

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan antara total utang dan modal sendiri. Menurut Sartono (2001) yang dimaksud dengan struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Di sisi lain, Struktur modal menurut Martono dan Harjito (2010) adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Berdasarkan penjelasan tersebut, struktur modal memperlihatkan perbandingan hutang jangka panjang dengan modal sendiri untuk mendapatkan perbandingan yang baik bagi perusahaan.

Keputusan pendanaan atau struktur modal dalam suatu perusahaan menjadi faktor yang paling utama supaya perusahaan dapat bertahan hidup dan bersaing dengan perusahaan yang lainnya. Terkait dengan keputusan struktur modal perusahaan, beberapa teori-teori yang dianggap relevan untuk mendukung keputusan struktur modal. Teori-teori tersebut adalah :

a. *Modigliani and Miller Theory (M&M)*

Modigliani – Miller (1958) dalam artikelnya yang berjudul “*the cost corporation Finance and the theory of investment*” mengemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER (*debt to equity ratio*) karena adanya efek dari *corporate tax rate shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan adanya pajak, pada umumnya bunga dibayarkan akibat penggunaan utang dapat digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikarenakan pajak atau dengan kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila 2 perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi yang satu menggunakan utang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan utang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang. Namun pendapat M&M yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan utang sebesar-besarnya (dalam keadaan kena pajak) ini mengandung kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang digunakan M&M dalam analisis mereka, yaitu pasar modal yang sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal

menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan *leverage* yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan.

b. *Trade-off Theory*

Trade Off Theory mengatakan ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, maka akan semakin tingginya kemungkinan terjadinya kebangkrutan. Sebagai contoh, semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan perusahaan tidak dapat membayar utang karena bunga yang semakin besar bisa jadi pemberi pinjaman akan membangkrutkan perusahaan tersebut jika tidak bisa membayar utang (Hanafi, 2004).

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”. Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain

pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan utang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*).

Trade-off theory mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka trade-off antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak.

c. *Pecking Order Theory*

Secara singkat teori ini menyatakan bahwa: (a) Perusahaan menyukai internal financing (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Sesuai dengan teori ini, tidak ada

suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan external. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan.

Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2004). Penggunaan utang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk utang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham.

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.

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

a. Risiko Bisnis

Risiko bisnis adalah risiko dimana perusahaan tidak mampu menutup biaya operasionalnya. Umumnya semakin besar pengaruh operasi perusahaan dengan penggunaan biaya tetap akan semakin tinggi risiko bisnisnya. Perusahaan dengan tingkat permintaan dan harga yang stabil akan mempunyai penerimaan penjualan yang stabil yang menghasilkan tingkat risiko bisnis yang rendah. Sebaliknya, perusahaan dengan volatilitas permintaan dan harga yang tinggi akan mempunyai pendapatan yang tidak stabil yang menghasilkan tingkat risiko bisnis yang tinggi (Sundjaja *et al.* 2003).

Menurut Weston & Brigham (1990) risiko bisnis didefinisikan sebagai ketidakpastian atas proyeksi tingkat pengembalian aktiva, atau atas ekuitas jika perusahaan tidak menggunakan hutang.

b. Struktur Aktiva

Struktur aktiva mencerminkan dua komponen aktiva secara garis besar dalam komposisinya yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva lancar adalah uang kas dan aktiva-aktiva lain yang dapat

direalisasikan menjadi uang kas, dijual atau dikonsumsi dalam suatu periode akuntansi yang normal. Aktiva tetap adalah aktiva berwujud yang diperoleh dalam bentuk siap pakai atau dibangun lebih dahulu yang digunakan dalam operasi perusahaan, tidak dimasukan untuk dijual dalam rangka kegiatan normal perusahaan dan mempunyai masa (Seftianne dan Handayani ,2011).

Struktur aktiva ini berhubungan dengan jumlah kekayaan (asset) yang dapat dijadikan jaminan. Apabila aktiva perusahaan cocok untuk dijadikan agunan kredit, perusahaan tersebut cenderung menggunakan hutang (Weston & Brigham, 1990). Investor akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan. Komposisi asset perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan. Margaretha dan Ramadhan (2010) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang yang lebih baik akan lebih memiliki kemudahan dalam memperoleh pinjaman dari pihak eksternal.

c. Profitabilitas

Profitabilitas adalah rasio yang melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (Hanafi dan Halim, 2003). Weston dan Copeland (1999) mengemukakan bahwa profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Sedangkan Sartono (2001) mendefinisikan profitabilitas adalah

kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

Setiap perusahaan selalu berusaha untuk meningkatkan profitabilitasnya. Jika perusahaan berhasil meningkatkan profitabilitasnya, dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut mampu mengelola sumber daya yang dimilikinya secara efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan laba yang tinggi. Sebaliknya, sebuah perusahaan memiliki profitabilitas rendah menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak mampu mengelola sumber daya yang dimilikinya dengan baik, sehingga tidak mampu menghasilkan laba tinggi. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan menggunakan dana internal (laba ditahan) yang lebih banyak daripada perusahaan dengan profitabilitas rendah. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan lebih cenderung menggunakan laba ditahan sebelum menggunakan utang. Seperti yang dijelaskan oleh *Pecking Order Theory* bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Karena perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam perusahaan (laba ditahan) dibandingkan dengan pendanaan dari luar perusahaan (menerbitkan sekuritas, obligasi dan saham).

Rasio profitabilitas adalah rasio yang bertujuan untuk mengukur efektivitas manajemen yang tercermin pada imbalan hasil

dari investasi melalui kegiatan penjualan (Djarwanto, 2001). Sedangkan menurut Weston dan Brigham (1994), rasio profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan pengaruh gabungan dari likuiditas, pengelolaan aktiva dan pengelolaan utang terhadap hasil-hasil operasional perusahaan.

d. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan karakteristik perusahaan yang dapat mengklasifikasikan apakah suatu perusahaan termasuk kedalam ukuran perusahaan kecil, menengah, ataupun besar. Ukuran perusahaan dapat dilihat dari aset perusahaan maupun dari penjualan perusahaan. Dilihat dari aset, perusahaan kecil akan cenderung untuk membiayai dengan menggunakan modal sendiri dibandingkan utang. Berbeda dengan perusahaan besar yang akan cenderung memiliki sumber pendanaan yang kuat disebabkan semakin besar ukuran perusahaan (asset) tersebut akan mudah mendapatkan pendanaan atau utang, karena perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal karena semakin besar ukuran perusahaan tersebut dianggap resiko gagal bayar terhadap biaya bunga akan semakin kecil atas utang perusahaan tersebut.

Kaitannya dengan penjualan, perusahaan kecil sangat rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dan cenderung kurang menguntungkan sedangkan perusahaan besar dapat mengakses pasar

modal dengan lebih mudah karena profit yang didapatkan juga akan semakin tinggi. Perusahaan akan memanfaatkan modal sendiri dalam pembiayaan perusahaannya karna mempunyai modal yang cukup besar dari hasil penjualan perusahaan.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang berhubungan tentang struktur modal antara lain :

1. Prabansari dan Kusuma (2005) menunjukkan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal.
2. Natalia Pauline (2015) yang menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil ini didukung juga dengan hasil penelitian Indrajaya, Herlina dan Setiadi (2011) bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh parsial yang positif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.
3. Liem, Murhadi dan Sutejo (2013) menjelaskan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa jika variabel profitabilitas mengalami kenaikan maka menyebabkan penurunan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya.
4. Penelitian yang dilakukan oleh Hadioanto Bram (2010) menunjukkan hasil bahwa variabel ukuran perusahaan menunjukkan koefisien dengan tanda negatif, dan nilai dari *p-value* menunjukkan angka yang signifikan, itu

berarti ukuran berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal.

C. Hipotesis

1. Risiko Bisnis dan Struktur Modal

Menurut Sundjaja *et al.* (2003) Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung mempunyai struktur modal dengan pengaruh yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah. Perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah cenderung mempunyai struktur modal dengan pengaruh yang lebih tinggi. Struktur modal perusahaan secara langsung mempengaruhi risiko keuangannya yaitu risiko perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban keuangan. Hukuman atas ketidakmampuan memenuhi kewajiban keuangan adalah kebangkrutan. Menurut teori *trade-off*, semakin tinggi kemungkinan *financial distress*, akan semakin tinggi pula kemungkinan *financial distress costs* yang harus ditanggung oleh perusahaan. Hal ini akan menyebabkan tingkat penggunaan utang yang optimum semakin rendah, sehingga perusahaan seharusnya menggunakan lebih sedikit utang. Penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005) menunjukkan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Sesuai dengan Hasil penelitian membuktikan bahwa perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan

hutang yang lebih sedikit untuk menghindari kemungkinan kebangkrutan.

Atas dasar hal ini, maka dibuat hipotesis sebagai berikut :

H_1 : Risiko bisnis berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal

2. Struktur Aktiva dan Struktur Modal

Menurut Elsas dan Florysiak (2008) aktiva tetap dapat dijadikan jaminan */collateral* dalam melakukan pinjaman utang, dan karenanya dapat mereduksi biaya dari kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) dan ini akan semakin meningkatkan kapasitas tingkat utang yang dapat menguntungkan perusahaan. Hipotesis ini sesuai dengan teori *trade-off*, dimana perusahaan perlu menyeimbangkan antara manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Menurut Adrianto dan Wibowo (2007) aktiva berwujud yang semakin besar akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memberikan jaminan yang lebih tinggi, sehingga dengan mengasumsikan semua faktor lain konstan, perusahaan akan meningkatkan utang untuk mendapatkan keuntungan dari penggunaan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Pauline Natalia (2015) yang menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil ini didukung juga dengan hasil penelitian Indrajaya, Herlina dan Setiadi (2011) bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh parsial yang positif dan signifikan terhadap kebijakan

struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki struktur aktiva dengan porsi aktiva tetap yang tinggi lebih mudah dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal karena dinilai memiliki *securable assets* (aktiva jaminan) yang lebih baik. Kreditur akan merasa lebih aman jika memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki aktiva tetap dengan porsi yang tinggi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

H₂ : Struktur aktiva berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal

3. Profitabilitas dan Struktur Modal

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan tinggi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan mereka untuk memperoleh sebagian besar pendanaan dari laba ditahan. *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Karena perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam perusahaan (laba ditahan) dibandingkan dengan pendanaan dari luar perusahaan (menerbitkan sekuritas, obligasi dan saham). Sehingga dapat disimpulkan semakin tinggi profitabilitas maka semakin kecil proporsi utang di dalam struktur modal perusahaan. Karena itu perusahaan yang mampu mendapatkan keuntungan yang tinggi

(*profitable*) akan cenderung banyak memanfaatkan dana sendiri untuk keperluan investasi. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Liem, Murhadi dan Sutejo (2013) menjelaskan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa jika variabel profitabilitas mengalami kenaikan maka menyebabkan penurunan terhadap variabel utang dan begitu pula sebaliknya.

H₃ : Profitabilitas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan

4. Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan nilai yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Terdapat berbagai proksi yang biasanya digunakan untuk mewakili ukuran perusahaan, yaitu jumlah karyawan, total aset, jumlah penjualan, dan kapitalisasi pasar. Semakin besar aset maka semakin banyak modal yang ditanam, semakin banyak penjualan maka semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ia dikenal dalam masyarakat (Sudarmadji dan Sularto, 2007).

Semakin besar suatu perusahaan (yang diukur melalui jumlah penjualannya) maka profit yang dihasilkan juga semakin tinggi. *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil.

Jadi perusahaan akan menggunakan modal sendiri dari penjualan perusahaan dan perusahaan akan menggunakan hutang jika modal sendiri tidak mencukupi. Hasil Penelitian yang dilakukan oleh Hadianto Bram (2010) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan menunjukkan koefisien dengan tanda negatif, dan nilai dari *p-value* menunjukkan angka yang signifikan, itu berarti ukuran berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal. Dari hasil penelitian sebelumnya, peneliti mengambil hipotesis :

H₄ : Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

D. Model Penelitian

Gambar 2.1

