

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2001). Dalam neraca perusahaan (*balance sheet*) yang terdiri dari sisi aktiva yang mencerminkan struktur kekayaan dan sisi pasiva sebagai struktur keuangan. Struktur modal sendiri merupakan bagian dari struktur keuangan yang dapat diartikan sebagai pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan (yang tercermin dari harga saham perusahaan), kalau keputusan investasi dan kebijakan deviden dipegang konstan. Dengan kata lain, seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, kalau perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti tidak ada struktur modal yang terbaik. Semua struktur modal adalah baik. Akan tetapi, kalau dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan, atau harga saham adalah struktur modal yang

terbaik. Nilai perusahaan yang dimaksud adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan, 2000).

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut (Brigham & Houston, 2001) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan adalah stabilitas perusahaan, struktur aktiva, *leverage operasi*, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan perusahaan.

Menurut (Husnan, 2000) menyatakan bahwa yang paling mempengaruhi struktur modal adalah lokasi distribusi keuntungan, stabilitas penjualan dan keuntungan, kebijakan deviden, pengendalian dana risiko kebangkrutan. Sedangkan menurut (Riyanto, 2001) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain; tingkat bunga, stabilitas pendapatan, susunan aktiva, kadar risiko aktiva, besarnya jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen, besarnya suatu perusahaan. Dalam penelitian ini, menggunakan variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, dan profitabilitas sebagai faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.

a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan besaran persentase saham yang oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Struktur kepemilikan menunjukkan bahwa variabel yang penting

dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh hutang dan ekuitas tetapi juga ditentukan oleh presentase kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi.

Agency problem dapat dikurangi apabila manajer memiliki kepemilikan saham pada perusahaan. Hal ini dikarenakan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Manajer umumnya lebih cenderung untuk menggunakan keuntungan untuk konsumsi, sehingga menyebabkan beban hutang karena risiko kebangkrutan meningkat sehingga *agency cost* meningkat dan menyebabkan nilai perusahaan turun.

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor-investor intitusional seperti perusahaan investasi, bank, dan perusahaan lain. Kepemilikan saham institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau menolak keberadaan manajemen.

Kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan karena mampu mengontrol dan mengarahkan manajer untuk membuat kebijakan utang dan dividen yang berpihak pada kepentingan pemegang saham institusional. Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institutional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistik* yang dilakukan oleh para manajer (Jensen, 1986).

c. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan (struktur modal) dalam memenuhi ukuran atau besarnya asset perusahaan. Ukuran perusahaan sendiri merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan.

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 (Sartono, 2001). Disamping itu mereka bisa memberikan informasi lebih banyak sehingga bisa menurunkan biaya *monitoring argument* tersebut memperkirakan hubungan positif antara ukuran dengan utang. Di lain pihak, ukuran besar mengurangi asimetri informasi. Asimetri yang semakin kecil tersebut mendorong perusahaan menggunakan saham, sehingga bisa diperkirakan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan utang (Mamduh, 2004).

d. 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* (Brigham & Houston, 2001).

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.

e. Struktur Aset

Struktur aktiva adalah kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan memberikan manfaat dimasa yang akan datang (Mamduh,2004). Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar hal ini disebabkan karena dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil. Besarnya aset tetap dapat digunakan sebagai jaminan utang perusahaan (Sartono, 2001).

Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap yang lebih besar (yang berusia panjang), apalagi jika digabung dengan tingkat permintaan produk yang stabil, akan menggunakan utang yang lebih besar. Perusahaan yang mempunyai aset lancar lebih banyak yang nilainya akan tergantung dari profitabilitas perusahaan, akan menggunakan utang yang lebih sedikit (Mamduh, 2004).

f. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan sebuah perusahaan dalam memperoleh laba. Perusahaan yang menggunakan tingkat hutang relatif kecil mempunyai tingkat pengembalian sangat tinggi atas investasi (Brigham & Houston, 2001). Tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian pendanaan secara internal.

Rasio profitabilitas dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (*profit*) berdasarkan tingkat penjualan, aset, dan investasi. Pengukuran rasio profitabilitas yang biasa dipergunakan untuk menganalisis

adalah *Net Profit Margin* menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu dengan membandingkan antara laba bersih dengan penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan. Lalu *Return On Equity* (ROE) menunjukkan kemampuan seberapa besar laba bersih yang dapat dihasilkan oleh modal sendiri dari perusahaan tersebut dengan membandingkan antara laba bersih dengan modal sendiri dari perusahaan tersebut.

Return On Asset (ROA) menunjukkan kemampuan seberapa besar laba bersih yang dihasilkan oleh total asset dari perusahaan tersebut dengan membandingkan antara laba bersih dengan total asset dari perusahaan. Dalam *pecking order theory* akibat adanya biaya asimetri informasi dan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) penggunaan dana eksternal melalui dana milik sendiri (laba ditahan) oleh perusahaan dianggap lebih rendah. Oleh karena itu perusahaan mampu mendapatkan profit yang tinggi cenderung banyak memanfaatkan dana sendiri untuk keperluan investasi.

3. Teori-Teori Struktur Modal

a. Agency Theory

Teori keagenan membahas tentang adanya hubungan keagenan antara prinsipal dan agen. Hubungan keagenan adalah sebuah kontrak di mana satu atau lebih prinsipal menyewa orang lain (agen) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka yang biasanya berkaitan dengan pendelegasian beberapa wewenang dalam pembuatan keputusan kepada agen. Prinsipal adalah pihak yang memberikan mandat kepada agen, dalam hal ini yaitu pemegang saham (pemilik

perusahaan). Sedangkan yang disebut agen adalah pihak yang mengerjakan mandat dari prinsipal, yaitu manajemen yang mengelola perusahaan.

Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Agar dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan perlu adanya suatu mekanisme pengawasan untuk meminimumkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi.

b. Pecking Order Theory

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun (1961) sedangkan penanaman *packing order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984 (Husnan, 2000). Teori ini disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Secara spesifik, perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam penggunaan dana sebagai berikut:

1. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.

3. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi, berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan utang *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

c. Trade-off Theory

MM dan para pengikutnya mengembangkan teori pertukaran struktur modal. MM menunjukkan bahwa hutang adalah suatu hal yang bermanfaat karena bunga merupakan pengurang pajak, tetapi hutang juga membawa biaya-biaya yang dikaitkan dengan kenyataan kebangkrutan. Teori trade-off mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil pertukaran (trade-off) dari keuntungan pendanaan melalui hutang dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Fakta bahwa bunga adalah beban pengurangan pajak menjadikan hutang murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah telah membayarkan sebagian biaya dari modal hutang, atau dengan cara lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. Semakin banyak perusahaan menggunakan hutang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya, menurut asumsi Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan hutang 100 persen.

Teori ini menganggap bahwa penggunaan utang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak utang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya utang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan utang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

Menurut (Hanafi, 2004) bahwa biaya kebangkrutan dapat cukup signifikan dapat mencapai 20 persen nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal yaitu biaya langsung dan biaya tidak langsung. Biaya langsung adalah biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, pengacara, dan lainnya yang sejenis. Biaya tidak langsung adalah biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

B. Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Kepemilikan manajerial merupakan besaran persentase saham yang oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Ada beberapa alternatif yang digunakan untuk mengurangi *agency cost*, salah satunya adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976 dalam Wahidawati 2002). Hal ini dikarenakan dengan peningkatan kepemilikan saham

oleh pihak manajerial akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam berhutang karena dengan berhutang manajer harus bekerja keras untuk melunasi hutang tersebut, jika manajer gagal maka dapat mengancam posisinya dalam perusahaan. Manajer akan merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambil dan kerugian jika keputusan yang diambil salah. Dengan demikian menurut teori agensi semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajerial maka hutang yang akan digunakan semakin rendah. Penelitian yang mendukung hipotesis tersebut yaitu hasil penelitian dari (Wimelda & Marlinah, 2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan institusi di luar perusahaan yang menanamkan modal pada sebuah perusahaan. Sesuai dengan agency theory yang membahas tentang adanya hubungan keagenan antara principal dan agen, kepemilikan institusional memiliki peranan yang penting dalam meminimalisir konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham (Wimelda & Marlinah, 2013).

Semakin tinggi kepemilikan institusional maka hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan akan semakin besar. Hal ini dikarenakan kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar dibanding pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Dengan hutang yang tinggi juga dapat

mendisiplinkan kinerja manajer, dengan hutang yang tinggi manajer akan lebih bekerja keras agar dapat melunasi hutang. Hasil penelitian yang mendukung dilakukan oleh (Laksana, 2016) menunjukkan adanya pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Size (Ukuran Perusahaan) Terhadap Struktur Modal

Semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang akan dikeluarkan untuk operasional perusahaan, baik itu dari hutang maupun modal sendiri. Semakin besar ukuran perusahaan dilihat dari total asetnya, maka perusahaan akan menggunakan hutang dengan jumlah yang besar pula. Perusahaan yang ukurannya relative besar akan cenderung menggunakan dana eksternal yang semakin besar jika dana internal tidak mencukupi. Hal ini disebabkan kebutuhan dana perusahaan juga meningkat seiring dengan ukuran perusahaan tersebut. Sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa jika penggunaan dana internal tidak mencukupi, maka digunakan alternative kedua dengan hutang (Husnan, 2000). Hasil penelitian yang mendukung dilakukan oleh (Yuke & Hadri, 2005), (Putria & Erni, 2010) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H3 : *Size* (ukuran perusahaan) berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal

Menurut (Brigham & Houston, 2001) serta (Husnan, 2000), setiap perusahaan akan menghadapi risiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan, baik itu risiko bisnis maupun risiko hutang. Pada teori *trade-off* dijelaskan bahwa ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Semakin tingginya tingkat hutang akan semakin tinggi pula kemungkinan kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki laba berfluktuasi akan menghadapi ketidakpastian kemampuan mengumpulkan dana untuk melunasi hutangnya. Berdasarkan hal tersebut perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan berusaha menjaga hutangnya agar tidak membahayakan keberlangsungan perusahaan. Sehingga terdapat hubungan negatif dan signifikan antara risiko bisnis terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang mendukung dilakukan oleh Yuke dan Hadri (2005) yang menunjukkan risiko bisnis berhubungan negative dan signifikan terhadap struktur modal.

H4 : Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah yang besar dapat menggunakan hutang lebih banyak karena perusahaan cenderung lebih mudah mendapatkan akses dalam berhutang. Semakin banyak *assets tangibility* suatu perusahaan berarti semakin banyak *collateral assets* untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Semakin besar aset tetap yang dimiliki perusahaan maka perusahaan tersebut akan lebih dipercaya oleh kreditur untuk

berhutang. Perusahaan lebih dipercaya karena dengan aset tetap yang besar maka itu dapat dijadikan jaminan kepada kreditur. Hal ini sesuai dengan teori (Brigham & Houston, 2001), bahwa perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak hutang (Laksana, 2016). Maka struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang mendukung dilakukan (Bunga & Taufik, 2015), (Nurmadi, 2013), (Wimelda & Marlinah, 2013) yang menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian lain yang mendukung yaitu penelitian yang dilakukan (Laksana, 2016) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H5 : Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

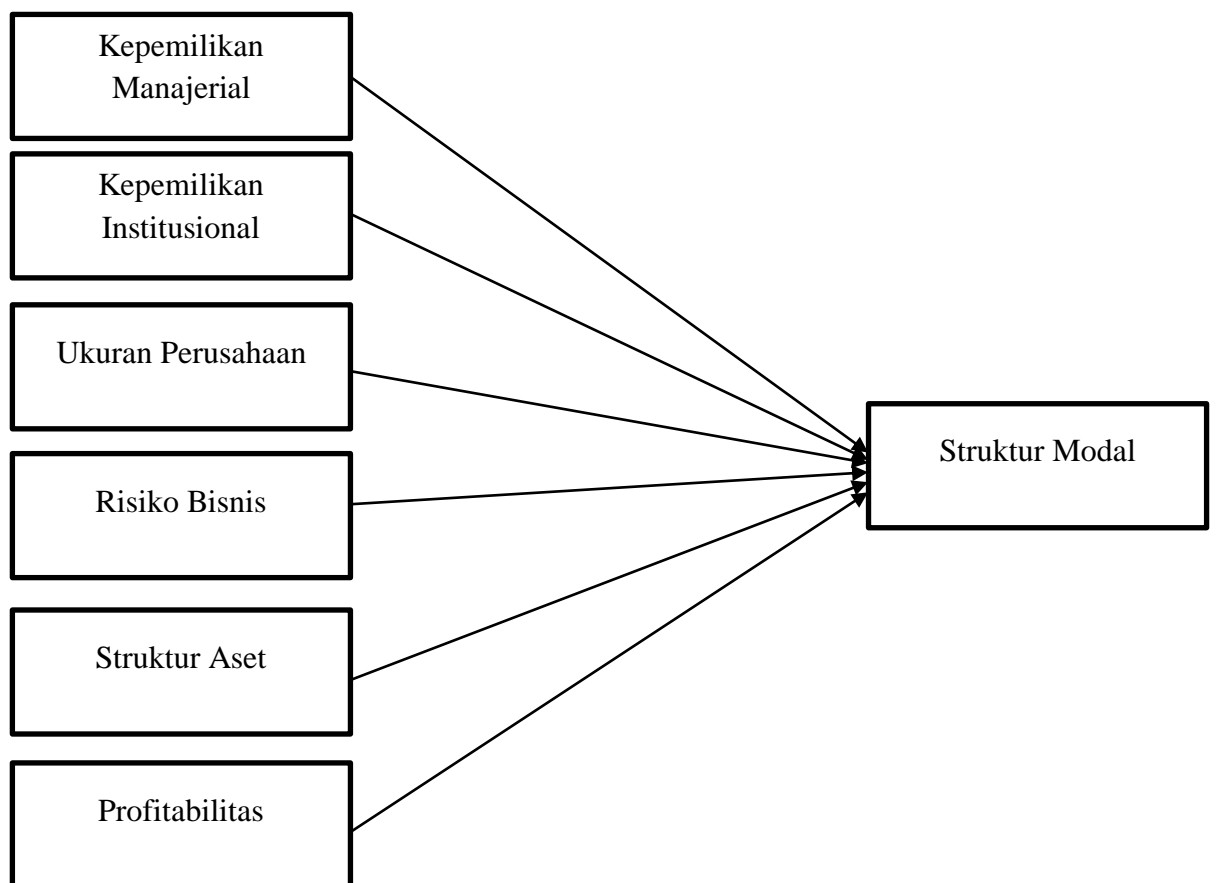
Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan cenderung tidak menggunakan hutang untuk membiayai investasi. Tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan untuk memperoleh sebagian besar pendapatan dari dana internal. Peningkatan profitabilitas akan meningkatkan laba ditahan, sesuai dengan *pecking order theory* yang mempunyai kecenderungan pendanaan pertama dengan dana internal berupa laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Perusahaan akan menggunakan dana internalnya terlebih dahulu yang risikonya lebih kecil sebelum menggunakan hutang. Dengan demikian, tingkat profitabilitas akan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian yang mendukung hipotesis tersebut adalah penelitian Putra dan Erni (2010), Friska

(2011), Wimelda dan Marlinah (2013), Bunga dan Taufik (2015) juga mendukung hal tersebut dimana profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H6 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

C. Model Penelitian



2.1 Model Penelitian