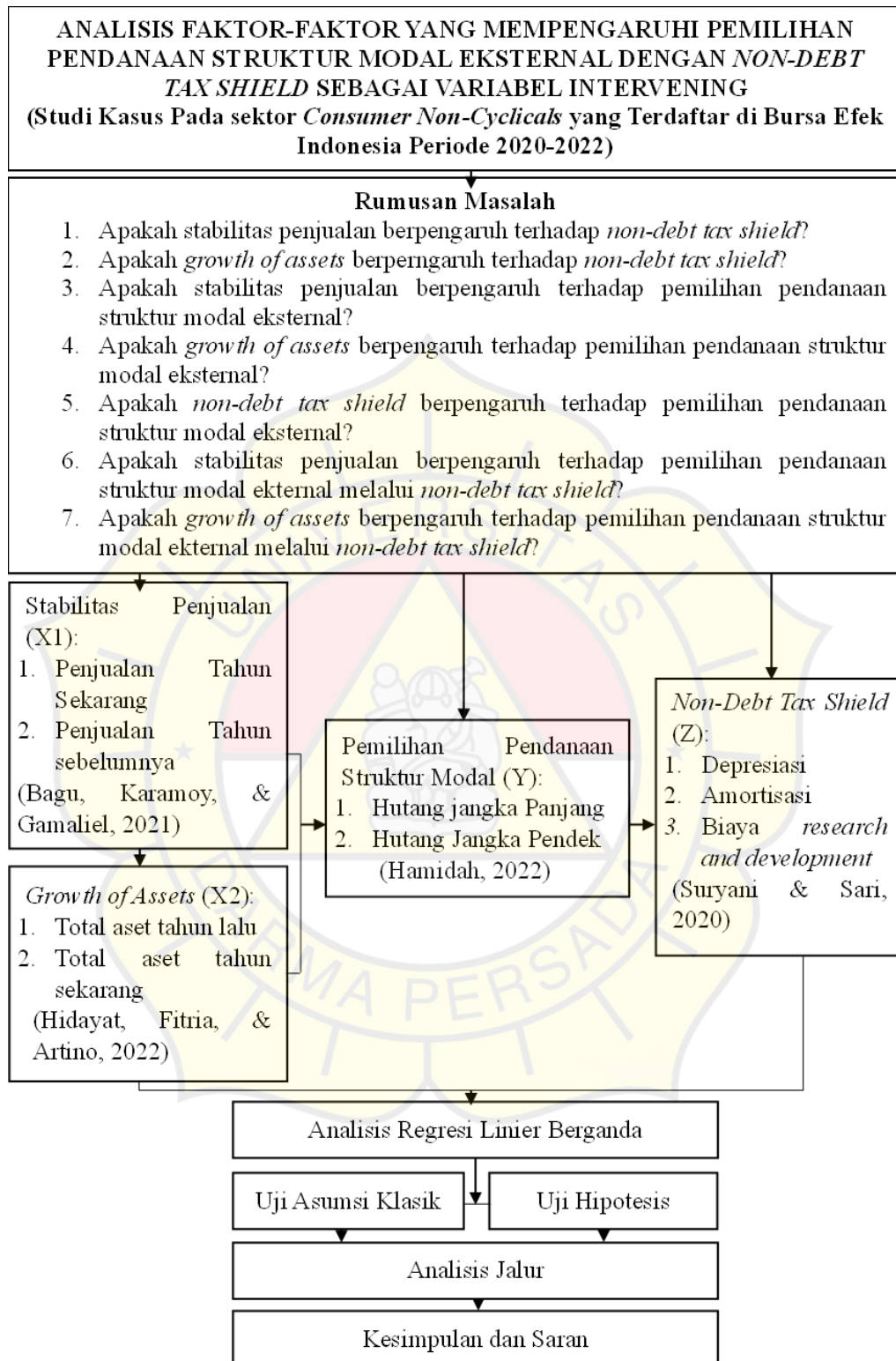
Sumber: Data Diolah 2023

### 2.3 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan landasan teoritis yang disebutkan di atas, kerangka konseptual dapat dikembangkan yang akan memfasilitasi pemahaman pembaca terhadap temuan penelitian. Menurut (Sugiyono, 2020), kerangka berpikir yang baik akan menjelaskan secara teoritis hubungan antara variabel yang akan diteliti. Jadi secara teoritis, perlu dijelaskan hubungan antar variabel independen dan dependen. Bila dalam penelitian ada variabel moderator dan intervening, maka perlu dijelaskan juga mengapa variabel tersebut ikut dilibatkan dalam penelitian. Dalam penelitian ini penulis melakukan penelitian mengenai Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pemilihan Pendanaan Struktur Modal Eksternal dengan *Non-Debt Tax Shield* Sebagai Variabel Intervening.

Secara sistematis, kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:





Uji Asumsi Klasik

Uji Hipotesis

Sumber: Data Diolah 2023

**Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran**

## 2.4 Rancangan Hipotesis

Menurut (Sugiyono, 2020), hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian sudah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan. Berdasarkan rumusan masalah yang telah dikembangkan sebelumnya, berikut hipotesis yang menjadi pedoman penelitian ini:

1. Pengaruh stabilitas penjualan (X1) terhadap *non-debt tax shield* (Z)

Stabilitas penjualan menggambarkan tentang pertumbuhan penjualan dari tahun ke tahun. Semakin tinggi penjualan maka laba yang akan didapatkan juga akan semakin tinggi. Laba tersebut bisa mempengaruhi arus kas pendapatan sehingga perusahaan mampu membeli tambahan aset untuk meningkatkan penjualannya. Sehingga stabilitas penjualan diduga dapat mempengaruhi *non-debt tax shields* yang akan meminimalkan objek pajak yang dibayarkan perusahaan, maka hipotesis dari variabel ini adalah:

**H1 : Terdapat pengaruh stabilitas penjualan (X1) terhadap *non-debt tax shield* (Z)**

2. Pengaruh *growth of assets* (X2) terhadap *non-debt tax shield* (Z)

*Growth of assets* menggambarkan trend pertumbuhan kepemilikan investasi perusahaan terhadap aset tetap setiap tahunnya. Aset tetap perusahaan berkaitan dengan beban depresiasi. Beban depresiasi pada aset tetap perusahaan akan mempengaruhi pajak perusahaan karena beban depresiasi bersifat mengurangi laba kotor perusahaan sehingga laba kena

pajak akan lebih kecil (Sundari dan Apriliani dalam (Rosdiani & Hidayat, 2020))

Hasil penelitian (Rosdiani & Hidayat, 2020), mengungkapkan bahwa intensitas aset tetap tidak berpengaruh terhadap penghindaran pajak, karena aset tetap tersebut semata-mata memang digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Namun hasil penelitian (Avrinia Wulansari et al., 2020), menyatakan bahwa intensitas aset tetap berpengaruh negatif terhadap agresivitas pajak, karena semakin tinggi beban depresiasi maka laba perusahaan akan semakin kecil, sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan akan semakin berkurang dan kemungkinan perusahaan melakukan agresivitas pajak akan rendah. Maka hipotesisnya dapat dirumuskan:

**H2 : Terdapat pengaruh *growth of assets* (X2) terhadap *non-debt tax shield* (Z)**

3. Pengaruh stabilitas penjualan (X1) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y)

Hasil penelitian (Bagu et al., 2021), menunjukkan bahwa stabilitas penjualan berpengaruh signifikan terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal, sebab penjualan yang stabil akan mampu meningkatkan laba perusahaan untuk membayar beban bunga kepada kreditur atas kebijakan perusahaan dalam memilih sumber pendanaan eksternal melalui hutang. Hal tersebut juga selaras dengan hasil penelitian (Abidin &

Hidayat, 2019), yang menyatakan bahwa stabilitas penjualan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Namun hasil penelitian (Nainggolan et al., 2021), mengungkapkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat *growth* yang tinggi cenderung menggunakan dana dari modal internal. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan hasil penelitian (Susanti et al., 2022), yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Berdasarkan uraian di atas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

**H3 : Terdapat pengaruh stabilitas penjualan (X1) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y)**

4. Pengaruh *growth of assets* (X2) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal(Y)

Aset perusahaan mencerminkan kekayaan yang dimiliki perusahaan. Pertumbuhan aset yang tinggi dapat dijadikan jaminan kepada kreditur untuk memberikan pinjaman dalam bentuk hutang. Aset juga dapat bermanfaat apabila perusahaan dilikuidasi dan tidak mampu membayar hutang maka aset tersebut yang akan menggantikan pembayaran hutangnya. Oktaviana & Taqwa (2021), menyatakan bahwa *growth of assets* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun hasil penelitian (Amin et al., 2023), menunjukkan bahwa pertumbuhan aset tidak

berpengaruh terhadap struktur modal. Maka dari itu hipotesis pada variabel ini dirumuskan dengan:

**H4 : Terdapat pengaruh *growth of assets* (X2) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal(Y)**

5. Pengaruh *non-debt tax shield* (Z) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y)

*Non-debt tax shield* merupakan manfaat pajak yang timbul dari beban depresiasi. Pada penelitian (Suryani & Sari, 2020), menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Suryani & Sari (2020), memaparkan bahwa jika tingkat *non-debt tax shield* perusahaan rendah maka lebih baik menggunakan dana eksternal dalam memenuhi struktur modalnya selama penggunaan dana eksternal tersebut tidak melampaui batas optimal struktur modal. Hasil penelitian (Erwan & Dewi Kartika, 2022), juga menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, dimana semakin tinggi manfaat pengurangan pajak yang diterima maka akan semakin banyak sumber internal yang dimiliki sehingga penggunaan hutang akan semakin rendah dibutuhkan. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesisnya:

**H5 : Terdapat pengaruh *non-debt tax shield* (Z) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y)**

6. Pengaruh stabilitas penjualan (X1) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y) melalui *non-debt tax shield* (Z)

Stabilitas penjualan yang tinggi dapat mencerminkan pendapatan yang tinggi. Dengan pendapatan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membelanjai pendapatannya melalui pembelian aset tetap guna meningkatkan produktivitasnya dalam menjaga stabilitas penjualannya. Sehingga hal tersebut memungkinkan perusahaan memperoleh arus kas pendapatan *non-debt tax shield*. Kas yang besar diduga dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam membayarkan kewajiban tetap berupa bunga apabila perusahaan mendanai struktur modalnya dengan hutang. Dengan demikian hipotesisnya adalah:

**H6 : Terdapat pengaruh stabilitas penjualan (X1) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y) melalui *non-debt tax shield* (Z)**

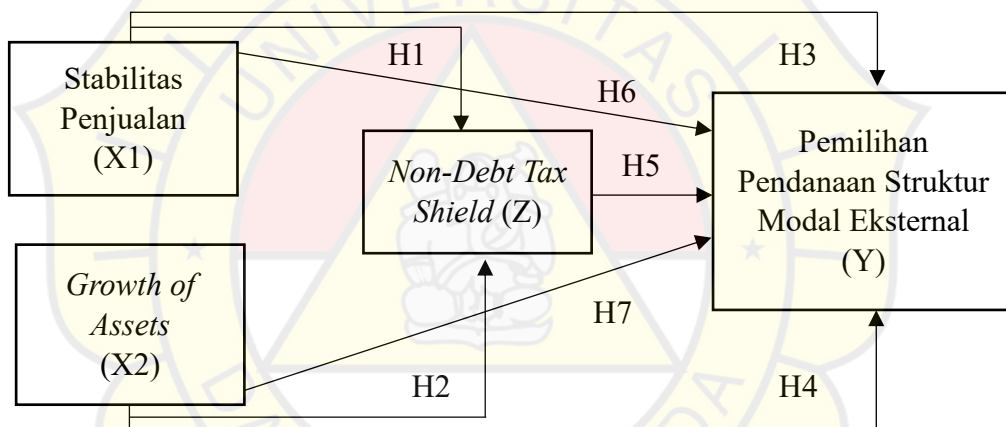
7. Pengaruh *growth of assets* (X2) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y) melalui *non-debt tax shield* (Z)

Pertumbuhan aset yang tinggi akan meningkatkan beban depresiasi. Dengan besarnya beban depresiasi maka perusahaan akan mendapatkan manfaat dari perlindungan pajak. Peningkatan aset dapat memperkecil objek pajak yang dibayarkan perusahaan melalui *non-debt tax shield*. Sehingga diduga pertumbuhan aset melalui *non-debt tax shield* dapat mempermudah perusahaan apabila menggunakan pendanaan eksternal berupa hutang sebagai jaminan kepada kreditur. Maka hipotesisnya adalah:

**H7 : Terdapat pengaruh *growth of assets* (X2) terhadap pemilihan pendanaan struktur modal eksternal (Y) melalui *non-debt tax shield* (Z)**

#### 2.4.1 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual merupakan sebuah model yang menggambarkan hubungan-hubungan antar variabel atau konsep-konsep dalam penelitian (Heryana, 2019), Pada penelitian ini kerangka konseptual digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 2. 2 Kerangka Konseptual**