

## Keputusan Struktur Modal Ditinjau dari Siklus Hidup Perusahaan dan Risiko Bisnis pada Perusahaan Teknologi

Nurshadrina Kartika Sari, dan Dedy Wijaya Kusuma

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Mandala Jember  
Jl. Sumatera No. 118-120 Jember, 68121, Indonesia

### Info Artikel

### Abstract

#### Keywords:

Business risk, Capital structure, Firm life cycle, Firm technology, Firm life cycle, and Firm value

The purpose of this research is to analyze; 1) the effect of the entire company cycle on the capital structure, 2) the effect of business risk on the capital structure, and 3) the influence of the capital structure on the firm value, 4) the influence of the entire company life cycle on the firm value through the capital structure, and 5) influence of business risk on firm value through capital structure. The population of this research is technology companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2017-2020, with a selected sample of eight technology companies and using path analysis. The research findings are 1) there is no effect of the entire company cycle on the capital structure, 2) there is the effect of business risk on the capital structure, and 3) there is no effect of capital structure on firm value, 4) there is no effect of the entire company life cycle on firm value through the capital structure, and 5) there is no influence of business risk on the value of the company through the capital structure.

Citation: Sari, Kartika Nurshadrina, Kusuma, Wijaya Dedy. (2022). Keputusan Struktur Modal Ditinjau dari Siklus Hidup Perusahaan dan Risiko Bisnis pada Perusahaan Teknologi. *AFRE Accounting and Financial Review*, 5(2): 198-206

### Abstraks

#### Kata Kunci:

Nilai perusahaan, Perusahaan teknologi, Risiko Bisnis, siklus hidup perusahaan, dan Struktur modal,

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis; 1) pengaruh seluruh siklus perusahaan terhadap struktur modal, 2) pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal, dan 3) pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, 4) pengaruh seluruh siklus hidup perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, dan 5) pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Populasi penelitian ini adalah perusahaan teknologi yang terdaftar di BEI periode 2017-2020, dengan sampel terpilih sebanyak delapan perusahaan teknologi dan menggunakan analisis jalur. Hasil temuan penelitian adalah 1) tidak ada pengaruh seluruh siklus perusahaan terhadap struktur modal, 2) terdapat pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal, dan 3) tidak ada pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, 4) tidak ada pengaruh seluruh siklus hidup perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, dan 5) tidak ada pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

ISSN (print) : 2598-7763

ISSN (online): 2598-7771

✉ Corresponding Author:

Dedy Wijaya Kusuma

Tel./Fax. 082257423095

E-mail:dedy@stie-mandala.ac.id

JEL Classification: G20, G21

DOI:<https://doi.org/10.26905/afre.v5i2.7769>

### 1. Pendahuluan

Tujuan didirikannya perusahaan adalah untuk memperoleh keuntungan maksimal dengan memakmurkan pemilik perusahaan dan mengoptimalkan nilai perusahaan (Haryanto *et al.*, 2018; Fristiani *et al.*, 2020; dan Hasan *et al.*, 2021). Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya, nilai perusahaan merupakan nilai saat ini dari pendapatan masa datang yang diharapkan oleh

investor dan merupakan penilaian pasar terhadap kinerja perusahaan secara keseluruhan. Nilai perusahaan mencerminkan dampak dari tiga keputusan keuangan yang dilakukan perusahaan (Arief, 2020), dimana nilai perusahaan merupakan ekspektasi nilai investasi pemegang saham dan/atau ekspektasi nilai total perusahaan (Haryanto, 2014) (Sari, 2016)

Perusahaan dapat mencapai nilai perusahaan yang optimal dengan cara mempertimbangkan ter-

kait dengan keputusan struktur modal yang digunakan perusahaan. Keputusan pendanaan atau struktur modal merupakan bauran pendanaan antara utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai operasi perusahaan, manajer perlu untuk bisa memperoleh struktur modal yang optimal agar mampu menghindari kesulitan keuangan dan untuk menyiapkan dana investasi untuk membiayai proyek-proyek menguntungkan di masa datang. Menurut Zafar *et al.* (2016; Haryanto (2016); dan Kuč & Kaličanin (2021) struktur modal memiliki peran penting dalam peningkatan kinerja keuangan perusahaan, stabilitas dan pengembangan potensial.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Baum *et al.*, (2017); Luh *et al.*, (2012); Mudjijah *et al.*, (2019); Sari, (2016) menunjukkan terdapat pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sedangkan temuan Setiadharna & Machali (2017) membuktikan bahwa struktur modal tidak dapat mediasi hubungan antara struktur aset dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, dan Wiagustini & Pertamawati (2015) menemukan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Menurut Tirole (2000) salah satu tujuan dari teori pendanaan perusahaan adalah untuk membantu dalam memprediksi atau memberikan saran pada masalah keamanan dan kebijakan pembayaran dari berbagai siklus hidup perusahaan. Siklus hidup bisnis dapat menentukan kebutuhan keuangan perusahaan, ketersediaan sumber daya keuangan dan biaya modal terkait (La *et al.*, 2011). Kebijakan struktur modal di setiap siklus hidup perusahaan berbeda karena masing-masing tahapan memiliki karakteristik kebutuhan pendanaan yang berbeda (Barattieri *et al.*, 2018; Basu *et al.*, 2019; Reyes *et al.*, 2020; dan Susilawati *et al.*, 2020).

Terdapat lima tahapan siklus perusahaan yaitu tahap pendirian/*start-up*, tahap ekspansi, tahap pertumbuhan tinggi, tahap kedewasaan dan tahap penurunan. Masing-masing tahapan tersebut memiliki siklus hidup pembiayaan yang berbeda, dimana perusahaan berusaha memilih sumber pendanaan terbaik dengan mempertimbangkan risiko dan biaya yang harus dihadapi. Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan cenderung mendahulukan pendanaan dari sumber internal untuk membayar dividen dan mendanai investasi, bila kebutuhan dana tersebut kurang maka perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal sebagai tambahannya (Haryanto *et al.*, 2018; Yıldırım & Çelik, 2021; Khoa & Thai, 2021; Alfawareh *et al.*, 2021; Wang *et al.*, 2021; dan Kuč & Kaličanin, 2021).

Selain mempertimbangkan siklus hidup pembiayaan dalam menentukan struktur modal yang dibutuhkan perusahaan, risiko bisnis juga perlu dikelola perusahaan untuk dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Risiko bisnis merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan (Sari, 2016). Sedangkan dalam siklus hidup perusahaan, risiko bisnis yang dihadapi tentu akan berbeda, karena peluang pertumbuhan akan mengindikasikan seberapa besar kebutuhan investasi perusahaan dan seberapa besar risiko yang harus dihadapi perusahaan. Untuk itu pengelolaan risiko bisnis di setiap siklus hidup sangat penting dan akan mempengaruhi nilai perusahaan dimasa datang.

Sari (2016) menemukan bahwa risiko bisnis, siklus hidup perusahaan dan strategi diversifikasi berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan Tian *et al.*, (2015) menemukan bahwa pola arus kas menangkap lebih banyak informasi tentang siklus hidup perusahaan dibandingkan usia perusahaan, dan berdampak lebih kuat pada pengambilan keputusan struktur modal.

Perkembangan teknologi yang sangat pesat sejak digaungkannya Revolusi 4.0, telah memberikan dampak bagi kegiatan bisnis dan perekonomian, tidak terkecuali di Indonesia. Menurut Kementerian Komunikasi dan Informatika (Keminfo) perusahaan teknologi telah banyak bermunculan sebagai *start up* bisnis yang mampu menduduki posisi lima dunia setelah Amerika Serikat, India, Inggris dan Kanada pada tahun 2019 dan kini telah menjadi unicorn dan decacorn dengan nilai valuasi pasar sebesar 1 hingga lebih dari 10 juta dollar AS.

Struktur modal pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini menunjukkan tingginya penggunaan dana dari hutang dibandingkan ekuitas yaitu rata-rata sebesar 166,16%. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar proporsi hutang semakin besar, maka beban dan risiko perusahaan akan semakin tinggi (Chandrarini & Cahyaningsih, 2018; Haryanto *et al.*, 2018; Ramdani & Iswanaji, 2018; Sari & Setiawan, 2021; dan Nurkholik & Khasanah, 2022).

Perusahaan sektor teknologi merupakan perusahaan yang membutuhkan biaya besar untuk pengembangan dan riset teknologinya. Kebutuhan dana tersebut dapat diperoleh melalui keputusan pendanaan harus dipertimbangan dengan baik agar perusahaan tidak mengalami kendala di masa datang dan mampu mengoptimalkan nilai ekspektasi pemegang saham yang tercermin dari nilai perusahaan. Menurut Brealy, Myers dan Macrus

(2007) perusahaan teknologi tinggi dengan pertumbuhan pesat sering memilih sederet penerbitan saham biasa untuk mendanai investasi mereka, alasan teori *pecking order* berhasil untuk beberapa perusahaan dan tidak berhasil pada perusahaan lainnya yang tidak terlalu dipahami dengan jelas.

Berdasarkan hasil penelitian Castro *et al.*, (2015) yang membandingkan struktur modal pada perusahaan teknologi dan non-teknologi selama tahapan siklus hidup mereka, menemukan hasil bahwa penggunaan utang yang lebih rendah oleh perusahaan teknologi pada semua tahapan siklus hidup dan menemukan bahwa perilaku tersebut sebagian besar disebabkan oleh pertumbuhan perusahaan yang tinggi. Sedangkan hasil penelitian Utami & Inanga (2012) menunjukkan bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan dan dewasa lebih memilih pendanaan eksternal dibanding internal dan memilih utang dibandingkan ekuitas bila menggunakan dana eksternal.

Perusahaan teknologi menghasilkan aset tidak berwujud dalam bentuk produk atau aplikasi yang tidak dapat digunakan sebagai jaminan, aset tidak berwujud cenderung mengalami penurunan nilai dalam kondisi kesulitan keuangan, sehingga meningkatkan biaya kebangkrutan dan lebih mengandalkan pembiayaan ekuitas yang lebih tinggi. Selain itu perusahaan teknologi dihadapkan dengan cepatnya pertumbuhan di dalam industri sejenis, sehingga rentan dalam menghadapi risiko keuangan. Perusahaan teknologi harus dapat menghasilkan produk yang dalam jangka waktu panjang tetap dibutuhkan pasar dan mampu bersaing dengan perusahaan lain, hal ini akan mendorong kebutuhan pendanaan perusahaan semakin besar dari waktu-kewaktu.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis; 1) pengaruh seluruh siklus perusahaan yaitu tahap *introduction*, *growth*, *mature*, *shake-out* dan *declaine* terhadap struktur modal, 2) pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal, dan 3) pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, 4) pengaruh seluruh siklus hidup perusahaan yaitu tahap *introduction*, *growth*, *mature*, *shake-out* dan *declaine* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, dan 5) pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

## 2. Pengembangan Hipotesis

### Siklus Hidup Perusahaan dan Struktur Modal

Terdapat lima tahap siklus hidup perusahaan yaitu tahap pendirian, ekspansi, pertumbuhan

tinggi, kedewasaan dan penurunan. Masing-masing tahapan akan membutuhkan sumber dana yang berbeda-beda yang bisa berasal dari internal maupun eksternal. Secara spesifik hasil penelitian Castro *et al.*, (2015) menyebutkan bahwa inovasi merupakan proksi untuk siklus hidup perusahaan teknologi, dimana jumlah inovasi semakin tinggi ditemukan pada tahap awal siklus hidup perusahaan dan menurun pada tahap kedewasaan. Sebagian perusahaan besar yang mapan cenderung mempertahankan aktivitas inovatif yang kurang memiliki peran pada tahap akhir perusahaan. Hal ini akan berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan (Sari, 2016; dan Tian *et al.*, 2015), kebutuhan pendanaan perusahaan berbeda di tiap siklus hidup perusahaan.

H<sub>1.1</sub>: Siklus hidup perusahaan berpengaruh pada tahap *introduction* terhadap struktur modal.

H<sub>1.2</sub>: Siklus hidup perusahaan berpengaruh pada tahap *growth* terhadap struktur modal.

H<sub>1.3</sub>: Siklus hidup perusahaan berpengaruh pada tahap *mature* terhadap struktur modal.

H<sub>1.4</sub>: Siklus hidup perusahaan terhadap pada tahap *shake-out* terhadap struktur modal.

### Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Setiap perusahaan pasti menghadapi risiko bisnis dalam rangka memenuhi kebutuhan pendanaannya, risiko ini dapat timbul dengan munculnya beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan. Semakin besar beban biaya atas pinjaman semakin besar pula risiko yang dihadapi perusahaan. Risiko bisnis dapat diukur dengan melihat fluktuasi dari laba perusahaan, perusahaan yang mengalami ketidakpastian dalam mengumpulkan dana untuk melunasi pinjaman kepada kreditur akan meningkatkan risiko kebangkrutan dan semakin membahayakan kelangsungan perusahaan (Wiagustini dan Pertamawati, 2015). Pola pembiayaan utang selama tahap siklus hidup perusahaan telah diselidiki dari perspektif bisnis dan risiko keuangan, tetapi tidak dalam pandangan kemampuan pendapatan. Ditemukan bahwa dengan risiko bisnis dan keuangan yang selalu menurun dan meningkat selama tahap siklus hidup, perusahaan harus merancang strategi keuangan mereka untuk memenuhi berbagai persyaratan keuangan dari waktu ke waktu (Scherr *et al.*, 1993; dan Kedzior *et al.*, 2020). Berdasarkan teori *trade off* bahwa kebijakan struktur modal melibatkan pertukaran antara risiko dan tingkat pengembalian, dimana penambahan utang akan memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan, perusahaan akan menyeimbangkan pemilihan sumber pendanaan

untuk dapat menyeimbangkan risiko dan pengembalian yang harus disediakan perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian Sari (2016); Wiagustini & Pertamawati (2015) risiko bisnis berpengaruh terhadap struktur modal.

H<sub>2</sub>: Risiko bisnis berpengaruh terhadap struktur modal.

### Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Menurut Setiadharna dan Machali (2017) kebijakan pendanaan merupakan hal penting yang digunakan sebagai indikator dalam menentukan proporsi pinjaman dan ekuitas, pihak manajemen perusahaan harus menentukan struktur modal secara hati-hati agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal adalah yang memaksimalkan harga saham. Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Luh *et al.*, 2012; Mudjijah *et al.*, 2019; Sari, 2016; Vo & Ellis, 2017).

H<sub>3</sub>: Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### Siklus Hidup Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Pada *trade off theory* dijelaskan bahwa peningkatan utang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar tarif pajak dikalikan dengan jumlah utang (Sari, 2016). Pada setiap siklus hidup perusahaan memiliki kebutuhan dana yang berbeda, sehingga perusahaan akan menggunakan strategi pendanaan yang berbeda pula. Pemilihan struktur modal yang optimal dapat menyeimbangkan antara benefit dan biaya ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan, sehingga hal ini akan menurunkan nilai perusahaan. Menurut Mudjijah *et al.*, (2019) dalam penelitian yang menganalisis pengaruh kinerja keuangan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi, menemukan bahwa kinerja keuangan dan struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan juga mampu memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dan ukuran perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

H<sub>4.1</sub>: Terdapat pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *introduction* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

H<sub>4.2</sub>: Terdapat pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *growth* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

H<sub>4.3</sub>: Terdapat pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *mature* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

H<sub>4.4</sub>: Terdapat pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *shake-out* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

### Risiko Bisnis terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2013) bahwa risiko bisnis adalah ketidakpastian proyeksi pengembalian masa datang. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akibat keputusan pendanaan yang dipilihnya akan berdampak terhadap nilai perusahaan (Haryanto, 2011; McShane *et al.*, 2011; dan Rahadian & Handono, 2022). Investor berasumsi bahwa apabila perusahaan mengalami kebangkrutan, maka aset perusahaan akan digunakan untuk melunasi utang dalam jumlah besar dibandingkan memberikan pengembalian kepada investor. Temuan penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini & Pertamawati, (2015) membuktikan bahwa peningkatan risiko bisnis mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui struktur modal. Artinya bahwa struktur modal mampu memperkuat risiko bisnis terhadap nilai perusahaan.

H<sub>5</sub>: Terdapat pengaruh tidak langsung risiko bisnis terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

## 3. Data dan Metode

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif yang menggunakan uji asumsi klasik dan analisis regresi linier berganda dengan variabel *dummy*. Jenis dan sumber data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan sektor teknologi pada periode 2018-2020. Dimana populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor publik dengan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria: 1) terdaftar di BEI selama periode 2018-2020, 2) perusahaan yang telah tercatat di BEI sebelum tahun 2017 dan 3) memiliki data laporan keuangan selama periode pengamatan dan menggunakan mata uang Rupiah. Terdapat 30 perusahaan yang masuk dalam sektor teknologi berdasarkan data Indonesia Stock Exchange (IDX). Pengukuran masing-masing variabel penelitian adalah sebagai berikut: 1) Nilai Perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *Price Book Value* (PBV). 2) Struktur modal dapat diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang merupakan rasio perbandingan total utang yang dimiliki

perusahaan dibandingkan dengan total ekuitas perusahaan. 3) Risiko Bisnis, diukur dengan menggunakan standar deviasi dari EBIT (BRISK). 4) Siklus Hidup Perusahaan. Siklus perusahaan digunakan seperti disajikan pada tabel 1. Siklus perusahaan menggunakan 5 katagori ini menggunakan empat dummy (k-1) sebagai berikut:

DITRD=*Dummy* Siklus Hidup tahap *Introduction*  
1, bila observasi pada tahap *introduction*  
0, bila observasi tidak pada tahap *introduction*

DGWTH=*Dummy* Siklus Hidup tahap *Growth*  
1, bila observasi pada tahap *growth*  
0, bila observasi tidak pada tahap *growth*

DMTR=*Dummy* Siklus Hidup tahap *Mature*  
1, bila observasi pada tahap *mature*  
0, bila observasi tidak pada tahap *mature*

DSOUT =*Dummy* Siklus Hidup tahap *Shake-Out*  
1, bila observasi pada tahap *shake-out*  
0, bila observasi tidak pada tahap *shake-out*

Tabel 1. Pengukuran Siklus Hidup Perusahaan

Cash flow type	Introduction	Growth	Mature	Shake-out	Decline
Operating	-	+	+	+/-	-
Investment	-	-	-	+/-	+
Financing	+	+	-	+/-	+/-

(Francis dan Schipper, 1999); Kwon, Yin dan Han (2006)

Teknik analisis data pada penelitian menggunakan statistik deskriptif, uji asumsi klasik, regresi linier berganda dengan variabel dummy dan regresi linier sederhana, dimana persamaan regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$SM = \alpha + \beta_1 D_{ITRD} + \beta_2 D_{GWTH} + \beta_3 D_{MTR} + \beta_4 D_{SOUT} + \beta_5 RB + e$$

$$VFIRM = \alpha + \beta_1 SM + e$$

Dimana: DITRD=*Dummy* Siklus Hidup tahap *Introduction*, DGWTH=*Dummy* Siklus Hidup tahap *Growth*, DMTR =*Dummy* Siklus Hidup tahap *Mature*, DSOUT=*Dummy* Siklus Hidup tahap *Shake-Out*, RB= Risiko bisnis, SM= Struktur Modal, VFIRM= Nilai Perusahaan.

#### 4. Hasil

Berdasarkan hasil Tabel 2. Diketahui bahwa perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini lebih banyak berada pada siklus hidup tahap *mature* dan *shake-out*, rata-rata perusahaan berusia di antara 20-45 tahun. Variabel risiko bisnis yang pada sampel penelitian ini bernilai rata-rata 0,031 yang artinya risiko bisnis dimana semakin tinggi nilai risiko bisnis yang diukur dengan standar deviasi maka semakin besar pula risiko dari portofolio investasi yang dimiliki. Nilai dari variabel struktur modal adalah rata-rata sebesar 182,28 artinya perusahaan yang menjadi sampel memiliki perbandingan hutang lebih besar dibandingkan dengan modalnya. Variabel nilai perusahaan rata-rata sebesar 3,300 artinya bahwa nilai perusahaan yang menjadi sampel memiliki nilai saham diatas nilai buku sahamnya (*overvalued*).

Sebelum membuat model regresi dilakukan pengujian asumsi klasik dan menunjukkan tidak terjadi multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Sehingga data memenuhi uji asumsi kla-

sik.

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Min.	Maks.	Rerata	Std. Deviasi
DITRD	0,00	1,00	0,208	0,414
DGWTH	0,00	1,00	0,083	0,282
DMTR	0,00	1,00	0,333	0,481
DSOUT	0,00	1,00	0,333	0,481
RB	-0,22	0,22	0,031	0,104
SM	21,33	986,50	182,28	208,39
VFIRM	0,19	18,06	3,300	4,785

Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan bahwa: 1) tidak terdapat pengaruh siklus hidup perusahaan pada tahap *introduction* terhadap struktur modal, 2) tidak terdapat pengaruh siklus hidup perusahaan pada tahap *growth* terhadap struktur modal, 3) tidak terdapat pengaruh siklus hidup perusahaan pada tahap *mature* terhadap struktur modal, 4) tidak terdapat pengaruh siklus hidup perusahaan pada tahap *shake-out* terhadap struktur modal, 5) terdapat pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal, 6) tidak terdapat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, 7) tidak ada pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *introduction* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, 8) tidak terdapat pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *growth* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, 9) tidak terdapat pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *mature* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, 10) tidak terdapat pengaruh tidak langsung siklus hidup perusahaan pada tahap *shake-out* terhadap struktur modal, 11) tidak ada pengaruh tidak langsung risiko bisnis terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Tabel 3. Hasil Uji *Path Analysis*

Pengaruh antar Variabel	Efek Langsung	Efek Tak Langsung	Total Efek	Sig.	Ket.
D <sub>ITRD</sub> ->SM	0,114	-	0,114	0,796	H1.1 ditolak
D <sub>GWTH</sub> ->SM	0,269	-	0,269	0,436	H1.2 ditolak
D <sub>MTR</sub> ->SM	0,186	-	0,186	0,709	H1.3 ditolak
D <sub>SOUT</sub> ->SM	0,145	-	0,145	0,770	H1.4 ditolak
RB->SM	-0,564	-	-0,564	0,016	H2 diterima
SM->VFRIM	0,007	-	0,007	0,975	H3 ditolak
D <sub>ITRD</sub> ->VFIRM	0,017	0,0995	0,1165	0,973	H4.1 diterima
->SM		(0,017x5,856)			
D <sub>GWTH</sub> ->VFIRM	-0,263	-1,7899	-2,0529	0,521	H4.2 ditolak
->SM		(-0,263x6,806)			
D <sub>MTR</sub> ->VFIRM	-0,305	-1,7534	-2,0584	0,604	H4.3 ditolak
->SM		(-0,305x5,749)			
D <sub>SOUT</sub> ->VFIRM	-0,211	-1,1967	-1,4077	0,717	H4.4 ditolak
->SM		(-0,211x5,672)			
RB->VFIRM	0,135	1,8037	1,9387	0,805	H5 diterima
->SM		(0,135x13,361)			

## 5. Pembahasan

### Siklus Hidup Perusahaan terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil penelitian ini menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh siklus hidup perusahaan yang meliputi tahap *introduction*, *growth*, *mature* dan *shake-out* terhadap struktur modal perusahaan teknologi. Pada siklus hidup tertentu menurut Aswath (2001) perusahaan akan memiliki bentuk keputusan struktur modal yang berbeda, pada tahap pendirian dan pertumbuhan perusahaan akan lebih banyak membutuhkan dana sehingga mencari pendanaan dari utang, namun hasil penelitian ini membuktikan bahwa pada siklus hidup perusahaan tidak mempengaruhi keputusan perusahaan dalam memilih kombinasi pendanaan dari utang atau dari modal. Castro *et al.*, (2015) menjelaskan bahwa perusahaan sektor teknologi mengurangi penggunaan utang selama siklus hidup perusahaan dikarenakan tingginya tingkat pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan teknologi yang menjadi sampel penelitian mayoritas memiliki nilai DER diatas 100% yaitu 115,24% hingga 986,50%, hal ini menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan memiliki utang yang besar dibandingkan modalnya. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Sari (2016); Tian *et al.* (2015).

### Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal pada perusahaan teknologi, semakin pesatnya pertumbuhan pada industri tekno-

logi mengakibatkan persaingan bisnis yang tinggi sehingga risiko bisnis yang dihadapi perusahaan-pun meningkat. Selain dari persaingan bisnis, perusahaan teknologi membutuhkan *reseach* dan *development* produk yang sangat mahal untuk dapat menghasilkan produk yang selalu *uptodate*. Banyak sumber daya yang harus dicurahkan dalam pengembangan produk, sedangkan keuntungan perusahaan masih belum terlalu besar. Risiko bisnis juga dihadapi dengan besarnya utang yang dimiliki oleh mayoritas perusahaan teknologi yang menjadi sampel penelitian, sehingga untuk menambah pendanaan menjadi terbatas dalam memperoleh tambahan kredit. Ketika perusahaan mengalami risiko bisnis yang tinggi, perusahaan bisa mengalami kesulitan keuangan hingga kegagalan bisnis. Akibat ketidakmampuan perusahaan dalam melunasi utangnya kepada pihak ketiga. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sari (2016) dan Wiagustini & Pertamawati (2015) dimana semakin tinggi risiko bisnis perusahaan akan cenderung mengurangi utang untuk menghindari kegagalan bisnis diakibatkan oleh tingginya utang perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* dimana perusahaan akan lebih menggunakan dana internal mengantisipasi risiko bisnis yang tinggi, perusahaan dapat meningkatkan kapasitas bisnisnya dengan dana internal.

### Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tingginya rasio DER sebagai ukuran struktur modal perusahaan teknologi yang menjadi sampel tidak mempengaruhi nilai perusahaannya. Nilai DER mayoritas perusahaan sampel diatas

100% yaitu 115,24% hingga 986,50%, hal ini menunjukkan bahwa utang perusahaan yang tinggi untuk mendanai kegiatan bisnisnya, dibandingkan modal sendiri. Sedangkan nilai perusahaan yang diukur dengan PBV memiliki nilai diatas 1 yang artinya nilai saham *overvalued* dibandingkan nilai buku sahamnya. Hal ini menunjukkan bahwa investor meminta *return* yang tinggi atas dana yang diinvestasikannya, karena investor menghadapi risiko yang tinggi dari besarnya rasio DER dan risiko bisnis. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Wiagustini & Pertamawati (2015) dan tidak mendukung hasil penelitian dari Luh *et al.*, (2012).

### **Siklus Hidup Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal**

Berdasarkan hasil penelitian ini menemukan bahwa tidak ada pengaruh siklus perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada tahap *Growth*, *Mature*, *Shake-Out* dan *Declaine*, dikarenakan nilai pengaruh langsung lebih besar dibandingkan nilai pengaruh tidak langsung. Sedangkan pada tahap *introduction*, struktur modal perusahaan menunjukkan pengaruh tidak langsung langsung lebih besar dibandingkan pengaruh langsung, artinya siklus hidup perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Optimisme manajemen perusahaan atas prospek masa depan perusahaan teknologi meningkatkan kepercayaan diri perusahaan untuk memperoleh pendanaan dari investor maupun kreditor, perusahaan dengan pendanaan yang memadai mampu meningkatkan nilai perusahaan dan menyediakan pengembalian/*return* sesuai harapan investor maupun kreditor. Hal ini sesuai dengan *signaling effect* yang menunjukkan bahwa peningkatan utang perusahaan diartikan investor bahwa perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang bagus dan akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

### **Bisnis terhadap terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal**

Berdasarkan hasil penelitian ini menemukan bahwa risiko bisnis berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Risiko bisnis yang dimediasi oleh struktur modal mampu mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan dengan nilai pengaruh tidak langsung lebih tinggi dari pengaruh langsungnya. Perusahaan teknologi yang menjadi sampel penelitian ini mayoritas memiliki rasio utang yang lebih besar dibandingkan modal sendiri, hal ini berakibat pada peningkatan risiko

bisnis akibat kegagalan pembayaran utang. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa meskipun risiko bisnis yang dimiliki tinggi akibat keputusan struktur modal yang berasal dari utang meningkat dapat dikelola dengan baik sehingga mampu menghasilkan *return* dari pendanaan internal dan eksternal sehingga nilai perusahaan dapat tercipta. Selain itu hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang diukur menggunakan PBV menunjukkan bahwa nilai saham perusahaan lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya, hal ini merupakan representasi optimisme investor dan kreditor dalam mengekspektasikan nilai investasi dan nilai total perusahaan tinggi.

## **6. Simpulan dan Saran**

### **Simpulan**

Penelitian ini menyimpulkan beberapa hal berikut: tidak ada pengaruh siklus hidup perusahaan pada tahap *introduction*, *growth*, *mature*, *shake-out* dan *declaine* terhadap struktur modal. Risiko bisnis berpengaruh terhadap struktur modal. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Siklus hidup perusahaan *berpengaruh* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal hanya pada tahap *introduction*, sedangkan tahap *growth*, *mature*, *shake-out* dan *declaine* siklus hidup tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Terdapat pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

### **Saran**

Saran yang dapat diberikan untuk peneliti selanjutnya adalah memfokuskan pengujian siklus hidup pada tahap *mature* dan *shake-out* untuk memfokuskan keputusan struktur modal optimal.

### **Daftar Pustaka**

- Alfawareh, F. S., Al-Kofahi, M., Daoud, L., Marei, A., & Alkhazaleh, A. (2021). *The Determinants of Capital Structure: A Conceptual Understanding of Non-Financial Firms in Jordan*. July 2021.
- Arief, M. (2020). Mediasi Profitabilitas Dalam Menilai Hubungan Antara Manajemen Modal Kerja dan Nilai Perusahaan. *AFRE Accounting and Financial Review*, 3(2), 126–135.
- Aswath, D. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*, International Edition, Willey, New York
- Barattieri, A., Cacciatore, M., & Ghironi, F. (2018). Protectionism and the business cycle. In *NBER*

- Working Paper Series*. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2020.103417>
- Basu, S., Candian, G., Chahrour, R., & Valchev, R. (2019). Risky Business Cycles. In *NBER Working Paper Series*.
- Baum, C. F., Caglayan, M., & Rashid, A. (2017). Capital structure adjustments: Do macroeconomic and business risks matter? *Empirical Economics*, 53(4), 1463–1502. <https://doi.org/10.1007/s00181-016-1178-1>
- Castro, P., Tascón, M. T., & Amor-Tapia, B. (2015). Dynamic analysis of the capital structure in technological firms based on their life cycle stages. *Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 44(4), 458–486. <https://doi.org/10.1080/02102412.2015.1088202>
- Chandrarin, G., & Cahyaningsih, D. S. (2018). Identifikasi Struktur Modal Melalui Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(1), 36–45. <https://doi.org/10.26905/afr.v1i1.2246>
- Fristiani, N. L., Pangastuti, D. A., & Harmono, H. (2020). Intellectual Capital Dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan: Pada Industri Perbankan. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 3(1), 35–42. <https://doi.org/10.26905/afr.v3i1.4223>
- Haryanto, S. (2011). Karakteristik perusahaan dan risiko bisnis terhadap harga saham pada industri otomotif di bursa efek indonesia. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 7(2), 162–170.
- Haryanto, S. (2014). Identifikasi Ekspektasi Investor Melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Gcpi. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(2), 183–199. <https://doi.org/10.15294/jdm.v5i2.3660>
- Haryanto, S. (2016). Profitability Identification of National Banking Through Credit , Capital , Capital Structure , Efficiency , and Risk Kredit, Permodalan, Struktur Modal, Efisiensi Dan Tingkat. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 7(57), 11–21.
- Haryanto, S., Rahadian, N., Mbapa, M. F. I., Rahayu, E. N., & Febriyanti, K. V. (2018). Kebijakan Hutang, Ukuran Perusahaan dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan: Industri Perbankan di Indonesia. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(2). <https://doi.org/10.26905/afr.v1i2.2279>
- Hasan, M. M., Lobo, G. J., & Qiu, B. (2021). Organizational capital, corporate tax avoidance, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 70(July), 102050. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102050>
- Kedzior, M., Grabinska, B., Grabinski, K., & Kedzior, D. (2020). Capital Structure Choices in Technology Firms: Empirical Results from Polish Listed Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 221. <https://doi.org/10.3390/jrfm13090221>
- Khoa, B. T., & Thai, D. T. (2021). Capital Structure and Trade-Off Theory: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 045–052. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no1.045>
- Kuč, V., & Kaličanin, Đ. (2021). Determinants of the capital structure of large companies: Evidence from Serbia. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 34(1), 590–607. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1801484>
- La, M., Tiziana, R. Æ., & Rocca, L. (2011). *Keputusan Struktur Modal Selama Siklus Hidup Perusahaan*. 107–130.
- Luh, N., Gayatri, P. R., & Ketut Mustanda, I. (2012). Gayatri, Mustanda. *Manajemen Bisnis*, 1, 1700–1718.
- McShane, M. K., Nair, A., & Rustambekov, E. (2011). Does Enterprise Risk Management Increase Firm Value? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26. <https://doi.org/10.1177/0148558X11409160>
- Mudjijah, S., Khalid, Z., & Astuti, D. A. S. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Yang Dimoderasi Variabel Ukuran Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 41–56.
- Nurkholik, N., & Khasanah, K. (2022). Pengaruh free cash flow, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang (Studi Empiris Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI 2016-2020). *E-Jurnal Manajemen Unud*, 11(1), 1–21.
- Rahadian, D., & Handono, A. A. (2022). The effect of risk based bank rating on firm value. *Trikonomika*, 21(1), 25–29.
- Ramdani, D., & Iswanaji, C. (2018). Dinamika Struktur Leverage dan Rating Obligasi Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(2), 71–77. <https://doi.org/10.26905/afr.v1i2.2787>
- Reyes, T., Vassolo, R. S., Kausel, E. E., Torres, D. P., & Zhang, S. (2020). Does overconfidence pay off when things go well? CEO overconfidence, firm performance, and the business cycle. *Strategic Organization*. <https://doi.org/10.1177/1476127020930659>



- Setiadharna, S., & Machali, M. (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, 06(04). <https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000298>
- Sari, D. P., & Setiawan, M. A. (2021). Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Perusahaan, Risiko Bisnis dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2019). *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(2), 384–399.
- Sari, S. D. (2016). Pengaruh risiko bisnis, life cycle dan diversifikasi terhadap struktur modal serta hubungannya dengan nilai perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan | Journal of Theory and Applied Management*, 9(1), 58–77. <https://doi.org/10.20473/jmtt.v9i1.2787>
- Scherr, F. C., Sugrue, T. F., & Ward, J. B. (1993). Financing the Small Firm Start-Up: Determinants of Debt Use. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(1), 17–36.
- Susilowati, C., Wijayanti, R., & Martono, C. (2020). Speed of Adjustment Pada Struktur Modal: Analisis Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan Di Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 22(1), 121–128. <https://doi.org/10.34208/jba.v22i1.652>
- Tian, L., Han, L., & Zhang, S. (2015). Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms. *China and World Economy*, 23(2), 22–39. <https://doi.org/10.1111/cwe.12105>
- Tirole, J. (2000). Theory of Corporate Finance. In *Development* (Vol. 134, Issue 4).
- Utami, S. R., & Inanga, E. L. (2012). The Relationship between Capital Structure and the Life Cycle of Firms in the Manufacturing Sector of Indonesia. *International Research Journal of Finance and Economics*, 88. <https://doi.org/10.1097/MPH.0b013e318157fd75>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Wang, X., Deng, S., & Alon, I. (2021). Women executives and financing pecking order of GEM-listed companies: Moderating roles of social capital and regional institutional environment. *Journal of Business Research*, 136(June), 466–478. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.055>
- Wiagustini, N. L. P., & Pertamawati, N. P. (2015). Pengaruh Risiko Bisnis dan Ukuran Perusahaan pada Struktur Modal dan Nilai perusahaan pada PERusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan Universitas Udayana*, 9(2), 112–122.
- Yıldırım, D., & Çelik, A. K. (2021). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, 21(4), 317–331. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.11.002>
- Zafar, S., Rahman, A., Rizwan, F., & Sohail, M. K. (2016). Capital Structure Decision and Firm's Life Cycle-A Study on Non-Financial Sector of Pakistan. *NICE Research Journal*, 1–18. <https://doi.org/10.51239/nrjss.v0i0.38>