

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pengertian Struktur Modal

Menurut Martono dan D. Agus Harjito (2010) struktur modal adalah perbandingan atau imbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (defisit) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu hutang (debt financing). Namun dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal.

Menurut Kamaludin (2011) struktur modal atau capital structure adalah kombinasi atau bauran sumber pembiayaan jangka panjang. Begitupula menurut Bambang Riyanto (2008) Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri. Struktur modal merupakan cermin dari kebijakan perusahaan dalam menentukan “jenis” securities yang ditentukan.

Berdasarkan pendapat-pendapat tersebut maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan bauran atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya.

a. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal berkembang terus dan mengalami kemajuan dan sampai saat ini ada beberapa teori yang telah dikemukakan, dalam penelitian ini teori yang digunakan adalah sebagai berikut :

1) Teori Modigliani dan Miller (MM)

Teori Struktur Modal. Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) memperkenalkan model teori struktur modal moderen pada tahun 1958. Teori yang telah dicetuskan MM adalah sebagai berikut:

a) Teori MM Tanpa Pajak

Struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Tingkat keuntungan dan resiko usahan (keputusan investasi) yang akan mempengaruhi nilai perusahaan bukan keputusan pendanaan.

Proporsi MM tanpa pajak.

- a) tidak ada pajak.
- b) tidak ada biaya transaksi
- c) individu dan perusahaan meminjam pada tingkat yang sama

Preposisi I: nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang

Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya utang. Tetapi penghematan dari pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena biaya modal saham.

b) Teori MM dengan pajak.

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayar kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua proporsi yaitu :

Preposisi I: nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga hutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah pembiayaan dengan hutang sangat menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal yang optimal adalah seratus persen utang.

Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan hutang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan hutang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah (biaya modal hutang lebih kecil dibandingkan

dengan biaya modal saham), sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (meski biaya modal saham meningkat).

2) *Pecking Order Theory*

Pecking order theory menyatakan bahwa "Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah" Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory* dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

- a) Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan
- b) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran di dasarkan pada perkiraan kesempatan investasi perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yg tiba-tiba dengan kata lain pembayaran dividen diusahakan konstan
- c) Karena kebijakan dividen yg konstan digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan yang tidak biasa di prediksi menyebabkan aliran kas yg diterima perusahaan akan lebih besar dibanding pengeluaran investasi pada saat tertentu dan lebih kecil pada saat lain.

d) Jika pendanaan eksternal di perlukan, perusahaan akan memulai dengan utang kemudian dengan surat berharga campuran (hybrid) seperti obligasi komvortibe dan kemudian saham sebagai pilihan terakhir.

Pecking order theory bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasinya.

3) *Trade-off Theory*

Indrawati dan Suhendra (2005) menyatakan bahwa salah satu cara untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah dengan pengelolaan komposisi modal perusahaan dan keputusan manajer keuangan didalam memilih sumber pendanaan akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Marsh (1982) dalam siregar (2005), mengembangkan teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller. Teori ini menyatakan bahwa setiap perusahaan dapat menentukan terget utang (*Leverage*) yang optimal. Rasio hutang yang optimal ditentukan berdasarkan perimbangan antara manfaat dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Secara prinsip, perusahaan membutuhkan

pendanaan ekuitas baru apabila rasio hutang perusahaan tersebut di bawah target. Perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal apabila semua pendanaan adalah hutang atau jika tidak ada hutang sama sekali. Hutang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya pengawasan untuk mencegah perusahaan mengalami kebangkrutan (Siregar,2005).

4) *Signaling* (Ros, 1977)

Ros (1977) dalam Hanafi (2004) mengembangkan model dimana struktur modal merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Salah satu cara yang paling sederhana adalah dengan mengatakan secara langsung “perusahaan kami memiliki prospek yang baik”. Tentu saja investor tidak akan percaya begitu saja. Disamping itu, manajer ingin memberikan signal yang lebih dipercaya (*credible*). Manajer bias menggunakan utang lebih banyak, sebagai signal yang lebih *credible*.

Jika utang meningkat, maka kemungkinan bangkrut akan semakin meningkat. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan terhukum. Karena itu, perusahaan yang meningkatkan utang bias dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek

perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau signal positif.

5) *Asymmetric Theory*

Menurut Myers dan Majluf (1977) dalam Mamduh Hanafi (2004), ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar: manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Pada harga saham yang menunjukkan nilai terlalu tinggi manajer akan cenderung mengeluarkan saham. Tentunya pihak luar tidak mau ditipu. Karena pada saat penerbitan saham baru diumumkan, harga akan jatuh karena pasar menginterpretasikan bahwa harga saham sudah overvalue. Teori tersebut bias menjelaskan fenomena jatuhnya harga saham pada saat terjadi pengumuman penerbitan saham baru, yang sering dijumpai.

Jika harga saham jatuh cukup serius, maka pemegang saham lama akan dirugikan jika dilakukan penerbitan utang baru. Sebaliknya, pemegang saham baru yang akan diuntungkan karena bisa membeli saham dengan harga murah. Karena jatuhnya harga saham tersebut berkaitan dengan asimetri informasi, maka bisa dikatakan bahwa ada biaya asimetri informasi yang berkaitan dengan penerbitan

saham. biaya tersebut akan semakin besar jika harga saham jatuh cukup signifikan.

Karena biaya asimetri saham cenderung paling besar, manajer akan enggan untuk menerbitkan saham. Saham menjadi alternative paling akhir dalam upaya mencari dana. Dana internal bebas dari biaya asimetri informasi karena itu dana internal akan dipilih pertama kali jika perusahaan membutuhkan dana.

Dalam konteks asimetri informasi, preferensi penerbitan saham yang paling kecil, disebabkan karena biaya asimetri saham adalah yang paling besar. Utang mempunyai biaya asimetri yang lebih rendah dibandingkan saham. Ada dua alasan mengapa pendanaan eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri. Yang pertama adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajer dengan pihak modal.

6) *Agency theory*

Dalam *agency theory* menyarankan bahwa *optimal capital* dan *ownership structures* dapat digunakan untuk mengurangi biaya agensi.

Biaya agensi atau biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditur. Biaya keagenan ini muncul dari problem keagenan atau *agency problem*. Jika perusahaan menggunakan hutang ada kemungkinan pemilik perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditur, misalnya perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek yang berisiko tinggi (Atmaja, 2008).

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal menurut Hanafi (2004:320), yaitu :

1. NDT (*Non-Debt Tax Shield*)

Manfaat utang adalah bunga utang bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Tetapi untuk mengurangi pajak, perusahaan bisa menggunakan cara lain, seperti depresiasi (biaya tetap nonbunga), dana pensiun. Dengan demikian bisa dibuat prediksi bahwa perusahaan dengan NDT tinggi maka perusahaan tidak perlu menggunakan utang tinggi. Ada hubungan negatif antar keduanya. NDT menggunakan rasio depresiasi terhadap total aset sebagai proksinya.

2. *Tangibility*

Utang bisa mendorong manajer untuk melakukan investasi yang sub-optimal. Karena itu perusahaan yang mempunyai kesempatan

investasi yang banyak (mempunyai *tangible asset* yang kecil) akan menggunakan utang yang lebih sedikit. Dengan kata lain ada hubungan negatif antara *tangibility* dengan utang. *Tangibility* diukur dengan *market to book value*, penelitian ini juga menggunakan rasio aktiva tetap. Model pajak dan keagenan memperkirakan ada hubungan positif antara rasio aktiva tetap dengan utang. Aktiva tetap bisa dipakai sebagai jaminan pinjaman.

3. Profitabilitas

Menurut model *Packing Order Theory*, ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan utang. Alternatif penjelasan lain adalah kreditor cenderung memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan laba/aliran kas tinggi. Profitabilitas diukur dengan *Return On Asset*.

4. Risiko Bisnis

Perusahaan yang mempunyai risiko default (bangkrut) tinggi sebaiknya menggunakan utang yang lebih kecil. Fluktuasi (standar deviasi) pendapatan operasional dibagi dengan total aset digunakan sebagai proksi risiko bisnis.

5. Ukuran

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Disamping itu mereka bisa memberikan informasi lebih banyak sehingga bisa menurunkan biaya *monitoring*. Argumen tersebut memperkirakan hubungan positif antara ukuran dengan utang. Di lain pihak, ukuran besar mengurangi asimetri informasi

antarainsider dengan investor luar. Asimetri yang semakin kecil tersebut mendorong perusahaan menggunakan saham, sehingga bisa diperkirakan adanya hubungan negatif antara ukuran dengan utang.

6. Reputasi

Perusahaan dengan reputasi baik bisa memperoleh utang lebih besar karena kreditor percaya bahwa reputasi tersebut akan terus dipertahankan. Ada hubungan positif antara reputasi dengan utang. Umur perusahaan dipakai sebagai proksi reputasi.

7. Kepemilikan Manajerial

Satu sisi argumen mengatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi mendorong aliansi kepentingan manajer dengan pemegang saham semakin baik sehingga pendisiplinan melalui utang kurang meningkatkan resiko manajer (jika gagal membayar utang dan manajer di pecat). Di lain pihak, manajer barangkali menyukai utang yang tinggi karena akan meningkatkan kekuatan suara mereka (saham lebih sedikit)

B. Hubungan Antar Variabel & Penurunan Hipotesis

Hipotesis merupakan dugaan yang akan diuji kebenarannya dengan fakta yang ada (Jogiyanto, 2004). Hipotesis tidak dapat terjadi begitu saja. Hipotesis dikembangkan dengan menggunakan teori yang relevan atau dengan logika dan hasil-hasil penelitian sebelumnya. Hipotesis dikembangkan dengan menggunakan teori karena akan memverifikasi teori tersebut di fenomena yang ada. Hipotesis dikembangkan dengan maksud supaya tujuan dari riset untuk

menerima hipotesisnya dapat tercapai dengan kemungkinan yang besar (Jogiyanto, 2004).

a. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Menurut G. Sugiyarso dan F. Winarni (2005) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan perbandingan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Dengan kata lain profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk mencapai laba.

Menurut *pecking order theory* dalam penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2006), semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin rendah tingkat penggunaan utang dalam struktur modalnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mempunyai dana internal yang besar.

Seftianne dan Handayani (2011), Kartika (2009) melakukan penelitian mengenai profitabilitas terhadap struktur modal. Dari hasil penelitian terdahulu dapat diambil kesimpulan sementara bahwa perusahaan yang memiliki sumber dana internal lebih banyak cenderung menggunakan sumber dana internal sebelum memutuskan untuk berhutang. Semakin besar profit perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membiayai kebutuhan investasinya dari sumber dana internal.

Berdasarkan uraian di atas, maka dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H1: Profitabilitas Berpengaruh Negatif terhadap Struktur Modal.

b. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan (Saidi, 2004). logaritma dari total aset dijadikan indikator dari ukuran perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka asset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar

Perusahaan yang besar memiliki risiko kebangkrutan yang lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini membuat perusahaan besar memiliki kemudahan dalam memperoleh pinjaman atau utang. Sedangkan, Perusahaan kecil akan cenderung untuk membiayai dengan modal sendiri dibandingkan biaya utang jangka panjang yang lebih mahal. Perusahaan kecil akan cenderung menyukai utang jangka pendek dari pada utang jangka panjang karena biayanya lebih rendah. Demikian juga dengan perusahaan besar akan cenderung memiliki sumber pendanaan yang kuat (Sujoko, 2007).

Fitrijanti dan Hartono (2002), Dyah Sih Rahayu (2005), dan Astiwi Indriani (2009) melakukan penelitian tentang ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hal tersebut dikarenakan perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu alternatif pemenuhan dananya adalah dengan menggunakan dana

eksternal yaitu dengan menggunakan hutang. Semakin besar ukuran perusahaan, kecenderungan untuk memakai dana eksternal juga semakin besar.

Berdasarkan uraian di atas, maka dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H2: Ukuran Perusahaan Berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

c. Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang memiliki utang yang tinggi akan memiliki tingkat risiko yang tinggi juga. Karena dengan utang yang tinggi menimbulkan adanya kewajiban yang harus dibayar perusahaan. Kemungkinan tidak dapat memenuhi kewajibannya dapat membuat perusahaan tersebut dibangkrutkan oleh pemberi utang.

Hasil penelitian Gitman (2009) menunjukkan hasil bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Peningkatan resiko bisnis menyebabkan manajemen akan mempertimbangkan kembali apabila risiko bisnis yang akan ditanggung oleh perusahaan meningkat maka, manajemen perusahaan akan berupaya untuk menurunkan utang. Hal ini terkait dengan ketidak pastian pendapatan yang akan diterima oleh perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka rumusan hipotesis untuk risiko bisnis adalah

H3: Resiko Bisnis Berpengaruh Negatif terhadap Struktur Modal

d. Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal

Menurut Syamsudin (2007) struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi dana untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva merupakan perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva yang dapat menentukan besarnya alokasi dana untuk masing-masing komponen aktiva.

Hal ini didukung juga oleh penelitian yang dilakukan oleh Hadianto (2008) Kartika (2009) dan Utami (2009) menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki struktur aktiva yang tinggi berarti memiliki aktiva tetap yang besar. Perusahaan dengan aktiva tetap yang besar cenderung menggunakan utang yang lebih besar, dengan kata lain aktiva tetap sebagai jaminan perusahaan untuk meminjam hutang kepada pihak kreditur.

Berdasarkan uraian di atas, maka dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H4: Struktur Aktiva Berpengaruh Positif terhadap Struktur Modal.

e. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Menurut Jensen, et al., (1992) dalam Sulaiman Nidar (2008) menyatakan pertumbuhan penjualan menjadi proksi untuk mengukur pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan penjualan mencerminkan manifestasi keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi

pertumbuhan di masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam industri.

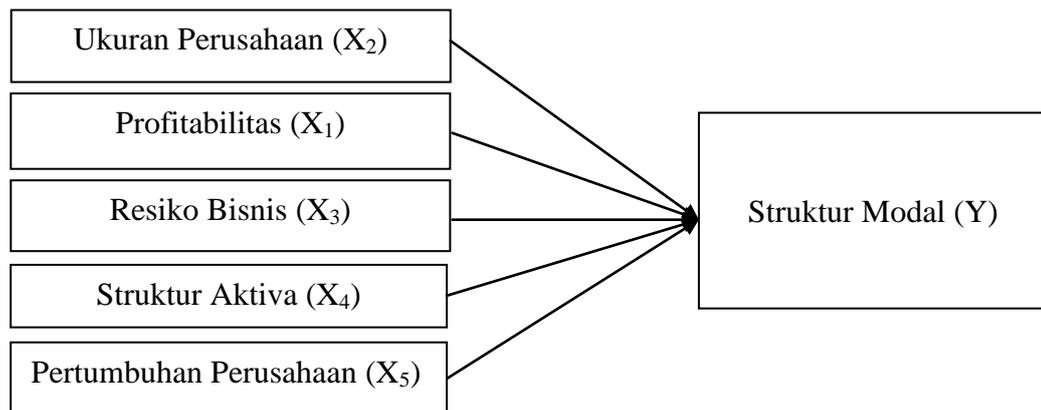
Hal ini didukung juga oleh penelitian yang dilakukan oleh Sumani (2012) Utami (2009) Lia dan Joni (2010) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi tingkat keuntungan investasi pada masa yang akan datang. Dalam hal ini perusahaan membutuhkan modal untuk memenuhi kebutuhan investasi dalam meningkatkan pertumbuhan penjualan. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi akan lebih mudah mendapatkan pinjaman dari pihak kreditur.

Berdasarkan uraian di atas, maka dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H5: Pertumbuhan Perusahaan Berpengaruh Positif Terhadap Struktur Modal

C. Model Penelitian

Adapun kerangka pikiran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Penelitian