

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Landasan Teori

##### 1. Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2001). Keputusan struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditur merupakan utang bagi perusahaan. Dana yang diperoleh dari para pemilik merupakan modal sendiri.

Jumlah hutang di dalam neraca akan menunjukkan besarnya modal pinjaman yang digunakan dalam operasi perusahaan. Modal pinjaman ini dapat berupa hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, tetapi pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dibandingkan dengan hutang jangka pendek. Menurut Sundjaja dan Barlian (2003), "hutang jangka panjang merupakan salah satu dari bentuk pembiayaan jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun, biasanya 5 – 20 tahun". Pinjaman hutang jangka panjang dapat berupa pinjaman berjangka (pinjaman yang digunakan untuk membiayai kebutuhan modal kerja permanen, untuk melunasi hutang lain, atau membeli mesin dan peralatan) dan

penerbitan obligasi (hutang yang diperoleh melalui penjualan surat-surat obligasi, dalam surat obligasi ditentukan nilai nominal, bunga per tahun, dan jangka waktu pelunasan obligasi tersebut). Mengukur besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai oleh kreditur (*debt ratio*) dilakukan dengan cara membagi total hutang jangka panjang dengan total asset. Semakin tinggi *debt ratio*, semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan di dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Beberapa hal yang menjadi pertimbangan manajemen sehingga memilih untuk menggunakan hutang menurut Sundjaja at. al (2003) adalah sebagai berikut:

- a. Biaya hutang terbatas, walaupun perusahaan memperoleh laba besar, jumlah bunga yang dibayarkan besarnya tetap.
- b. Hasil yang diharapkan lebih rendah daripada saham biasa
- c. Tidak ada perubahan pengendalian atas perusahaan bila pembiayaan memakai hutang.
- d. Pembayaran bunga merupakan beban biaya yang dapat mengurangi pajak
- e. Fleksibilitas dalam struktur keuangan dapat dicapai dengan memasukkan peraturan penebusan dalam perjanjian obligasi.

Kreditur (investor) lebih memilih menanamkan investasi dalam bentuk hutang jangka panjang karena beberapa pertimbangan. Menurut Sundjaja at. al (2003), pemilihan investasi dalam bentuk hutang jangka panjang dari sisi investor didasarkan pada beberapa hal berikut:

- a. Hutang dapat memberikan prioritas baik dalam hal pendapatan maupun likuidasi kepada pemegangnya.

- b. Mempunyai saat jatuh tempo yang pasti.
- c. Dilindungi oleh isi perjanjian hutang jangka panjang (dari segi resiko).
- d. Pemegang memperoleh pengembalian yang tetap (kecuali pendapatan obligasi).

Menurut Wasis (1981), dalam struktur modal konservatif, susunan modal menitikberatkan pada modal sendiri karena pertimbangan bahwa penggunaan hutang dalam pembiayaan perusahaan mengandung resiko yang lebih besar dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Menurut Sundjaja at al. (2003), modal sendiri (*equity capital*) adalah dana jangka panjang perusahaan yang disediakan oleh pemilik perusahaan (pemegang saham), yang terdiri dari berbagai jenis saham (saham preferen dan saham biasa) serta laba ditahan. Pendanaan dengan modal sendiri akan menimbulkan *opportunity cost* keuntungan dari memiliki saham perusahaan bagi owner adalah kontrol terhadap perusahaan. Namun return yang dihasilkan dari saham tidak pasti dan pemegang saham adalah pihak pertama yang menanggung resiko perusahaan. Modal sendiri atau ekuitas merupakan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo.

Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan utang akan memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang makin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham tetapi

ditimbulkan dari pengawasan yang dilakukan oleh manajemen disebut biaya agensi. Biaya agensi menurut Horne dan Wachowicz dalam Saidi (2004) adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk menyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham.

Menurut (Horne dan Wachowicz 1998 dalam Saidi, 2001), salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapapun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul pasti tanggungan pemegang saham. Sebagai misal, pemegang obligasi, mengantisipasi biaya pengawasan, serta membebankan bunga yang lebih tinggi. Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga, dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Biaya pengawasan berfungsi sebagai diisensif dalam penerbitan obligasi, terutama dalam jumlah yang besar. Jumlah pengawasan yang diminta pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar.

#### **d. *Pecking Order Theory***

*Pecking order theory* adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan Myers (1984). *Pecking order theory* mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama dari internal, *retained earning*, kemudian utang berisiko rendah dan terakhir ekuitas (Myers, 1984 dalam Perminas Pangeran, 2004). *Pecking order*

meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001).

## **2. Teori Struktur Modal**

### **a. Teori Pendekatan Tradisional**

Pendekatan Tradisional berpendapat akan adanya struktur modal yang optimal. Artinya Struktur Modal mempunyai pengaruh terhadap Nilai Perusahaan, dimana Struktur Modal dapat berubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal.

### **b. Teori Pendekatan Modigliani dan Miller**

Dalam teori ini berpendapat bahwa Struktur Modal tidak mempengaruhi Perusahaan. Dalam hal ini telah dimasukkan faktor pajak. Sehingga nilai Perusahaan dengan hutang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai perusahaan tanpa hutang, Kenaikan tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak.

### **c. Agency Theory**

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 (Horne dan Wachowicz, 1998 dalam Saidi, 2004) ,yang menyebutkan bahwa manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Biaya yang

*theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal.

Model *pecking order theory* memfokuskan pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. *Pecking order theory* mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh asimetrik informasi. Secara spesifik, perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam penggunaan dana. Skenario urutan dalam *Teori Pecking Order* adalah sebagai berikut :

- 1) Perusahaan memilih pendaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- 2) Para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun mereka enggan untuk menerbitkan saham ketika percaya saham mereka adalah *undervalued*.
- 3) Investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak dan mereka mencoba menerbitkan sesuai waktu yang tepat.
- 4) Para manajer menginterpretasikan keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai *bad news*, dan perusahaan dapat menerbitkan ekiutas hanya pada harga discount.
- 5) Perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi *pecking order theory* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan investasi yang baik, karena saham tidak dapat dijual pada "*fair Price*".

Menurut Myers (1996) dalam Saidi (2004) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber dana dengan mengacu *pecking order theory* adalah *internal fund* (dana internal), *debt* (utang), dan *equity* (modal sendiri) (Karo, 2003).

Myers (1984) menjelaskan teori *pecking order* yang didasarkan pada *information asymmetri*, apabila harga saham dipasar terlalu mahal (*overvalue*) maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru. Sebab harga saham tersebut akan turun sebagai proses penilaian, dengan demikian lebih baik kalau menerbitkan hutang. Menurut Gordon Donalson (1961) apabila *asymmetis information* terjadi mendorong perusahaan menggunakan utang bukan menerbitkan saham baru. Hal tersebut disebabkan para pemodal melihat bahwa penawaran saham baru sebagai sinyal berita buruk (*bad signaling*) sehingga harga saham perusahaan cenderung turun jika saham baru diterbitkan. Dengan demikian menyebabkan biaya modal sendiri (*cost of equity*) menjadi tinggi dan nilai perusahaan cenderung turun. Karena adanya *asymmetis information*, Gordon Donalson menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan laba ditahan, utang dan penjualan saham baru (Husnan Suad, 1996).

*Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan – perusahaan yang profitabel umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit, hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang

*profitabel* akan cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu dana internal tidak cukup, dan utang merupakan sumber external yang disukai (Husnan Suad, 1996).

**e. *Asymmetric Information Theory***

*Asymmetric Information* atau ketidaksamaan informasi menurut (Brigham dan Houston, 1999 dalam Saidi, 2001) adalah situasi di mana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal (Husnan, 1996 dalam Saidi, 2001). Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham baru sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya. Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham.

**f. *Teory Tread-Off***

Konsep *trade off* dalam *balance theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dalam struktur modal sehingga disebut pula sebagai *trade off theory* (Brigham et al, 1999 dalam Karo, 2003). Berdasarkan teori



Modigliani dan Miller (1996) dalam Adler Haymans Manurung (2004), semakin besar utang yang digunakan maka semakin tinggi nilai perusahaan. Model Modigliani dan Miller mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang disebut model *trade off* (Myers, 1984 dalam Perminas Pangeran, 2004).

Dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan hutang sebanyak banyaknya. Suatu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya hutang, akan semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan. Biaya kebangkrutan tersebut bisa cukup signifikan. Biaya tersebut terdiri dari 2 (dua) hal, yaitu :

1) Biaya Langsung

Yaitu biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, atau biaya lainnya yang sejenis.

2) Biaya Tidak Langsung

Yaitu biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal. Misalnya Suplier tidak akan mau memasok barang karena mengkwatirkan kemungkinan tidak akan membayar.

Biaya lain dari peningkatan hutang adalah meningkatnya biaya keagenan antara pemegang hutang dengan pemegang saham akan meningkat, karena

potensi kerugian yang dialami oleh pemegang hutang akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Pengawasan bisa dilakukan dalam bentuk biaya biaya monitoring (Persyaratan yang lebih ketat) dan bisa dalam bentuk kenaikan tingkat bunga.

Modigliani dan Miler berpendapat bahwa perusahaan perlu bekerja pada target debt atau rasio hutang yang ditargetkan karena penggunaan hutang sebanyak-banyaknya ternyata tidak menghasilkan struktur modal yang optimal akibat ketidak sempurnaan pasar modal. Dengan rasio hutang yang ditargetkan akan dijumpai adanya struktur modal yang optimal yaitu yang memaksimumkan nilai perusahaan atau meminimumkan biaya modal (Sartono Agus, 2001).

#### **g. Teori Asimetri Informasi dan Signaling**

Teori ini mengatakan bahwa dalam pihak - pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih dibandingkan dari pihak lainnya.

Manajer biasanya mempunyai yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar (investor). Karena itu bisa dikatakan terjadi asimetrik informasi antara manajer dengan investor. Dua model asimetri informasi dibicarakan berikut ini :

##### **1) Myers dan Majluf**

Menurut Myers dan Majluf (1977), ada asimetri informasi antara manger dengan pihak lua. Manager mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan pihak luar. Pada saat harga saham menunjukkan

nilai yang terlalu tinggi (*over value*), manajer cenderung akan mengeluarkan saham baru.

## 2) *Signaling*

Ross (1977), mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan signal yang disampaikan oleh manager ke pasar. Jika manager mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar saham tersebut meningkat; ia ingin megkomunikasikan hal tersebut kepada investor. Manager bisa menggunakan hutang lebih banyak sebagai signal yang lebih *credible*. Karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik.

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (2001) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan utang yang melebihi target struktur modal yang normal. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru

berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

### **3. Teori Lainnya**

#### **a. Pendekatan Teori Keagenan (*Agency Approach*)**

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manager adalah konsep *free-cash flow*. Ada kecenderungan manager ingin menahan sumber daya sehingga mempunyai control atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik leagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manager akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga.

#### **b. Pendekatan Interaksi Produk**

Teori ini berangkat dari teori organisasi industri dan relatif baru, dibandingkan dengan teori lainnya. Ada dua kategori dalam pendekatan ini, (1) yaitu menjelaskan hubungan antara Struktur Modal perusahaan dengan strategi. (2) menjelaskan hubungan antara struktur modal dengan karakteristik produk atau input.

#### **c. Kontek dan pengendalian perusahaan**

Beberapa penemuan pendekatan ini adalah perusahaan yang menjadi target (dalam pengambilalihan) akan meningkatkan tingkat hutangnya dan kenaikan harga saham,. Tingkat hutang berhubungan negatif dengan kemungkinan sukses *tender offer* (penawaran terbuka pada proses pengamalihan usaha).

#### 4. Faktor-Faktor yang mempengaruhi struktur modal

Sesuai dengan teori struktur modal dan beberapa pengamatan empirik, nampaknya pemilihan struktur modal dipengaruhi oleh beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut diantaranya adalah:

##### a. Struktur Aktiva (*Tangibility*)

Struktur aktiva merupakan rasio antara aktiva tetap dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Struktur aktiva mempengaruhi sumber-sumber pembiayaan perusahaan. Pada saat permintaan produk meningkat dengan pesat, akan mempengaruhi pembelian aktiva yang kebanyakan menggunakan hutang jangka panjang (Husnan Said, 1996). Berdasarkan cara dan lamanya perputaran, kekayaan perusahaan, aktiva dapat dibedakan menjadi dua yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Pertama adalah Aktiva lancar adalah aktiva yang habis dalam satu kali perputaran dalam proses produksi, dan proses perputarannya dalam dalam jangka waktu pendek. antara lain: kas, investasi jangka pendek, piutang wesel, piutang dagang, persediaan, piutang penghasilan serta persekot. Kedua aktiva tetap. Aktiva tetap adalah aktiva yang tahan lama atau yang secara berangsur-angsur habis turut serta dalam proses produksi dan mengalami proses perputaran dalam jangka waktu panjang antara lain dengan investasi jangka panjang.

Sistem pembelanjaan parsial menjelaskan bagaimana masing-masing aktiva secara individual dibelanjai, maka dapat dikemukakan pedoman pembelanjaan sebagai berikut (Riyanto, 1995):

- 1) Aktiva lancar hendaknya dibiayai dengan kredit jangka pendek yang umumnya tidak lebih pendek dari pada terkaitnya dana dalam aktiva lancar.
- 2) Aktiva lancar yang tidak berputar, misalnya: tanah, pada prinsipnya dibiayai dengan modal sendiri, karena tidak diadakan depresiasi.
- 3) Aktiva tetap yang berputar secara berangsur-angsur dapat dibiayai dengan utang jangka panjang atau modal sendiri. Jika digunakan utang jangka panjang, maka seharusnya jangka waktu atau umur kredit yang akan ditarik itu jangan lebih pendek dari waktu terikatnya dana dalam aktiva tetap.

Menurut Riyanto (1995) Kebanyakan perusahaan industri yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanent yaitu modal sendiri, sedangkan hutang bersifat pelengkap. Perusahaan yang semakin besar aktivitya terdiri dari aktiva lancar akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan utang. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal suatu perusahaan.

*Fixed asset* sering kali digunakan sebagai jaminan dalam mendapatkan hutang sehingga perusahaan yang banyak memiliki *fixed asset* akan mendapatkan hutang yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang memiliki keadaan sebaliknya (Sartono dan Sriharto, 1999).

**b. Ukuran Perusahaan (*firm size*)**

Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Riyanto,1999).

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan (Saidi,2004). Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Saidi (2004), dan Dyah Sih Rahayu (2005), dimana ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari total asset (*natural logarithm of asset*). Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga perusahaan besar cenderung mempunyai hutang yang lebih besar daripada perusahaan kecil (Rajan dan Zingales, 1995 dalam R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto, 1999). Logaritma dari total assets dijadikan indikator dari ukuran perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka asset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar. Pendapat yang serupa dikemukakan oleh Titman dan Wessels (1988) dalam R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999), dimana perusahaan kecil cenderung membayar biaya modal sendiri dan biaya hutang jangka panjang lebih mahal daripada perusahaan besar. Maka perusahaan kecil lebih menyukai hutang jangka pendek dari pada meminjam hutang jangka panjang, karena biayanya lebih rendah. Beberapa penelitian yang pernah dilakukan antara lain oleh R. Agus Sartono (1999), Imam Ghozali dan Hendrajaya

(2000), Mutaminah (2003), Saidi (2004) dan Dyah Sih Rahayu (2005) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Menurut Kartini dan Tulus Arianto (2008) ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan (struktur modal) dalam memenuhi ukuran atau besarnya aset perusahaan.

Ukuran perusahaan terbukti memiliki peranan penting dalam menentukan pilihan struktur modal yang akan digunakan oleh suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki pemilihan struktur modal yang bervariasi dan kurang berisiko untuk terjadi kebangkrutan. Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai *inverse proxy* untuk profitabilitas kebangkrutan. Perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan rasio kebangkrutan. Menurut (Napa dan Mulyadi 1996 dalam Mailda 2001), mengemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar akan lebih memperoleh pinjaman yang di bandingkan perusahaan kecil. Oleh karena itu, kemungkinan perusahaan besar tingkat *laveragenya* akan lebih besar daripada perusahaan yang lebih kecil. Dengan demikian pengukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan ada kecenderungan untuk menggunakan pinjaman yang lebih besar.

Menurut Marsh (1982) mengemukakan bahwa perusahaan lebih sering memilih hutang jangka panjang, sedangkan perusahaan kecil lebih memilih hutang jangka pendek. Perusahaan yang berukuran besar mungkin dapat



memperoleh keuntungan dalam skala ekonomi dengan melakukan emisi hutang jangka panjang dan mungkin juga memiliki kekuatan bargaining terhadap kreditur.

### c. Likuiditas

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya, likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aktiva. Semakin tinggi *current ratio* ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban *finansial* jangka pendek. Aktiva lancar yang dimaksud termasuk kas piutang, surat berharga dan persediaan. Dan aktiva lancar tersebut, persediaan merupakan aktiva lancar yang kurang *liquid* dibandingkan dengan yang lain. Pengertian likuiditas sebenarnya mengandung dua dimensi :

- 1) Waktu yang diperlukan untuk mengubah aktiva menjadi kas
- 2) Pastian harga yang terjadi

Dengan demikian diantara ketiga aktiva lancar tersebut memang pitang lebih *liquid* dibanding dengan persediaan dan memerlukan waktu yang lebih pendek untuk mengubah menjadi kas. Brealey, et.al. (2004) mengungkapkan bahwa likuiditas adalah kemampuan untuk mengembalikan investasi dalam bentuk kas ketika dibutuhkan. Semakin cepat suatu investasi dapat menghasilkan kas bagi perusahaan berarti semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan atas investasi yang dilakukan. Hal ini juga didukung oleh Ross, et.al. (2003) yang mengatakan bahwa likuiditas menunjukkan seberapa cepat dan mudah suatu aset dikonversikan dalam bentuk kas. Brigham dan Besley (2000) juga mengatakan hal serupa bahwa

aset yang likuid adalah suatu aset yang dapat dengan mudah dikonversikan dalam bentuk kas tanpa harus kehilangan *original value* aset tersebut secara signifikan. Likuiditas perusahaan diukur dari kemampuan untuk memenuhi obligasi jangka pendek sesuai dengan persetujuan (Smart, et.al., 2004). Dengan kata lain, likuiditas perusahaan diukur dari kemampuannya melunasi kewajiban jangka pendeknya pada saat kewajiban tersebut jatuh tempo. Likuiditas berkenaan dengan *solvency* (kesanggupan melunasi) dari posisi keuangan secara keseluruhan dari perusahaan atau dapat pula diartikan kemudahan badan usaha dalam membayar utang-utangnya karena memiliki kas yang cukup. Sundjaja, et.al. (2003) menjelaskan mengenai alat ukur likuiditas yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang jatuh tempo, terdiri dari *net working capital*, *current ratio* dan *quick ratio*. *Net working capital* diperoleh dari *current assets* dikurangi dengan *current liabilities*. Nilai yang diperoleh dari perhitungan *net working capital* dapat bermanfaat untuk pengendalian internal. *Current ratio* diperoleh dengan membagi *current assets* dengan *current liabilities*, sedangkan untuk *quick ratio*, perhitungannya sama dengan *current ratio*, tetapi tanpa memperhitungkan persediaan yang dianggap sebagai *current assets* yang kurang likuid. Smart, et.al. (2004) menjelaskan mengenai dua faktor yang menyebabkan likuiditas persediaan menjadi rendah. Kedua faktor tersebut, yaitu :

- 1) Banyak jenis persediaan yang tidak dapat dijual dengan mudah karena merupakan barang setengah jadi, barang usang atau barang untuk kegunaan tertentu.
- 2) Jika persediaan tersebut dijual secara kredit, akan menjadi piutang terlebih dahulu dan sebelum menjadi uang kas.

**d. Profitabilitas (*profitability*)**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri (Sartono 1998). Profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan perbandingan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Dengan kata lain profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu (Riyanto 2001). Berdasarkan pengertian-pengertian tersebut dapat disimpulkan, bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, dengan membandingkan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Cara untuk menilai profitabilitas suatu perusahaan bermacam-macam, dapat berupa perbandingan antara laba yang berasal dari operasi atau usaha, laba bersih sebelum pajak dengan total aktiva, laba bersih sesudah pajak dengan keseluruhan aktiva atau perbandingan antara laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri. Meskipun terdapat bermacam-macam penilaian profitabilitas suatu perusahaan, namun rasio yang pada umumnya digunakan oleh para pemakai laporan keuangan adalah profitabilitas ekonomi dan profitabilitas modal sendiri (Riyanto 2001).

Profitabilitas ekonomi adalah perbandingan antara laba usaha dengan modal sendiri dan modal asing yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut dan dinyatakan dalam persen. Modal yang diperhitungkan dalam menghitung profitabilitas ekonomi hanyalah modal yang bekerja di dalam perusahaan (*operating capital/assess*) dengan demikian maka modal yang ditanamkan dalam perusahaan lain atau modal yang digunakan dalam efek (kecuali perusahaan-perusahaan kredit) tidak diperhitungkan dalam menghitung profitabilitas ekonomi. Demikian pula laba yang diperhitungkan untuk menghitung profitabilitas ekonomi hanyalah laba yang berasal dari operasi perusahaan (*laba usaha/operating profit*). Oleh karena itu, laba yang diperoleh di luar perusahaan atau dari efek deviden kupon tidak diperhitungkan dalam menghitung profitabilitas ekonomi (Riyanto 2001)

Profitabilitas Bagi suatu perusahaan, di samping laba tingkat profitabilitas merupakan masalah yang penting, sebab laba yang besar saja belum merupakan ukuran bahwa perusahaan tersebut telah dapat bekerja secara efisien. Efisiensi baru dapat diketahui dengan membandingkan profitabilitas yang diperoleh dengan modal yang digunakan. Profitabilitas modal sendiri atau sering juga dinamakan rentabilitas usaha adalah perbandingan antara jumlah laba yang tersedia bagi para pemilik modal sendiri di satu pihak dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut di lain pihak (Riyanto 2001). Laba yang dimaksudkan di sini adalah laba usaha setelah dikurangi dengan bunga modal asing dan pajak penghasilan (Munawir 2002)

Berkaitan dengan hal tersebut, untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap

struktur modal perusahaan, maka perlu dikaji mengenai *Pecking Order Theory*. Disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai (Husnan, 2000). Brealey dan Myers dalam Husnan (2000) menyatakan secara ringkas teori tersebut antara lain:

- 1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari hasil operasi perusahaan.
- 2) Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan deviden secara drastis.
- 3) Kebijakan deviden yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
- 4) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan utang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi

memungkinkan mereka untuk menggunakan laba ditahan (*retained earnings*) sebagai sumber pendanaan perusahaan dari dalam. Alasannya, biaya dana internal lebih murah disbanding biaya dana eksternal (Mutamimah 2003). Sementara itu Brigham dan Houston (2001), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan, bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketergantungannya pada pihak luar, karena tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sebagian besar pendanaannya dari laba ditahan. Hal ini akan berpengaruh terhadap penentuan komposisi struktur modal.

Profitabilitas menurut Saidi (2004) adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar return yang diharapkan investor. Dengan laba ditahan yang besar, Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi biasanya cenderung menggunakan hutang yang lebih kecil, karena perusahaan merasa mampu untuk menyediakan dana yang cukup,

yaitu melalui laba yang ditahan (Sartono Agus, 2001). Perusahaan akan lebih senang menggunakan laba ditahan sebelum menggunakan utang. Hal ini digunakan dengan *pecking order theory* yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan dari pertama, laba ditahan, kemudian utang dan terakhir penjualan saham baru.

Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang *profitable* tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan hutang. Tingkat pengembaliannya yang sangat tinggi memungkinkan perusahaan tersebut untuk membiyai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2001).

Fungsi manajemen keuangan dalam kaitannya dengan profitabilitas akan membuat seorang manajer keuangan perlu membuat keputusan. Beberapa fungsi spesifik yang berkaitan dengan profitabilitas yaitu (Hampton, 1990) :

- 1) Pengaturan Biaya. Posisi manajer keuangan adalah memonitor dan mengukur jumlah uang yang dikeluarkan dan dianggarkan oleh perusahaan. Ketika terjadi kenaikan biaya, manajer dapat membuat rekomendasi yang diperlukan agar dapat dikendalikan.

- 2) Penentuan Harga. Manajer keuangan dapat mensuplai informasi mengenai harga, perubahan biaya serta *profit margin* yang diperlukan agar bisnis dapat berjalan lancar dan sukses.
- 3) Memproyeksi keuntungan. Manajer keuangan bertanggung jawab untuk mendapatkan dan menganalisis data relevan dan membuat proyeksi keuntungan perusahaan. Untuk memperkirakan keuntungan dari penjualan di masa yang akan datang, perusahaan perlu mempertimbangkan biaya saat ini serta kemungkinan kenaikan biaya dan perubahan kemampuan perusahaan untuk menjual barang pada harga yang telah ditetapkan.
- 4) Mengukur keuntungan yang disyaratkan. Keuntungan yang disyaratkan harus diperkirakan dari proposal sebelum diterima. Kadang dikenal sebagai biaya modal.

**e. *Operating Leverage***

*Operating leverage* adalah kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Perusahaan yang tidak solvabel adalah perusahaan yang total utangnya lebih besar dibandingkan dengan total assetnya. *Operating leverage* timbul karena perusahaan menggunakan biaya operasi tetap. Dengan biaya tetap, perubahan pada penjualan akan mengakibatkan perubahan yang lebih besar pada EBIT perusahaan (Atmaja dalam Bandung, 2004).

Perusahaan menggunakan *operating leverage* dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya asset dan sumber dananya, dengan demikian akan menguntungkan perusahaan. Sebaliknya *leverage* juga



meningkatkan *variabilitas* (risiko) keuntungan, karena jika perusahaan ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka pengguna *leverage* akan menurunkan keuntungan perusahaan.

#### **f. Risiko Bisnis**

Risiko bisnis (*business risk*) adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis merupakan risiko yang mencakup *intrinsik business risk*, *financial leverage risk*, dan *operating leverage risk* (Hamada dalam Saidi, 2004). Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah. Hal ini disebabkan karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. Bayless dan Dillitz (1994) dalam Mutaminah (2003) menemukan hubungan negatif antara risiko perusahaan dengan hutang. Ferri dan Jones (1979) Mutaminah (2003) menemukan hubungan negatif antara *income* dengan hutang. Sementara Kole, Noe dan Ramirez (1991) Mutaminah (2003) menemukan hubungan antara *level debt* optimal dengan risiko bisnis.

Menurut Brigham dan Houston (2007) risiko bisnis atau seberapa berisiko saham perusahaan jika perusahaan tidak mempergunakan hutang. Secara konsep, perusahaan memiliki sejumlah risiko yang interen di dalam operasinya risiko ini merupakan risiko bisnis. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka secara tidak langsung, perusahaan akan membagi para investornya menjadi dua kelompok dan mengonsentrasikan sebagian besar risiko bisnisnya pada satu kelompok investor

saja pemegang saham biasa. Akan tetapi, para pemegang saham biasa akan menuntut adanya kompensasi karena mereka menanggung risiko yang lebih besar sehingga akan membutuhkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi pula. Perbedaan risiko bisnis tidak hanya berasal dari satu industri ke industri yang lain saja, melainkan juga diantara perusahaan-perusahaan di dalam suatu industri tertentu.

Risiko bisnis tergantung sejumlah faktor, dimana faktor yang lebih penting akan dicantumkan di bawah ini (Brigham dan Houston, 2007) :

- 1) Variabilitas permintaan. Semakin stabil permintaan akan produk sebuah perusahaan, jika hal-hal lain dianggap konstan, maka semakin rendah risiko bisnisnya.
- 2) Variabilitas harga jual. Perusahaan yang produk-produknya dijual di pasar yang sangat tidak stabil terkena risiko bisnis yang lebih tinggi daripada perusahaan yang sama yang harga produknya lebih stabil.
- 3) Variabilitas biaya input. Perusahaan yang inputnya sangat tidak pasti akan terkena tingkat risiko bisnis yang tinggi.
- 4) Kemampuan untuk menyesuaikan harga output untuk perubahan-perubahan pada biaya input. Beberapa perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik daripada yang lain untuk menaikkan harga output mereka ketika biaya input naik. Semakin besar kemampuan melakukan penyesuaian harga output untuk mencerminkan kondisi biaya, semakin rendah tingkat risikonya.

- 5) Kemampuan untuk mengembangkan produk-produk baru pada waktu yang tepat dan efektif dalam hal biaya. Perusahaan-perusahaan di bidang industri yang menggunakan teknologi tinggi seperti obat-obatan dan komputer tergantung pada arus konstan produk-produk baru. Semakin cepat produknya menjadi usang, semakin tinggi risiko bisnis perusahaan.
- 6) Eksposur risiko asing. Perusahaan yang menghasilkan sebagian besar labanya dari operasi luar negeri dapat terkena penurunan laba akibat fluktuasi nilai tukar. Begitu pula jika perusahaan beroperasi di wilayah yang secara politis tidak stabil, perusahaan dapat terkena risiko politik.
- 7) Komposisi biaya tetap: leverage operasi. Jika sebagian besar biaya adalah biaya tetap, sehingga akibatnya tidak mengalami penurunan ketika permintaan turun, maka perusahaan terkena tingkat risiko bisnis yang relatif tinggi.

#### **g. Pertumbuhan Penjualan**

Pertumbuhan perusahaan adalah sejauh manakah perusahaan dapat meningkatkan laba perlembar saham leveragenya. Apabila penjualan laba terus meningkat dalam setiap tahunnya, maka pembiayaan dengan menggunakan beban tetap tertentu akan meningkatkan pendapatan para pemilik saham, Weston dan Copeland (1997). Perusahaan yang tumbuh dengan pesat terpaksa lebih banyak tergantung pada modal eksternal, oleh karena itu biaya emisi penjualan saham bias lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang karena perusahaan

yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang pertumbuhannya lambat. Bangbang (2004).

Hermeindito (2003) bahwa pertumbuhan penjualan mencerminkan prospek perusahaan dengan horizon waktu yang lebih panjang dari profitabilitas, pertumbuhan penjualan mencerminkan tingkan produktivitas terpasang yang siap beroperasi pertumbuhan penjualan mencerminkan kapasitas saat ini yang dapat diserap pasar daya saing perusahaan dalam pasar. Pada dasarnya, perusahaan didirikan untuk dapat menghasilkan laba dan tetap bertahan hidup. Eksistensi perusahaan dapat tercapai apabila perusahaan mampu memanfaatkan segala sumber daya yang dimiliki secara optimal untuk membiayai pertumbuhannya.

Brigham dan Gapenski (2002), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi harus lebih banyak mengandalkan dana eksternal untuk dapat membiayai pertumbuhannya tersebut dan sebaliknya, pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung menggunakan dana internal. Hal ini disebabkan karena semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin besar dana yang dibutuhkan untuk membiayai investasi perusahaan serta pembiayaan untuk melakukan ekspansi, sehingga selain menggunakan dana internal, perusahaan membutuhkan dana tambahan yang bersumber dari eksternal perusahaan. Manullang (2005), mengatakan bahwa ekspansi yang dilakukan perusahaan mencakup tiga hal, yaitu :

- 1) Perluasan modal, baik modal kerja maupun modal tetap, yang digunakan secara tetap dan terus menerus dalam perusahaan, misalnya menambah alat

produksi tahan lama, mendirikan pabrik baru, memodernisasi alat produksi yang dimiliki, dan sebagainya.

- 2) Bila perusahaan telah mampu meningkatkan tingkat produksi dan penjualannya.
- 3) Bila perusahaan menjadi lebih besar tanpa membeli perusahaan lain. Ekspansi ini akan mempengaruhi struktur modal perusahaan karena terkait dengan proses pembiayaan.

Dalam penelitian Erickson dan Trevino (1994), pertumbuhan (*growth*) perusahaan didefinisikan sebagai perubahan aset tahunan dari total aktiva. Pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap *leverage* perusahaan. Konsep ini didasarkan pada dua argumentasi, pertama, berbeda dengan pertumbuhan penjualan, di mana setiap usaha yang dilakukan secara langsung membawa implikasi pada penerimaan, pertumbuhan aktiva mencerminkan waktu yang lebih panjang dari pertumbuhan penjualan. Kedua, investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum dioperasikan, sehingga aktivitas yang dilakukan tidak terkait dengan penerimaan. Gitman (2000) mengatakan bahwa kebutuhan pembiayaan perusahaan berkaitan langsung dengan harapan perusahaan untuk bertumbuh dan aset apa saja yang akan dibutuhkan untuk dapat membiayai pertumbuhan tersebut. Oleh karena itu, semakin besar harapan perusahaan untuk bertumbuh, semakin besar pula kebutuhan pembiayaan perusahaan yang akan digunakan untuk pengeluaran modal. Hal ini didukung oleh Mahadwartha (2002) yang mengatakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan

yang tinggi harus memilih apakah ingin membayar dividen atau ingin melakukan pengeluaran modal terkait dengan kesempatan investasi yang ada.

#### **h. *Dividend Payout Ratio***

Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perubahan besarnya dividen yang dibagikan terdapat dua akibat yang saling berlawanan. Apabila seluruh laba dibayarkan sebagai dividen maka kepentingan cadangan terabaikan, sebaliknya bila laba ditahan semua maka kepentingan pemegang saham terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan tersebut, maka manajer dapat menempuh kebijakan yang optimal. Menurut Weston dan Brigham (1997), kebijakan *dividen* optimal merupakan kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga dapat memaksimalkan laba. Setiap perusahaan menginginkan adanya pertumbuhan dan juga dapat membayar *dividen* kepada pemegang saham, tetapi kedua tujuan itu saling bertentangan.

Semakin tinggi dividen yang dibayarkan berarti laba yang ditahan akan makin kecil dan akan mengakibatkan terhambatnya tingkat pertumbuhan (*rate of growth*) dalam pendapatan dan harga sahamnya. Jika perusahaan meningkatkan laba yang ditahan untuk meningkatkan investasi, tingkat pembayaran dividen akan makin rendah. Persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen adalah rasio pembayaran dividen (*divident payout ratio*) (Riyanto, 1995) *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*, jadi perspektif

yang dilihat adalah pertumbuhan *dividend per share* atau dividen per lembar saham terhadap pertumbuhan *earning per share* atau laba per lembar saham (Ang, 1997).

*Dividend per share* merupakan total semua dividen yang dibagikan pada tahun buku sebelumnya, baik *dividen interim*, *dividen final* maupun *dividen* saham. Sedangkan *earning per share* merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada satu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstandingshares*). Di dalam komponen *dividend per share* terkandung unsur dividen, jadi jika semakin besar *dividen* yang dibagikan maka akan semakin besar *dividend payout ratio* yang ada. Adedeji (1998) menemukan bahwa *financial leverage* mempunyai pengaruh yang positif terhadap *dividend payout ratio*. Imanda-Nasir (2006) mengatakan kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan prospek yang baik, cenderung akan mempergunakan *debt* sebagai alternatif untuk memenuhi kebutuhan pembayaran dividen dalam jangka pendek, apabila perusahaan tidak mempunyai dana internal untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Namun, apabila prospek perusahaan kurang baik, akan membuat kebutuhan dana berlangsung secara terus-menerus maka perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan menyesuaikan *dividend payout ratio* dengan tingkat *earning* yang baru.

Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan Imanda-Nasir (2006) mengatakan bahwa investasi berpengaruh signifikan lemah terhadap dividen

dengan arah hubungan menunjukkan negatif. Prospek perusahaan yang baik, akan tercermin dengan banyaknya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi pembayaran dividen. Perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil agar meningkatkan proporsi *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi dan menurunkannya proporsi *retained earning*.

Gill dan Green (1993) dalam Adedeji (1998), menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada pembayaran dividen. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan mempunyai kemampuan yang tinggi pula dalam membayar dividen. *Dividend payout ratio* selain dipengaruhi *financial leverage* dan investasi, juga dipengaruhi oleh profitabilitas (Brigham, 1999). Theobald (1978) menemukan bahwa *earnings* berpengaruh positif terhadap dividen. Sedangkan Imanda-Nasir (2006) mengatakan profitabilitas berpengaruh signifikan lemah terhadap dividen dan arah hubungannya negatif. Perusahaan yang dapat menghasilkan *earnings* tinggi, akan lebih mampu melakukan pembayaran dividen. Semakin tinggi profitabilitas berarti semakin cukup besar dana yang tersedia untuk membayar dividen. Chang & Rhee (1990) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa *size firm* memiliki pengaruh yang positif terhadap *dividend payout ratio*. Perusahaan besar karena dapat dengan mudah memiliki akses ke pasar modal, akan mempunyai kemampuan untuk mengumpulkan dana



dalam waktu yang singkat. Dengan demikian, perusahaan dengan *size firm* yang lebih besar diperkirakan akan mempunyai kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga biasanya mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil. Weston dan Copeland (1992) menunjukkan bahwa *earnings change* berpengaruh positif pada *dividend payout ratio*. Semakin stabil *earnings change* maka perusahaan dapat membayar beban bunga atau hutang sehingga dapat memberi dividen yang tinggi (Riyanto, 1990).

## **B. HASIL PENELITIAN TERDAHULU**

Penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya sangat penting untuk mengungkap dan sebagai informasi bahkan sangat berguna mengetahui apakah variabel-variabel tersebut mempengaruhi struktur modal dan struktur pendanaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva, ukuran, likuiditas dan *operating leverage* bahwa secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur pendanaan. Sedangkan secara dari variabel-variabel tersebut profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Bram Hadianto (2007) dengan judul *Pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap struktur modal emitem* melakukan pengujian *pecking order theory* pada perusahaan yang terdiri 2 saham emitem yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Jakarta selama periode 2001-2007. Hasil penelitian menunjukkan struktur aktiva tidak signifikan berpengaruh terhadap struktur modal, ukuran berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal Tetapi tidak

signifikan terhadap rasio total hutang dan rasio utang jangka panjang. Profitabilitas memiliki pengaruh negatif secara signifikan rasio utang lancar dan total utang namun tidak signifikan terhadap rasio utang jangka panjang

M. Senly V.W dan Brami H (2007) dengan judul *pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, likuiditas dan profitabilitas terhadap struktur modal di Bursa Efek Indonesia* ) melakukan pengujian *pecking order theory* pada perusahaan non keuangan yang terdiri 9 emitem yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Jakarta selama periode 2000-2005. Pada model pertama, struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Pada model kedua, struktur aktiva dan peluang pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sementara ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Andrianto dan Wibowo (2007) dengan judul *pengujian teori pecking order pada perusahaan Non Keuangan L Q45* melakukan pengujian *pecking order theory* pada perusahaan non keuangan yang terdiri 30 emitem yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Jakarta selama periode 2001-2005. Terdapat tiga tipe model yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah perubahan rasio total hutang jangka panjang dengan nilai total aktiva. Variabel bebas pada model pertama terdiri dari perubahan struktur aktiva, perubahan nilai pasar aktiva dengan nilai buku aktiva perusahaan sebagai proksi peluang pertumbuhan, perubahan *logaritma natural* dari penjualan sebagai proksi ukuran perusahaan,

perubahan laba operasi dibagi dengan nilai buku aktiva sebagai proksi profitabilitas. Pada model regresi kedua, defisit pendanaan internal melengkapi variabel yang terdapat pada model pertama. Pada model ketiga, rasio total utang jangka panjang dengan total aktiva pada tahun sebelumnya ditambah pada model regresi yang kedua. Pada model pertama, struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Pada model kedua, struktur aktiva dan peluang pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sementara ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, defisit pendanaan internal berpengaruh positif terhadap struktur modal, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, sementara rasio utang jangka panjang terhadap aktiva pada periode sebelumnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

### C. HIPOTESA PENELITIAN

#### 1: Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal

Kesempatan pertumbuhan diukur dengan *market to book ratio* yang merupakan rasio dari *market value of assets*. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan yang berarti pula bahwa kesempatan bertumbuh semakin tinggi. maka akan semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan. Berdasarkan kondisi tersebut kemudian diprediksikan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung akan menggunakan *retained earning* sebagai sumber pendanaan investasinya Datta & Agarwal (2008). *Pecking Order theory* menyatakan bahwa menerbitkan utang

ketika terjadi kebutuhan pendanaan eksternal, sehingga teori ini memprediksi hubungan berkebalikan antara peluang pertumbuhan dengan tingkat utang jangka panjangnya (Frank dan Goyal, 2003). Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan

## **2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Terhadap Struktur Modal**

Brigham dan Weston (2001), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Menurut prediksi *pecking order theory* perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil (Schoubben dan Van Hulle, 2004 dalam Adrianto dan Wibowo, 2007). Dari hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Adrianto dan Wibowo (2007) menyatakan bahwa Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap hasil ini sesuai dengan *pecking order theory*. Berdasarkan penelitian di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2 : Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

### 3. Pengaruh Likuiditas Terhadap Terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang terdapat dalam industri ritel biasanya lebih banyak menggunakan utang jangka pendek dari pada utang jangka panjang (Hanafi dan Halim 2000, dalam M. Sienly Veronica dan Bram Hadianto, 2008). Likuiditas perusahaan diukur dari kemampuan untuk memenuhi obligasi jangka pendek sesuai dengan persetujuan (Smart, et.al., 2004). Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Sony dan Hasan, 2009). Jika likuiditas perusahaan tinggi maka dana internal yang dimiliki akan menjadi besar sehingga menurut prediksi dalam urutan pendanaan *pecking order theory* perusahaan memilih pendanaan dengan menggunakan hutang untuk membiayai beban operasionalnya. Berdasarkan pernyataan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H3 : Rasio Likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

### 4. Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal

Menurut Riyanto (1995), kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen yaitu modal sendiri, sedang hutang sifatnya sebagai pelengkap. Perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Menurut prediksi *pecking order theory* permasalahan utama

dalam teori *pecking order* ini terletak pada *asimetri informasi* dan struktur aktiva merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah ini (Schoubben dan Van Hulle, 2004, dalam Adrianto dan Wibowo, 2007). Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah sehingga permasalahan *asimetri informasi* menjadi lebih rendah. Dengan demikian semakin besar *Fixed asset* yang digunakan maka struktur modalnya akan semakin kecil sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan utangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat terhadap struktur modal atas dasar penelitian di atas maka dibuat hipotesis sebagai berikut :

H4: Struktur Aktiva mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

### **5. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal**

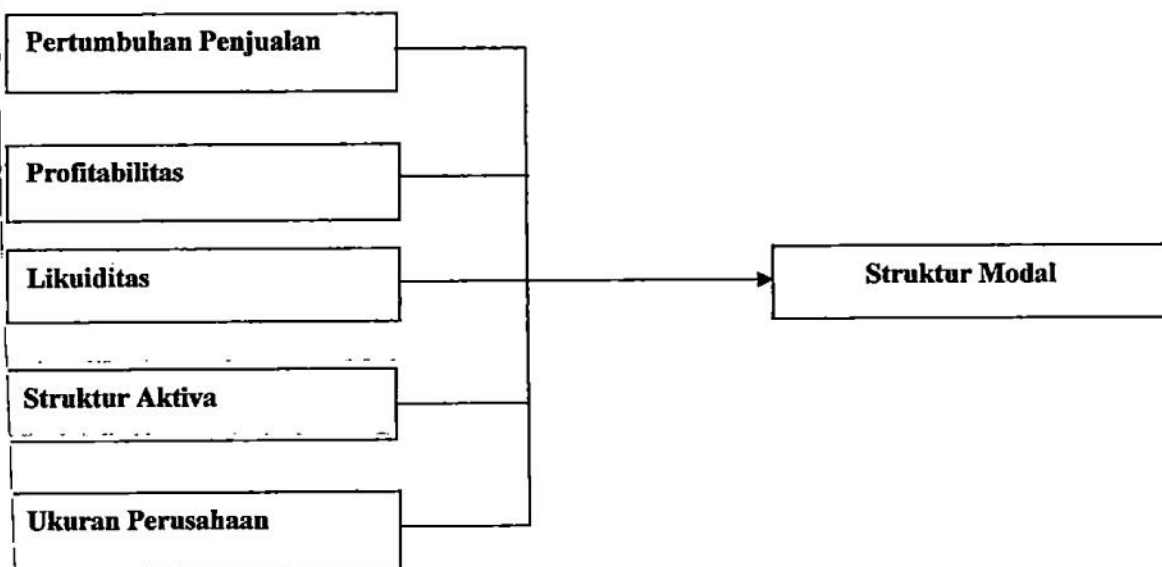
Ukuran perusahaan merupakan logaritma natural dari penjualan. Perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar biasanya terdiversifikasi, memiliki reputasi yang lebih baik pada pasar hutang, dengan menghadapi kendala informasi yang lebih rendah saat melakukan pinjaman, Dengan demikian semakin besar ukuran perusahaan diprediksi memiliki tingkat hutang yang lebih besar. Ukuran perusahaan menunjukkan hasil yang sesuai dengan prediksi *pecking order theory*, dimana perusahaan yang semakin besar memiliki usaha yang terdiversifikasi dan reputasi yang lebih baik sehingga memiliki biaya pendanaan yang lebih rendah dan hutang yang lebih besar (Frank dan Goyal, 2003). Dengan demikian ukuran perusahaan akan

memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal, dari hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Andrianto dan Wibowo (2007) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif atas dasar penelitian di atas maka dibuat hipotesis sebagai berikut:

H5: Ukuran Perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

#### D. MODEL PENELITIAN

Model penelitian menggambarkan antara pengaruh variabel dependen dan independen. Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :



**Gambar 2.1**  
**Model Penelitian**