

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Pada bagian ini akan diuraikan mengenai teori-teori yang berkaitan dengan investasi, *return* saham, struktur modal, teori-teori struktur modal, teori DuPont, rasio yang digunakan dalam penelitian, penelitian terdahulu, pengembangan hipotesis dan model penelitian.

2.1.1 Investasi

Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Umumnya investasi dibedakan menjadi dua, yaitu: investasi pada aset-aset finansial (*financial assets*) dan investasi pada aset-aset riil (*real assets*). Investasi pada aset-aset finansial dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, surat berharga pasar uang, dan lainnya. Investasi dapat juga dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi, dan lain-lain. Investasi pada aset-aset riil dapat berbentuk pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan dan lainnya (Halim, 2003:2).

Menurut Noor (2009:4), investasi dapat dirumuskan sebagai mengorbankan peluang konsumsi saat ini dengan harapan dapat keuntungan di masa datang. Definisi

investasi menurut Jogiyanto (2000:12) adalah kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh pendapatan atau peningkatan dana atas nilai investasi awal yang bertujuan untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa investasi adalah aktivitas menempatkan sejumlah dana di masa sekarang oleh investor dengan tujuan memperoleh *return* di masa yang akan datang pada tingkat tertentu sesuai yang diharapkan. Pengembalian yang diharapkan adalah pengembalian di masa mendatang yang lebih baik daripada masa sekarang. Pemilihan investasi yang baik adalah dengan memilih investasi pada berbagai pilihan investasi pada risiko yang sama, atau memilih investasi yang memiliki tingkat pengembalian yang sama pada risiko yang terkecil.

2.1.2 Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasian yang sudah terjadi atau *return* ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa yang mendatang. *Return* realisasian (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasian dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasian penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan (Jogiyanto, 2010:205).

Menurut Halim (2003:30) dan Ross, dkk (2015:313) menyebutkan bahwa Komponen *return* meliputi:

1. *Capital gain (loss)* merupakan keuntungan (kerugian) bagi investor yang diperoleh dari kelebihan harga jual (harga beli) di atas harga beli (harga jual) yang keduanya terjadi di pasar sekunder.
2. *Yield* merupakan pendapatan atau aliran kas yang diterima investor secara periodik, misalnya berupa dividen atau bunga. *Yield* dinyatakan dalam persentase dari modal yang ditanamkan.

2.1.3 Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antar jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2001:22). Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (*deficit*) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu dari hutang (*debt financing*). Namun dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata, sehingga memaksimalkan nilai perusahaan.

Berkaitan dengan struktur modal tersebut di atas, maka sistem keuangan perusahaan merupakan salah satu pertimbangan yang perlu dianalisis. Setiap perusahaan memiliki kebijakan sendiri untuk memutuskan kebijakan apa yang digunakan untuk membiayai bisnisnya dengan tujuan utama untuk memaksimalkan nilai perusahaan sekaligus mengurangi risiko keuangan perusahaan. Dalam literatur keuangan perusahaan, teori struktur modal merupakan salah satu masalah yang paling membingungkan. Seperti yang telah diketahui bahwa strategi perusahaan untuk membiayai aset mereka adalah melalui kombinasi dari ekuitas, hutang dan laba ditahan. Dengan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, perusahaan dapat menentukan jenis kebijakan keuangan yang dikeluarkan.

Struktur modal dapat diukur melalui rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) dimana Kasmir (2010:112) mendefinisikan rasio ini adalah rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuannya adalah untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang dengan cara membandingkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri yang disediakan oleh perusahaan.

2.1.4 Teori-teori Struktur Modal

Struktur modal merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Jenis-jenis teori struktur modal antara lain:

2.1.4.1 Teori Modigliani dan Miller

Studi mengenai teori struktur modal dipelopori oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958. Teori ini menghasilkan sebagai teori penting dan pertama dalam bidang struktur modal (Pagano, 2005). Modigliani-Miller menyatakan bahwa di pasar modal sempurna bebas dari pajak, biaya transaksi dan gesekan-gesekan lainnya, struktur modal tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan. Mereka menunjukkan bahwa pilihan antara hutang dan pembiayaan ekuitas tidak memiliki efek material pada nilai perusahaan dan akibatnya manajemen tidak perlu khawatir tentang proporsi hutang dan ekuitas yang membentuk struktur modal perusahaan (Dawar, 2014).

Pada tahun 1963, Modigliani-Miller mempublikasikan koreksi teori yang sudah diumumkan sebelumnya mengenai struktur modal. Mereka menghilangkan asumsi tentang tidak adanya pajak. Argumentasi yang mereka lontarkan adalah dengan adanya pajak pada perusahaan maka faktor hutang justru bisa menghemat perusahaan dalam membayar pajak karena hutang menimbulkan pembayaran bunga

yang akan mengurangi jumlah penghasilan kena pajak sehingga terdapat penghematan pajak dan nilai perusahaan akan meningkat. Hubungan jumlah hutang dengan nilai perusahaan adalah positif yaitu semakin besar jumlah hutang yang digunakan mengakibatkan meningkatnya nilai perusahaan. Artinya perusahaan didorong untuk memperbanyak hutang.

Dari koreksi teori Modigliani Miller tahun 1963, dapat dipetik dua hal utama yang berbeda dengan teori sebelumnya adalah (Siaw, 1999 dikutip dalam Wibisono, 2008):

1. Dalam kenyataan, struktur modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan: bertambahnya penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Manfaat pajak dari penggunaan hutang diperoleh dari beban biaya bunga hutang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya yang mengurangi besaran laba kena pajak sedangkan pembayaran dividen tidak dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya. Jadi, perusahaan (seperti) menerima subsidi dari pemerintah atas penggunaan hutang untuk menambah modal.
2. Dengan adanya pajak korporasi, diperoleh dua manfaat penggunaan hutang yakni: hutang merupakan sumber modal yang lebih murah daripada ekuitas dan biaya bunga menjadi elemen pengurang pajak. "Penghematan" dari penggunaan hutang yang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas, menghasilkan WACC yang makin kecil seturut dengan bertambahnya hutang. Jadi, struktur modal

berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yang artinya makin banyak hutang akan makin meningkatkan nilai perusahaan.

2.1.4.2 Teori *Trade-off*

“By including market imperfections, firms seem to get an optimal, value-maximizing debt-equity ratio by trading off the advantages of debt against the disadvantages. So firms will set a target debt ratio and gradually will move towards achieving it” (Myers, 1984).

Salah satu asumsi utama dalam Modigliani dan Miller (1958) adalah bahwa tidak adanya pajak. Teori *Trade-off* adalah pengembangan Teori Modigliani-Miller tetapi mempertimbangkan efek pajak dan biaya kebangkrutan. Teori ini dianggap sebagai langkah pertama untuk pengembangan banyak teori lain yang telah mempelajari bagaimana perusahaan memilih struktur modal mereka. Teori Modigliani-Miller (1958) dapat digunakan untuk menggambarkan bagaimana perusahaan menggunakan perpajakan untuk memanipulasi profitabilitas dan untuk memilih tingkat utang yang optimal. Tingkat utang di sisi lain meningkatkan risiko kebangkrutan atau seperti yang kita sebut biaya kebangkrutan karena ketika rasio utang terhadap ekuitas meningkat, pemegang utang akan memerlukan suku bunga yang lebih tinggi tetapi juga para pemegang saham akan berpura-pura untung lebih tinggi untuk investasi mereka (Brealey dan Myers, 2003 dikutip dalam Cekrezi, 2013).

Esensi Teori *Trade-Off* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh

manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan. Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan.

2.1.4.3 Teori Agency

Fondasi dari Teori *Agency* yang berkembang hingga saat ini bermula dari penelitian yang berjudul *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Penelitian ini dilakukan oleh Michael C. Jensen serta William H. Meckling tahun 1976. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai kontrak dimana satu atau lebih orang (*principal*) melibatkan orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa layanan atas nama mereka yang melibatkan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Akibat hubungan agensi ini maka munculnya *agency problem* yang dalam hal ini pihak agen akan berupaya untuk memaksimalkan kepentingan dirinya sendiri sementara mengabaikan kepentingan *principal* padahal tujuan utama dari suatu perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik modal. Oleh karena itu, dibutuhkan suatu bentuk pengendalian untuk mengendalikan tindakan pihak agen.

Teori keagenan untuk struktur modal menyatakan bahwa struktur modal yang optimal ditentukan dengan meminimalkan biaya konflik yang mungkin terjadi antar

pihak yang terlibat. Jensen dan Meckling (1976) berargumen bahwa biaya keagenan memainkan peran penting dalam keputusan pendanaan karena konflik yang mungkin terjadi antara pemegang saham dan pemegang obligasi atau utang. Bila perusahaan mengalami kesulitan keuangan, pemegang saham dapat mendorong manajemen untuk mengambil tindakan, yang mungkin dapat berdampak pada perpindahan dana atau *expropriasi* dari pemegang obligasi atau utang ke pemegang saham. Pemegang obligasi atau utang yang menyadari hal tersebut akan menuntut tingkat hasil yang lebih tinggi apabila terlihat adanya potensi transfer kekayaan tersebut. Namun utang dan pembayaran bunga dapat mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang obligasi atau utang memiliki hak legal untuk meminta ganti rugi bila manajemen gagal dalam membayar bunga ketika jatuh tempo sehingga manajemen akan menghadapi kemungkinan kehilangan pekerjaan bila mereka gagal menjalankan perusahaan secara efisien. Hal ini akan mendorong konvergensi antara tujuan pemegang saham dan manajer untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham (Buferna dkk, 2005).

2.1.4.4 Teori *Signaling*

Teori *Signaling* merupakan suatu perilaku manajemen perusahaan dalam memberi petunjuk untuk investor terkait pandangan manajemen pada prospek perusahaan untuk masa mendatang. Dalam kerangka Teori *Signaling* disebutkan bahwa dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat asimetri informasi antara manajer perusahaan dan pihak luar. Hal ini disebabkan

karena manajer perusahaan mengetahui lebih banyak informasi mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi asimetri informasi tersebut. Salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar berupa informasi keuangan yang positif dan dapat dipercaya yang akan datang sehingga dapat meningkatkan kredibilitas dan kesuksesan perusahaan.

Stephen A. Ross pada tahun 1977 dalam *Bell Journal of Economics* volume 8 dengan judul *The Determinants of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach* menyatakan bahwa ketika perusahaan menerbitkan utang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor potensial tentang prospek perusahaan di masa mendatang mengalami peningkatan (Megginson, 1997 dikutip dalam Wibisono, 2008). Dalam situasi tersebut, harga saham akan cenderung meningkat. Jadi, struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.1.4.5 Teori *Pecking Order*

Teori *Pecking Order* dalam analisis struktur modal dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984). Berdasarkan teori ini, sumber utama modal perusahaan yang pertama kali harus berasal dari hasil usaha perusahaan yang berupa keuntungan bersih setelah pajak yang tidak dibagikan kepada para pemilik perusahaan atau pemegang saham (laba ditahan). Laba ditahan ini akan diinvestasikan kembali dalam usaha atau proyek perusahaan yang menguntungkan. Jika laba ditahan tidak cukup untuk

membayai proyek investasi yang menguntungkan tersebut, maka perusahaan dapat meningkatkan modalnya dengan mencari dana dari hutang dan kemudian dari modal sendiri atau ekuitas.

Jadi, dapat disimpulkan bahwa teori ini menyatakan perusahaan melakukan keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan internal ke eksternal. Urutan pendanaan mulai dari dana yang bersumber dari laba ditahan kemudian hutang dan akhirnya sampai pada penerbitan ekuitas baru, artinya dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah. Urutan struktur modal ini menjelaskan mengapa Teori *Pecking Order* muncul sebagai salah satu teori struktur modal yang menjelaskan bagaimana perusahaan membiayai kegiatannya.

2.1.5 Teori Du Pont

“The DuPont system of financial analysis is based on return on equity, with the components of this ratio being the net profit margin, the total asset turnover and the equity multiplier” (McGowan and Stambaugh, 2012).

Analisis DuPont adalah metode paling disukai untuk memperkirakan nilai pasar suatu perusahaan yang menunjukkan *leverage* sebuah perusahaan untuk meningkatkan profitabilitas masa depan melalui pemanfaatan asetnya yang lebih efisien, meningkatkan *return* bagi *shareholders* dan *leverage* tinggi yang disukai bagi para investor potensial (Doorasamy, 2016). Demmer (2015) menyimpulkan bahwa DuPont berguna untuk memprediksi profitabilitas masa depan perusahaan, pendapatan operasional, pengembalian *stock market* dan menyimpulkan bahwa perubahan pada *profit margin* memberikan informasi penting dan relevan pada *return*

on asset masa depan. Temuannya juga menyiratkan bahwa komponen DuPont sebagian dipengaruhi oleh pendapatan yang diharapkan oleh perusahaan. Demmer (2015) menunjuk penelitian *Financial Statement Analysis* terbaru (FSA) yang telah menunjukkan manfaat dari perubahan *profit margin* untuk memprediksi perubahan *return on asset* pada tahun berikutnya.

Sawir (2005:28) mendefinisikan analisis DuPont menggabungkan rasio-rasio aktivitas dan *profit margin* yang menunjukkan bagaimana rasio-rasio tersebut berinteraksi untuk menentukan profitabilitas aktiva-aktiva yang dimiliki perusahaan. Jika rasio perputaran dikalikan dengan marjin laba penjualan, hasilnya adalah tingkat pengembalian aktiva (ROA) atau sering disebut juga tingkat pengembalian investasi (ROI).

2.1.6 Rasio Profitabilitas

Menurut Kasmir (2010:115), rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Intinya bahwa penggunaan rasio ini menunjukkan efisiensi perusahaan. Pada penelitian ini, rasio profitabilitas diukur dengan dua rasio berikut ini:

2.1.6.1 Return on Net Operating Assets (RNOA)

Subramanyam (2014:483) mendefinisikan ROA sebagai *Return on Net Operating Asset* (RNOA) yang merupakan suatu ukuran untuk menentukan seberapa besar laba yang diperoleh suatu perusahaan atas pemanfaatan aktiva dalam suatu periode waktu tertentu sehingga RNOA dapat mengukur efektifitas dan efisiensi pengelolaan aset suatu perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa RNOA merupakan rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan (profit) dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki oleh perusahaan.

2.1.6.2 Net Profit Margin (NPM)

Menurut Kasmir (2010:115), rasio ini merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur margin laba atas penjualan. Untuk mengukur rasio ini adalah dengan cara membandingkan antara laba bersih setelah pajak dengan penjualan bersih. Rasio ini juga dikenal dengan nama *Net Profit Margin* (NPM). Brigham dan Houston (2007:146) menjelaskan *Net Profit Margin* mengukur laba bersih per penjualan; dihitung dengan membagi laba bersih dengan penjualan. *Net Profit Margin* semakin meningkat menggambarkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan keuntungan yang diperoleh pemegang saham akan meningkat. Maka apabila *Net Profit Margin* meningkat juga akan berpengaruh terhadap meningkatnya *return* saham.

2.1.7 Rasio Efisiensi

Rasio efisiensi mengukur kemampuan perusahaan menggunakan dan mengelola aset dan liabilitas yang dimiliki (Sukamulja, 2017:51). Di dalam buku Kasmir (2010:113), rasio efisiensi didefinisikan sebagai rasio aktivitas (*Activity Ratio*) yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menggunakan aktiva yang dimilikinya. Atau dapat pula dikatakan rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi pemanfaatan sumber daya perusahaan. Pada penelitian ini, rasio efisiensi diukur dengan dua rasio berikut ini:

2.1.7.1 *Working Capital Turnover*

Rasio ini menunjukkan hubungan antara modal kerja dengan penjualan yang dapat diperoleh perusahaan untuk tiap rupiah modal kerja. Perputaran modal kerja yang rendah menunjukkan adanya kelebihan modal kerja yang mungkin disebabkan rendahnya perputaran persediaan, piutang atau adanya saldo kas yang terlalu besar.

Kasmir (2010:114) mendefinisikan rasio *Working Capital Turnover* (WCT) atau yang juga dapat disebut perputaran modal kerja untuk mengukur atau menilai keefektifan modal kerja perusahaan selama periode tertentu. Artinya, seberapa banyak modal kerja berputar selama satu periode atau dalam suatu periode. Untuk mengukur rasio ini dengan membandingkan antara penjualan dengan modal kerja atau dengan modal kerja rata-rata.

2.1.7.2 *Assets Turnover*

Rasio ini memperlihatkan seberapa efektif investasi yang dilakukan pada waktu pembuatan laporan keuangan sehingga dapat diperkirakan apakah manajemen perusahaan mampu mengefektifkan modal yang ada sehingga nantinya dapat dibandingkan banyaknya penjualan yang terjadi tiap satuan aset yang dimiliki dengan menggunakan rasio ini. Menurut Syamsuddin (2011:62), *Asset Turnover* (AT) adalah tingkat efisiensi penggunaan keseluruhan aktiva perusahaan di dalam menghasilkan volume penjualan tertentu. Semakin tinggi rasio *Assets Turnover* berarti semakin efisien penggunaan seluruh aktiva di dalam menghasilkan penjualan.

Menurut Kasmir (2010:185), *Assets Turnover* adalah rasio pengelolaan aktiva terakhir mengukur perputaran seluruh aset perusahaan dan dihitung dengan membagi penjualan dengan total aset dan mengukur berapa jumlah penjualan yang diperoleh dari tiap rupiah aktiva. Apabila perusahaan tidak menghasilkan volume usaha yang cukup untuk ukuran investasi sebesar total aktivanya maka penjualan harus ditingkatkan.

Dari pengertian yang sudah dipaparkan di atas dapat disimpulkan bahwa rasio *Assets Turnover* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan. Kemudian juga mengukur berapa jumlah penjualan yang diperoleh dari tiap rupiah aktiva.

2.2 Penelitian Terdahulu

2.1

Tabel Rangkuman Hasil Penelitian Terdahulu

No	Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Basil Al-Najjar dan Peter Taylor (2008) dengan judul “ <i>The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure</i> ”.	<i>Profitability, Firm Size, Growth Rate, Market-to-Book Ratio, Asset Structure dan Liquidity.</i>	Hasilnya mengungkapkan bahwa <i>Assets Tangibility, Firm Size, Growth Opportunities</i> dan <i>Business Risk</i> penentu struktur kepemilikan dan struktur modal.
2.	Keshar J. Baral (2004) dengan judul “ <i>Determinants of Capital Structure</i> ”.	<i>Size of Firm, Growth Rate, Business Risk, Profitability, Dividend Payout, Debt Service Capacity, dan Operating Leverage.</i>	Studi ini menunjukkan bahwa <i>Profitability</i> memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal .
3.	Michael J. McCuedan Yasar A. Ozcan (1992) dengan judul “ <i>Determinants of Capital Structure</i> ”.	<i>Asset Structure, Growth, Profitability, Risk, Size, Tax Shield, Ownership Affiliation, Payment System dan Market Condition.</i>	<i>Asset Structure, Growth, Risk, Size, Ownership Affiliation, Market Condition</i> berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal.
4.	Laura Serghiescua dan Viorela L. Vaidean (2014) dengan judul “ <i>Determinant Factors of The Capital Structure of A Firm</i> ”.	<i>Profitability, Size of Firm, Asset Tangibility, Liquidity, dan Asset Turnover.</i>	<i>Size of Firm</i> dan <i>Asset Turnover</i> memiliki korelasi positif terhadap <i>Leverage</i> .
5.	Iga Bagus Jaya Wardhana dan Wisnu Mawardi (2016) dengan judul “Analisis Pengaruh Struktur Aktiva, <i>Asset Turnover, Growth</i> Terhadap <i>Profitability</i> Melalui Variabel <i>Capital Structure</i> Sebagai Variabel Intervening”.	<i>Asset Structure, Total Asset Turnover, Growth Asset, dan Capital Structure.</i>	Hasilnya menunjukkan bahwa <i>Asset Structure</i> memiliki pengaruh terhadap struktur modal. <i>Total Asset Turnover</i> dan <i>Growth</i> tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Lanjutan Tabel 2.1

No	Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
6.	Pemy A. Martono (2016) dengan judul “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>Return Saham</i> ”.	<i>Return on Equity, Net Profit Margin, Nilai Perusahaan.</i>	Hasil penemuan memberikan bukti bahwa ketiga variabel independen (<i>Return on Equity, Net Profit Margin, Nilai perusahaan</i>) berpengaruh signifikan terhadap <i>return saham</i> .
7.	Sri Hermuningsih (2013) dengan judul “Pengaruh Profitabilitas, <i>Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia</i> ”.	<i>Return on Equity, Return on Asset, Earning to Investment, Price Earning Ratio, Investment to Sales, Market to Books Total Assets, Market to Books Total Equity, Debt to Equity Ratio, Tobin’s Q.</i>	Profitabilitas dan <i>Growth Opportunity</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal serta Profitabilitas, <i>Growth Opportunity</i> dan Struktur Modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Lalu Struktur modal sebagai variabel intervening menunjukkan hasil bahwa bagi variabel <i>Growth Opportunity</i> bertindak sebagai variabel intervening dan tidak bagi variabel Profitabilitas.
8.	Sri Hermuningsih (2012) dengan judul “Pengaruh Profitabilitas, <i>Size Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening</i> ”.	<i>Return on Equity, Return on Asset, Size, Struktur Modal.</i>	Hasil penelitian ini adalah, Pertama, Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kedua, <i>Size</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal. Ketiga, struktur modal berpengaruh positif terhadap ukuran perusahaan. Keempat, profitabilitas dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening.

Lanjutan Tabel 2.1

No	Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
9.	Lina Warrad dan Rania Al Omari (2015) dengan judul “ <i>The Impact of Activity Ratio among Industrial Sectors’ Performance: Jordanian Case</i> ”.	<i>Return on Assets, Total Asset Turnover, Fixed Asset Turnover.</i>	Penelitian ini menunjukkan terdapat dampak signifikan dari <i>Total Asset Turnover</i> terhadap <i>Return on Asset</i> sektor industri Yordania sehingga perubahan dalam pengembalian pada aset (ROA) telah dijelaskan oleh rasio <i>Total Asset Turnover</i> . Juga terdapat dampak signifikan dari <i>Fixed Asset Turnover</i> pada <i>Return on Asset</i> sektor industri Yordania. Dengan demikian perubahan dalam pengembalian aset (ROA) telah dijelaskan oleh <i>Fixed Asset Turnover</i> sehingga dapat disimpulkan terdapat dampak yang signifikan dari rasio perputaran aktivitas terhadap kinerja sektor industri Yordania.
10.	Rosalina P. Mayasari dan Rika Anggraini (2016) dengan judul “Pengaruh dari <i>Activity Ratio, Profitability Ratio</i> dan <i>Market Ratio</i> Terhadap <i>Return Saham</i> Pada Perusahaan Sub Sektor Telekomunikasi Yang Terdaftar di Indonesia Stock Exchange Periode 2011-2015”.	<i>Total Asset Turnover, Price Book Value, Price Earning Ratio, Working Capital Turnover, Return on Asset</i> dan <i>Return on Equity</i> .	Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa <i>Total Asset Turnover, Price Book Value, Price Earning Ratio</i> memiliki pengaruh pada <i>return</i> saham. <i>Working Capital Turnover, Return on Asset</i> dan <i>Return on Equity</i> tidak memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham.
11.	Syahib Natarsyah (2000) dengan judul “Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental Perusahaan Terhadap Harga Saham”.	<i>Return on Asset, Return on Equity, Dividend Payout Ratio, Debt Equity Ratio, Book Value</i> dan Indeks Beta.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya <i>Return on Asset, Debt Equity Ratio</i> dan <i>Book Value</i> yang memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham.

Lanjutan Tabel 2.1

No	Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
12.	Eliza W. Ratnasari (2003) dengan judul “Analisis Pengaruh Faktor Fundamental, Volume Perdagangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar terhadap <i>Return Saham</i> di BEJ”.	<i>Return on Asset, Net Profit Margin, Debt Equity Ratio, Price Book Value, Volume Perdagangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar.</i>	Penelitian ini menemukan bahwa hanya Volume Perdagangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar yang tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> saham.
13.	Reni Maharani (2004) dengan judul “Analisa Respon Market Terhadap Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”.	<i>Quick Ratio, Debt Equity Ratio, Return on Equity, Working Capital Turnover dan Earning Per Share.</i>	Hasil regresi menunjukkan bahwa <i>Quick Ratio, Debt Equity Ratio, Return on Equity, Working Capital Turnover</i> dan <i>Earning Per Share</i> memiliki pengaruh terhadap rata-rata <i>return</i> saham.
14.	Miftakur Rochmah dan Edy Poernomo (2017) dengan judul “Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”.	<i>Debt to Equity Ratio, Debt to Asset Ratio, Return Saham.</i>	<i>Debt to Equity Ratio</i> dan <i>Debt to Asset Ratio</i> memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat Tingkat Pengembalian (<i>Return</i>).
15.	Andre Hernendiastoro (2005) dengan judul “Pengaruh Kinerja Perusahaan dan Kondisi Ekonomi Terhadap <i>Return Saham</i> Dengan Metode Intervalling”.	<i>Current Ratio, Debt Equity Ratio, Return on Asset, Price Earning Ratio, Tingkat Inflasi, Suku Bunga dan Kurs.</i>	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada interval 3 bulanan dan 6 bulanan variabel <i>Return on Asset</i> dan Suku Bunga berpengaruh terhadap <i>return</i> saham. Pada interval 12 bulan hanya Suku Bunga saja yang berpengaruh terhadap <i>return</i> saham sedangkan variabel lain yaitu <i>Current Ratio, Debt Equity Ratio, Return on Asset, Price Earning Ratio, Tingkat Inflasi, dan Kurs</i> tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap <i>return</i> saham.

2.3 Pengembangan Hipotesis

2.3.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Return Saham*

Profitabilitas merupakan ukuran untuk menilai seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan yang dapat diperoleh dari tingkat penjualan atau aset yang dimiliki oleh perusahaan. Profitabilitas yang tinggi merupakan suatu keberhasilan perusahaan dalam memperoleh laba serta menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Hal ini berdampak pada kenaikan nilai perusahaan. Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki sebuah perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan.

Hasil penelitian Martono (2016), menunjukkan bahwa *Return on Equity* dan *Net Profit Margin* menunjukkan pengaruh positif terhadap *return saham*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Hermuningsih (2012) yang menyatakan bahwa *Return On Equity* dan *Return on Asset* memiliki pengaruh terhadap *return saham*. Berdasarkan teori dan penelitian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₁ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *return saham*.

2.3.2 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2010:115). Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mengurangi hutang. Hal ini disebabkan perusahaan

mengalokasikan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif rendah menggunakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah struktur modal.

Hasil tiga penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008), Baral (2004) serta McCue dan Ozcan (1992) menunjukkan bahwa profitabilitas tidak memiliki hubungan dengan struktur modal. Berdasarkan teori dan penelitian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₂ : Profitabilitas berhubungan negatif dengan struktur modal

2.3.3 Pengaruh Efisiensi Penggunaan Aktiva Terhadap *Return Saham*

Teori *Signaling* menjelaskan suatu perilaku manajemen perusahaan dalam memberi petunjuk untuk investor terkait pandangan manajemen pada prospek perusahaan untuk masa mendatang (Brigham dan Houston, 2014:184). Sinyal tersebut berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik.

Perputaran aktiva (*Asset Turnover*) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan. Kemudian juga mengukur berapa jumlah penjualan yang diperoleh dari tiap rupiah aktiva (Kasmir, 2010:114). Ketika tingkat perputaran aktiva tinggi maka akan membuat laba perusahaan menjadi besar. Jadi, tingkat perputaran aset ini sangat berguna untuk pihak luar seperti investor karena digunakan untuk mengetahui efisiensi perusahaan

dalam meningkatkan penjualan. Perputaran aset tersebut juga berguna untuk mengetahui seberapa efektif perusahaan mengelola aktiva sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan yang berakibat pada meningkatnya *return* saham.

Working Capital Turnover atau yang disebut juga sebagai perputaran modal kerja memiliki keterkaitan dengan *Asset Turnover*. Karena perhitungan dari *Working Capital Turnover* maupun *Asset Turnover* terdapat unsur penjualan yang berperan sebagai pembilang dan aset lancar yang menjadi penyebut. Jadi dapat disimpulkan bahwa *Working Capital Turnover* mempunyai hubungan yang searah dengan *Asset Turnover*.

Penelitian Maharani (2004) menunjukkan bahwa *Working Capital Turnover* memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Mayasari dan Anggraini (2016) yang menemukan bahwa *Total Asset Turnover* memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan penelitian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₃: Efisiensi penggunaan aktiva berpengaruh positif terhadap *return* saham

2.3.4 Pengaruh Efisiensi Penggunaan Aktiva Terhadap Struktur Modal

Hubungan kausal antara efisiensi penggunaan aktiva dan struktur modal perusahaan didasarkan pada teori *agency* yang menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat mengurangi biaya keagenan dari arus kas bebas dan membuat manajer menjadi

disiplin dalam menggunakan faktor-faktor produksi agar lebih produktif. Hipotesis dari teori *agency* juga menyatakan bahwa utang dapat memotivasi manajer untuk menjadi lebih efisien sehingga penggunaan aktiva perusahaan menjadi lebih produktif.

Penelitian Serghiescua dan Vaidean (2014) yang menemukan bahwa *Asset Turnover* memiliki korelasi positif terhadap struktur modal. Berdasarkan teori dan penelitian tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₄: Efisiensi penggunaan aktiva berhubungan positif dengan struktur modal

2.3.5 Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Return Saham*

Modigliani dan Miller (1958), menunjukkan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, bukti tersebut dengan berdasarkan serangkaian asumsi antara lain: 1) tidak ada biaya pialang, 2) tidak ada pajak, 3) tidak ada biaya kebangkrutan, 4) investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan, 5) semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan di masa depan, 6) EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang. Tahun 1963, Modigliani dan Miller mengumumkan koreksi teori dengan menghilangkan asumsi tidak adanya pajak. Dengan memasukkan faktor pajak ke dalam analisis mereka sehingga mendapat

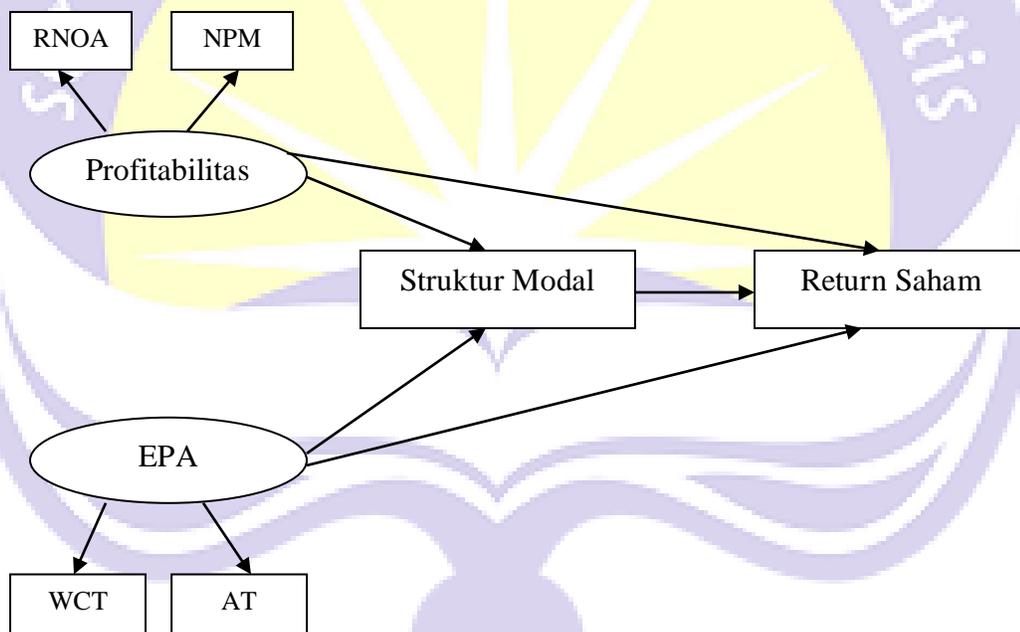
kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan hutang akan lebih tinggi dibandingkan dengan nilai perusahaan tanpa hutang.

Teori *trade-off* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, setiap jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai maka berdasarkan teori *trade-off* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian Rochmah dan Poernomo (2017) membuktikan bahwa *Debt to Equity Ratio* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Penelitian ini didukung oleh penelitian Natarsyah (2000) dan Ratnasari (2003) yang juga membuktikan bahwa *Debt to Equity Ratio* memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₅: Struktur modal berpengaruh positif terhadap *return* saham.

2.4 Pengembangan Model Penelitian

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Hermuningsih (2012) yang menguji “Pengaruh Profitabilitas, *Size* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening”. Pada penelitian ini, peneliti mengganti *size* dengan rasio efisiensi, nilai perusahaan yang diproksikan sebagai *return* saham dan struktur modal sebagai variabel mediasi. Adapun model yang akan diuji dalam penelitian ini dapat dilihat dari gambar berikut:



Gambar 2.1
Pengembangan Model Penelitian