

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah lahir sebagai salah satu solusi alternatif terhadap persoalan etis sekaligus ingin menerapkan perilaku bisnis pasar modal sesuai dengan ajaran Islam. Lembaga keuangan yang pertama kali memilih untuk mengoperasikan portofolionya dengan manajemen syariah di pasar modal adalah Amanah *Income Fund* yang didirikan pada bulan Juni 1986 oleh para anggota *The North American Islamic Trust* yang bermaskas di Indiana, Amerika Serikat.

Secara resmi instrument pasar modal syariah diluncurkan oleh pemerintah pada tahun 2003, namun instrument pasar modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa *Investment Management*. Selanjutnya Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan PT. Danareksa *Investment Management* meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor ingin menanamkan dananya secara syariah. Dengan hadirnya indeks tersebut, maka para pemodal telah disediakan saham-saham yang dapat dijadikan sarana berinvestasi dengan penerapan prinsip syariah. Hal ini menjadikan

industri pasar modal di dalam negeri lebih atraktif dan menarik bagi investor (Sari, 2011)

2. Jakarta Islamic Index (JII)

Jakarta *Islamic Index* (JII) merupakan “*Benchmark*” bagi saham-saham yang berisikan saham-saham likuid dan memenuhi prinsip syariah islam. Tujuan pembentukan Jakarta *Islamic Index* (JII) adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di Bursa Efek. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) melibatkan Dewan Pengawas Syariah PT. Danareksa Investment Management (Widodo, 2007).

Suatu saham yang akan masuk dalam daftar Jakarta *Islamic Index* (JII), harus melalui tahap seleksi terlebih dahulu. Seleksi yang dilakukan menggunakan tiga pendekatan, yaitu dilihat dari sisi apakah aktivitas dan proses produksinya sesuai dengan syariah, kemudian apakah pendapatan dari emiten tersebut sesuai dengan syariah, dan apakah struktur modal emiten tersebut sehat secara ekonomi

Perkembangan pasar modal syariah menunjukkan kemajuan seiring dengan meningkatnya indeks yang ditunjukkan dalam Jakarta *Islamic Index*. (JII). Peningkatan indeks pada Jakarta *Islamic*

Index (JII) walaupun nilainya tidak sebesar pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tetapi kenaikan secara prosentase indeks pada Jakarta *Islamic Index* (JII) lebih besar dari IHSG. Hal ini dikarenakan adanya konsep halal, berkah dan bertambah pada pasar modal syariah yang memperdagangkan saham syariah. Pasar modal syariah menggunakan prinsip, prosedur, asumsi, instrumentasi, dan aplikasi bersumber dari nilai epistemologi Islam (Auliyah,2006).

Kriteria saham bisa dikategorikan tidak melanggar ketentuan *syariah* adalah berdasarkan 2 (dua) syarat (Ghozali, 2011), yaitu :

- a. Perusahaan yang keberadaannya tidak bertentangan dengan *syariat* islam. Yang dimaksud dengan perusahaan yang tidak bertentangan dengan *syariat* islam yaitu perusahaan dengan bidang usaha dan manajemen yang tidak bertentangan dengan *syariat* islam, serta memiliki produk yang halal. Perusahaan yang memproduksi minuman keras atau perusahaan keuangan konvensional tidak memenuhi kategori ini.
- b. Semua saham yang diterbitkan memiliki hak yang sama. Saham adalah bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan, maka peran setiap pemilik saham ditentukan dari jumlah lembar saham yang dimilikinya. Namun pada kenyataannya ada perusahaan yang menerbitkan 2 (dua) macam saham, yaitu saham biasa dan saham preferen yang tidak punya hak

suara namun punya hak untuk mendapatkan deviden yang sudah pasti. Tentunya hal ini bertentangan dengan aturan *syariat* islam tentang bagi hasil. Maka saham yang sesuai dengan *syariat* islam adalah saham yang setiap pemiliknya mempunyai hak yang proporsional sesuai dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya.

3. Struktur Modal

Struktur modal yang optimal adalah kombinasi utang dan ekuitas yang akan memaksimalkan nilai perusahaan. Perusahaan dalam praktiknya sulit untuk mendapatkan struktur modal yang optimal. Namun manajemen perusahaan memiliki struktur modal sasaran yang spesifik, yang apabila sasaran tersebut tercapai maka dapat diasumsikan struktur modal perusahaan sudah optimal, meskipun hal ini akan berubah dari waktu ke waktu (Ghia gaida, 2014)

Keputusan pendanaan merupakan pembiayaan operasional perusahaan mengenai keputusan seberapa besar penggunaan utang dibandingkan modal, sedangkan menurut Riyanto (2001) keputusan pendanaan adalah keputusan yang menentukan perimbangan pembelanjaan yang terbaik atau penentuan sumber modal optimal. Manajer keuangan harus mengusahakan agar perusahaan dapat memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan syarat-syarat yang menguntungkan serta harus mempertimbangkan

sifat dan biaya dari masing- masing sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana memiliki konsekuensi yang berbeda. Dari hal tersebut, maka dapat disimpulkan pemilihan keputusan pendanaan yang tepat kembali pada kondisi perusahaan itu sendiri, sehingga manajer mampu memilih keputusan pendanaan yang tepat bagi perusahaan.

Menurut Riyanto (2001) Struktur Modal adalah perimbangan antara utang dengan modal yang dicerminkan dari pembelanjaan permanen. Keputusan pendanaan berkaitan dengan struktur modal perusahaan, karena struktur modal sangat menentukan bagaimana suatu keputusan ditetapkan oleh perusahaan, apakah perusahaan lebih cenderung menggunakan dana internal ataupun lebih menggunakan dana eksternal.

4. Trade Off Theory

Sebelumnya *Trade Off Theory* ini dikenal dengan nama *Balance Theory*. Teori Trade Off merupakan penyeimbang manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Sejauh manfaat yang dihasilkan lebih besar, porsi utang dapat ditambah. Berdasarkan teori ini, perusahaan berusaha mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai pasar.

Husnan (2005) mengatakan bahwa secara garis besar dapat disimpulkan bahwa *balanced theory* menganut pola keseimbangan

antara keuntungan penggunaan dana dari utang dengan tingkat bunga yang tinggi dan biaya kebangkrutan.

Teori Trade Off menjelaskan bahwa struktur modal optimal ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan pajak dengan biaya tekanan finansial dari penambahan utang, sehingga biaya dan keuntungan dari penambahan utang di trade off (saling tukar antara satu sama lain). Tekanan finansial biasanya terjadi hanya pada perusahaan yang memiliki utang, perusahaan yang bebas dari utang biasanya tidak mengalami tekanan finansial.

Teori trade off menjelaskan bahwa peningkatan rasio utang pada struktur modal akan meningkatkan nilai total perusahaan sebesar tarif pajak dikali dengan jumlah utang. Semakin besar akses ke sumber dana semakin tersedia potensi dana, maka semakin besar kemungkinan mengambil peluang investasi yang menguntungkan sehingga keuntungan yang diperoleh semakin besar dan kinerja perusahaan meningkat.

Kebijakan struktur modal melibatkan perimbangan antara resiko dan tingkat pengembalian. Menggunakan lebih banyak utang berarti memperbesar resiko yang ditanggung pemegang saham dan juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang mungkin tinggi diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Karena itu struktur modal yang optimal harus berada pada

keseimbangan antara resiko dan tingkat pengembalian yang memaksimalkan harga saham.

5. Pecking Order Theory

Teori pecking order adalah teori yang menjelaskan bahwa manajemen secara sistematis mendahulukan pendanaan investasi dengan menggunakan dana internal (laba ditahan) daripada penggunaan dana eksternal dan mendahulukan utang daripada ekuitas jika pendanaan eksternal dibutuhkan.

Seorang akademisi, Donaldson (1961) melakukan pengamatan terhadap perilaku struktur modal perusahaan Amerika Serikat. Pengamatannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata cenderung menggunakan utang lebih rendah. (Mamduh, 2004) Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam penggunaan dana. Menurut Mamduh (2004), skenario urutan dalam Pecking Order Theory adalah sebagai berikut.

- a. Perusahaan memilih dana internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- b. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau, kalau

berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.

- c. Karena kebijakan dividen konstan (sticky), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
- d. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (hybrid) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Teori pecking order tidak membahas tentang komposisi struktur modal, namun menjelaskan mengenai urutan-urutan pendanaan. Menurut teori ini, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal, kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Sehingga perusahaan yang memiliki keuntungan tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang

yang lebih kecil bukan dikarenakan target utang perusahaan yang kecil, namun karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Myers dkk. (2006) menjelaskan bahwa:

Tidak ada ditentukan penggabungan antara utang dengan modal, karena mereka dua bagian yang terpisah. *Pecking order* menjelaskan bahwa mengapa hampir seluruh perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan sedikit utang sebagai target pendanaan, karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Sementara untuk perusahaan yang kurang *profitable* akan menerbitkan surat utang karena mereka tidak memiliki sumber dana internal yang cukup. Sehingga kebijakan utang menjadi yang pertama dari pendanaan eksternal

6. Agency Theory

Teori Keagenan (agency theory) merupakan dasar yang digunakan untuk menjelaskan tentang kepemilikan manajerial. Di dalam teori ini berisi tentang hubungan antara agent (manajer) dan principal (pemilik). Menurut (Gitman, 2003) dalam (Noor, 2008): Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa manajemen (agen) adalah pihak yang terpisah dari pemilik perusahaan yang menjalankan perusahaan, sedangkan pemilik adalah pihak yang menyediakan sumber daya yang dikelola. Karena pada umumnya manajemen tidak bersedia secara sukarela bekerja untuk kepentingan pemilik apabila

kepentingannya tidak terpenuhi, maka timbullah apa yang disebut dengan masalah keagenan (agency problem).

Menurut teori Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati. (2002) menyatakan bahwa “hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara principal dan agent”. Inti dari hubungan keagenan ini adalah terdapat pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Dalam hal ini, agent diberikan amanat atau kepercayaan oleh principal untuk menjalankan bisnis perusahaan demi kepentingan principal. Sebagai agent, manajer bertanggung jawab secara moral untuk memaksimalkan keuntungan untuk para pemilik (principal) dengan memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak.

Menurut Shinta (2011) dalam Verawati (2012), “kontrak antara manajer dan pemilik menciptakan kewajiban dan hak bagi masing-masing pihak”. Manajer berkewajiban untuk menjalankan perusahaan serta melaporkannya kepada pemilik secara berkala, lengkap dan terbuka atas apa saja yang telah dilakukan dan bersedia menerima dan pengarahan dari pemilik. Manajer berhak untuk menerima penghargaan yang telah dijanjikan pemilik atas kinerja dan prestasinya. Sedangkan pemilik berkewajiban untuk memperhatikan dan memberi penghargaan, bonus atau imbalan kepada manajer, serta berhak untuk melakukan pengawasan dan pengendalian, meminta laporan pertanggung jawaban, mengganti

manajemen dengan orang yang lebih mampu bila manajemen dinilai tidak dapat melaksanakan tugas, dan menerima return yang layak dari modalnya sehingga kesejahteraannya meningkat.

Teori keagenan mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai principal diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka diperusahaan. “Sedangkan para agent diasumsikan termotivasi untuk memaksimalkan kompensasi yang diterima dalam hubungan tersebut” (Elqorni, 2016). Hal ini yang menimbulkan konflik kepentingan antara agent dan principal.

Hubungan antara principal dan agent dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi karena agent mempunyai posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan principal. Informasi yang disampaikan terkadang tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya. Konflik yang terjadi antara principal dan agent tersebut di atas tentu akan berbeda jika dalam struktur kepemilikan saham perusahaan terdapat kepemilikan manajerial. “Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh manajer atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai principal” (Christiawan dan Tarigan, 2007).

Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan

manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Asumsi tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan..

7. *Signaling Theory*

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. Dalam (Brigham dan Houston, 2001), 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. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (signal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut 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.

8. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

a. Struktur Aktiva

Struktur aktiva (*Tangible Assets*) pada penelitian ini diproyeksikan oleh *Fixed Asset* (FA) atau aktiva tetap. Menurut Sartono (2003), menyatakan :Perusahaan yang memiliki asset 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.

Kebanyakan perusahaan manufaktur dimana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedangkan modal asing sifatnya adalah sebagai pelengkap. Sementara itu, perusahaan yang sebagian besar dari aktivasnya adalah aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan hutang jangka pendek (Ade, 2011).

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2009, PSAK no.16 par. 16.2) definisi aktiva tetap adalah aset berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam produksi atau penyediaan barang atau

jasa, untuk direntalkan kepada pihak lain, atau untuk tujuan administratif; dan diharapkan untuk digunakan selama lebih dari satu periode. Menurut Sofyan Safri (2008) aktiva tetap sebagai berikut : “aktiva tetap adalah aktiva yang menjadi hak milik perusahaan dan dipergunakan secara terus menerus dalam kegiatan menghasilkan barang dan jasa perusahaan”. Menurut Mulyadi dan Kanaka Puradiredja (2002) aktiva tetap adalah “kekayaan perusahaan yang memiliki wujud, mempunyai manfaat ekonomis lebih dari satu tahun, dan diperoleh perusahaan untuk melaksanakan kegiatan perusahaan, bukan untuk dijual kembali”. Dari ketiga definisi di atas dapat diketahui bahwa yang dimaksud dengan aktiva tetap adalah aktiva berwujud yang digunakan dalam operasi perusahaan, yang bukan dimaksudkan untuk dijual dalam rangka kegiatan normal perusahaan dan aktiva tetap tersebut memiliki masa manfaat lebih dari satu tahun(Ade, 2011).

b. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran (*size*) perusahaan bisa diukur dengan menggunakan total aktiva, penjualan, atau modal dari perusahaan tersebut. Salah satu tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana

dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total asset yang kecil

Menurut Huang (2002) dalam Damayanti (2013) menyatakan Ukuran perusahaan merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan logaritma natural dari *Sales*. suatu perusahaan yang besar yang sahamnya tersebar sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau tergesernya pengendalian dari pihak yang dominan terhadap perusahaan bersangkutan. Sebaliknya, perusahaan yang kecil, dimana sahamnya tersebar hanya di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak yang dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Perusahaan dengan ukuran lebih besar memiliki akses yang lebih besar untuk mendapatkan sumber pendanaan, sehingga untuk memperoleh pinjaman dari krediturpun akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran lebih besar memiliki probabilitas lebih besar untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri. Pada sisi lain, perusahaan dengan skala

kecil lebih fleksibel dalam menghadapi ketidakpastian, karena perusahaan kecil lebih cepat bereaksi terhadap perubahan yang mendadak.

Brigham dan Houston (2001) menyatakan ukuran perusahaan adalah rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun kemudian. Riyanto (2001) menyebutkan bahwa besarnya suatu perusahaan juga mempengaruhi struktur modal perusahaan. Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal karena semakin besar suatu perusahaan akan cenderung membutuhkan pendanaan yang lebih besar pula. Setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau tergesernya pengendalian dari dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan sehingga akan lebih berani untuk mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualan dibandingkan dengan perusahaan kecil.

c. Peluang pertumbuhan (Growth)

Menurut Huston dan Brigham (2006) berpendapat bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan penjualannya yang tidak stabil. Berkaitan dengan

pertumbuhan penjualan, perusahaan harus mempunyai strategi yang tepat agar dapat memenangkan pasar dengan menarik konsumen agar selalu memilih produknya. Untuk itu faktor-faktor yang mempengaruhi penjualan harus benar-benar diperhatikan. Dengan mengetahui faktor-faktor tersebut perusahaan akan dapat menetapkan kebijaksanaan untuk mengantisipasi kondisi tersebut sehingga perusahaan dapat menjual produk dalam jumlah besar dan volume penjualan akan meningkat pula. Dengan meningkatnya laba perusahaan, maka keuntungan yang diperoleh para investor akan meningkat

d. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan untuk memperoleh laba. Profit (laba) adalah hasil bersih setelah pajak dan biaya-biaya operasional perusahaan. Return on Asset (ROA) digunakan sebagai tolak ukur profitabilitas dalam penelitian ini karena ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola seluruh aktiva untuk menghasilkan laba. ROA adalah perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva. Menurut Brigham (2011), perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi cenderung menggunakan utang lebih sedikit. Hal ini didukung oleh Atmaja (2002) bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi menggunakan modal sendiri agar dapat menikmati pendanaan dari laba ditahan. Berdasarkan pendapat

diatas maka dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Apabila laba perusahaan bertambah, maka nilai struktur modal akan menurun yang berarti modal sendiri perusahaan meningkat. Meningkatnya modal sendiri dikarenakan adanya laba dan pembayaran utang yang dilakukan perusahaan.

Rasio keuntungan adalah rasio yang digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan aktiva perusahaan atau merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu (biasanya semesteran, triwulanan dan lain-lain) untuk melihat kemampuan perusahaan dalam beroperasi secara efisien

e. NDT (Non-Debt Tax Shield)

Menurut Mamduh (2006). Berpendapat bahwa manfaat mata uang adalah bunga utang bisa dipakai sebagai pengurangan pajak. Tetapi untuk mengurangi pajak, perusahaan bisa menggunakan cara lain, seperti depresiasi (biaya tetap non bunga), 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.

f. Risiko Bisnis

Menurut Mamduh (2006). Berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki risiko default (bangkrut) tinggi sebaiknya menggunakan utang yang lebih kecil. Fluktuasi (standar deviasi) pendapatan operasional dibagi dengan total aset digunakan sebagai proksi risiko bisnis.

g. Variabel keagenan yang Sering dipakai

Menurut Mamduh (2006) berpendapat bahwa ada delapan faktor keagenan yang bisa mempengaruhi struktur modal diantaranya:

- 1) Perusahaan keluarga. Satu sisi argumen mengatakan bahwa komunikasi antaranggota keluarga lebih baik (dibandingkan dengan non keluarga) sehingga bisa mengurangi biaya keagenan. Karena itu utang yang dipakai semakin kecil, karena persoalan keagenan tidak begitu besar. Dilain pihak, perusahaan keluarga mempunyai kecenderungan merugikan investor luar (*minority* atau investor publik). Untuk memberikan signal kalau mereka tidak melakukan itu, perusahaan akan menggunakan utang besar sehingga investor luar percaya bahwa ada pihak lain yang ikut mengawasi perusahaan. Pihak keluarga mungkin juga memilih utang tinggi karena akan meningkatkan hak suara mereka.

- 2) Perusahaan konglomerasi. Satu sisi argumen mengatakan bahwa konglomerasi cenderung terdevisifikasi lebih baik sehingga menurunkan risiko, dan meingkatkan utang. Dilain pihak, konglomerasi menurunkan asimetri antara pihak internal dengan eksternal sehingga biaya asimetri penerbitan saham berkurang. Sebagai akibatnya, perusahaan akan menerbitkan saham baru.
- 3) Perusahaan asing. Investor asing individual tidak mempunyai kemampuan memonitor dengan baik karena lokasi yang jauh. Karena itu mereka lebih suka perusahaan dengan utang lebih tinggi karena membantu pengawasan. Di lain pihak, investor asing institusional melakukan pengawasan, sehingga penggunaan utang berkurang begitu penting.
- 4) Perusahaan yang dimiliki pemerintah. Perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah barangkali menggunakan utang lebih tinggi karena perusahaan tersebut dijamin pemerintah. Alternatif penjelasan lain adalah manajemen perusahaan pemerintah dikenal kurang berorientasi pada maksimal nilai perusahaan. Utang diperlukan untuk mendisiplinkan mereka. Kedua argumen tersebut memperkirakan hubungan positif antara utang dan kepemilikan oleh pemerintah.
- 5) Reputasi. Perusahaan dengan reputasi baik bisa memperoleh utang lebih besar karena kredito percaya bahwa reputasi

tersebut akan terus dipertahankan. Ada hubungan positif antara reputasi dengan utang. Umur perusahaan dipakai sebagai proksi reputasi.

- 6) Besarnya dewan direksi. Pengawasan bisa juga dilakukan melalui pengawasan internal. Besarnya dewan direksi diharapkan bisa mengefektifkan pengawasan sehingga mekanisme pengawasan dari utang menjadi berkurang. Dengan demikian diperkirakan ada hubungan negatif antara besarnya dewan direksi dengan utang. Dewan direksi diukur melalui log natural dari jumlah direksi.
- 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 diperlukan. Manajer barang kali tidak menyukai utang karena meningkatkan risiko manajer (jika gagal membayar utang dan manajer dipecat). Di lain pihak, manajer barangkali menyukai utang yang tinggi karena akan meningkatkan kekuatan suara mereka (saham lebih sedikit) Konsentrasi kepemilikan. Kepemilikan yang terkonsentrasi membuat pengawasan semakin baik, karena insentif untuk memonitor menjadi semakin besar. Pendisiplinan utang menjadi kurang diperlukan dalam hal ini. Prediksi *signaling*

juga sama, yaitu kepemilikan yang terkonsentrasi meningkatkan pengawasan, kemudian menurunkan kemungkinan substitusi aset, sehingga utang sebagai signal tidak diperlukan.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yang berhubungan dengan faktor fundamental dengan rasio keuangan terhadap struktur modal dan memberikan hasil penelitian yang *research gap* antara hasil penelitian yang satu dengan hasil penelitian yang lain, sehingga perlu dilakukan penelitian lebih lanjut.

Dalam penelitian Damayanti (2013) yang berjudul “Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Peluang Pertumbuhan Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)”. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa STRUKTUR AKTIVA berpengaruh negatif dan signifikan, SIZE berpengaruh negatif dan signifikan, GROWTH berpengaruh positif dan signifikan, dan ROA berpengaruh secara negatif dan signifikan.

Dewi Udayani dan Agung Suaryana (2013) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Profitabilitas Dan Investment Opportunity Set Pada Struktur Modal”. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *struktur modal*, sedangkan *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan

terhadap struktur modal perusahaan *Food and beverages* yang terdaftar di BEI tahun 2009 sampai dengan 2011.

Ade (2011) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Profitabilitas Dan Perputaran Aktiva Terhadap Struktur Modal”. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas (NPM) menunjukkan hasil yang positif, dan signifikan. Perputaran Aktiva (TATO) berpengaruh secara signifikan positif terhadap struktur modal perusahaan property dan real estate di BEI

Linda Agustina DKK (2014) dalam penelitian yang berjudul “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Tekstil dan Garmen di BEI”. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas (NPM) tidak signifikan. Struktur Aktiva adanya pengaruh terhadap struktur modal perusahaan, Sedangkan *SIZE* terbukti tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal, karena semakin besar ukuran perusahaan atau asset yang dimiliki maka semakin kecil pula ukuran struktur modalnya dalam hal ini hutang perusahaan.

Putu Hary dan Bagus Wiksuana (2015) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Ukuran Perusahaan Penjualan, Dan *Non-Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Telekomunikasi Di Bursa Efek Indonesia”. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013, pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia

periode 2010-2013, *Non-Debt Tax Shield* (NDTS) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan Telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013.

Arlan dan Lisbeth (2015) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva Dan Ukuran Penjualan Terhadap Stuktur Modal Pada Bank Pemerintah Kategori Buku 4”. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara pertumbuhan penjualan dengan struktur modal. struktur aktiva berpengaruh negative signifikan terhadap struktur modal. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah sehingga permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat, sedangkan variabel ukuran perusahaan secara negatif mempengaruhi struktur modal. Hasil ini sesuai dengan landasan teori yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang lebih besar akan lebih menjamin memiliki akses yang lebih mudah untuk mendapatkan sumber modalnya.

Ghia (2014) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Struktur Aktiva Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Makanan Dan Minuman”. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas bahwa struktur aktiva tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal,

sedangkan profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI periode 2007-2009.

C. Hipotesis

1. Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal

Struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral of value assets*). Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Aset yang dapat dijaminkan merupakan aset yang diminta oleh kreditor sebagai jaminan atas pinjaman. Jika Struktur Aktiva suatu perusahaan adalah tinggi, maka aset aset ini bisa digunakan sebagai jaminan yang menurunkan risiko pemberi pinjaman dari hutang sehingga nilai struktur modal menurun. Menurut *pecking order theory*, struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Menurut Elsas dan Florysiak (2008) dalam Herlina (2011), 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 Gaud et al. (2003) dalam Herlina (2011) nilai likuidasi aktiva tetap biasanya akan lebih tinggi dari pada aktiva tidak berwujud (*intangible asset*), sehingga ketika perusahaan mengalami kebangkrutan, biaya kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) yang ditanggung oleh perusahaan lebih kecil dibandingkan jika perusahaan tersebut memiliki aktiva tidak berwujud lebih tinggi. Selain itu 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.

Berdasarkan penjelasan diatas dapat diambil kesimpulan semakin tinggi Struktur Aktiva perusahaan menunjukkan semakin tinggi kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin pinjamannya.

Berdasarkan uraian diatas, hipotesis yang akan diuji sebagai berikut:

H1: Struktur Aktiva berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

2. Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Size*) terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan cerminan dari besar atau kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun. Ukuran perusahaan juga merupakan ukuran atau

besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan pada total aset perusahaan Sujoko dan Ugi (2007).

Ukuran perusahaan merupakan cerminan dari besar atau kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun. Ukuran perusahaan juga merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan pada total aset perusahaan Sujoko dan Ugi (2007).

Menurut Weston dan Brigham (2001) menyatakan bahwa suatu perusahaan yang besar dan mapan (stabil) akan lebih mudah untuk ke pasar modal. Kemudahan untuk ke pasar modal maka berarti fleksibilitas bagi perusahaan besar lebih tinggi serta kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek juga lebih besar daripada perusahaan kecil. Kemudahan perusahaan besar mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relatif mudah memenuhi sumber dana dari hutang. Perusahaan yang semakin besar akan mendapatkan perhatian dan pengawasan dari para stakeholdernya, sehingga perusahaan akan terpacu untuk meningkatkan kinerjanya dan nilai perusahaan akan meningkat

Menurut Rahmiati, Abel Tasman, dan Yulira Melda (2015) Jika perusahaan memiliki ukuran (*Firm Size*) yang besar akan lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan kecil, karena perusahaan

yang lebih besar akan lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil sebab perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki tingkat leverage yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil, dimana tingkat kebangkrutannya lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga struktur modal juga akan meningkat dikarenakan tingginya hutang. Perusahaan yang berukuran besar cenderung lebih fleksibel dalam mengakses sumber dana, sehingga akan meningkatkan hutangnya untuk memaksimalkan struktur modal..

Berdasarkan pemaparan diatas maka dapat dibangun hipotesa sebagai berikut:

H2: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal.

3. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan (*Growth*) terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan perusahaan adalah perubahan (penurunan atau peningkatan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada saat tertentu terhadap tahun sebelumnya (Saidi, 2004).

Perusahaan dengan tingkat penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman untuk memperoleh lebih banyak pinjaman, dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah (Bringham & Houston, 2006). Selain itu perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan lebih mudah untuk memperoleh hutang. Semakin

tinggi tingkat penjualan yang berarti keuntungannya pun semakin tinggi, maka besar kemungkinan perusahaan mampu memenuhi kewajiban tetapnya (Kesuma, 2009). Artinya dengan pertumbuhan penjualan yang semakin tinggi akan dapat menjadikan perusahaan dapat membayar hutangnya sehingga besar hutang yang ditanggung menjadi relatif aman untuk dilunasi. Menurut teori pecking order perusahaan yang tumbuh dengan cepat membutuhkan modal yang besar dan memiliki kesempatan untuk meminjam lebih besar.

Menurut Lusang Aji (2013), menemukan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan terhadap struktur modal antara pertumbuhan penjualan dengan struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang tercatat di BEI tahun 2005-2011.

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Hal ini cukup menjadi alasan karena perusahaan berkemungkinan dihadapkan oleh adanya biaya emisi saham biasanya lebih mahal jika dibandingkan dengan biaya pengeluaran obligasi.

Berdasarkan dari penjelasan tersebut maka dapat diajukan hipotesis tentang pengaruh *Growth* terhadap Struktur Modal adalah :

H3: Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*) berpengaruh positif terhadap struktur modal.

4. Pengaruh Profitabilitas *Return On Assets* (ROA) Terhadap Struktur Modal

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. Semakin tinggi profitabilitas menunjukkan bahwa laba yang diperoleh perusahaan juga tinggi. Jika laba perusahaan tinggi maka perusahaan memiliki sumber dana dari dalam yang cukup besar sehingga perusahaan lebih sedikit memerlukan hutang. Selain itu, apabila laba ditahan bertambah, rasio hutang dengan sendirinya akan menurun, dengan asumsi bahwa perusahaan tidak menambah jumlah hutang. Berdasarkan uraian tersebut bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dewi Udayani dan Suryana(2013).

Teori *Pecking order* yang lebih lanjut dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) dalam Herlina (2012), menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal ketika perusahaan membutuhkan dana untuk keperluan investasi. Semakin profitable suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi dari sumber internal seperti laba ditahan (*retained earning*). Prioritas penggunaan dana internal dalam *Pecking Order Theory* disebabkan penggunaan sumber dana internal terbebas dari adanya asimetri informasi (Hanafi, 2004).

Menurut Damayanti (2013) bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang significant dengan arah negative terhadap struktur modal. Kondisi ini memberikan suatu makna bahwa tingkat profitabilitas dalam perusahaan mempengaruhi struktur modalnya.

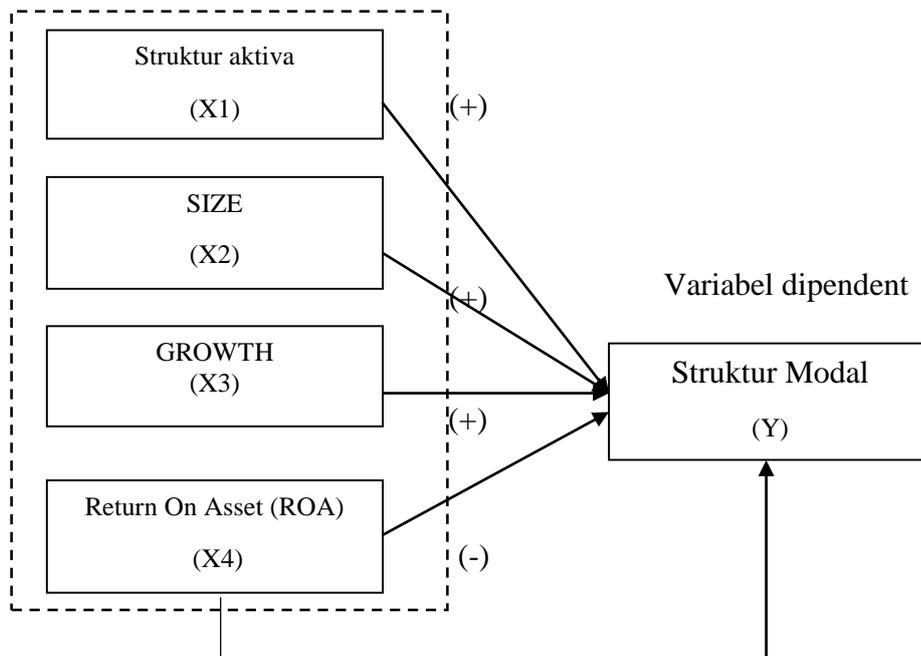
Berdasarkan dari penjelasan tersebut maka dapat diajukan hipotesis tentang pengaruh *Return On Assets* (ROA) terhadap Struktur modal adalah :

H4: return on assets (ROA) berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

D. Model Penelitian

Dari kerangka teori yang telah diuraikan diatas, dapat digambarkan pada model penelitian sebagai berikut :

Variabel Independen



Gambar 2.1
Model Penelitian