

BAB II

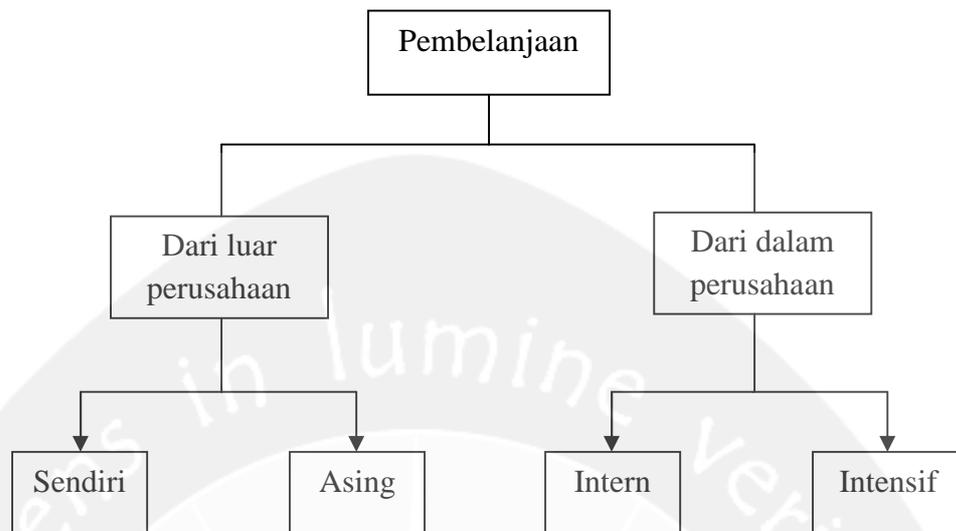
TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pengertian Struktur Modal

Menurut Riyanto (1995:22), pengertian struktur modal berbeda dengan struktur keuangan, dimana struktur modal merupakan pembelanjaan permanen yang mencerminkan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri, sedangkan struktur keuangan mencerminkan perimbangan seluruh hutang (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan modal sendiri.

Apabila suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya menggunakan pemenuhan dengan sumber dari dalam perusahaan akan sangat mengurangi ketergantungannya kepada pihak luar. Apabila kebutuhan dana sudah demikian meningkatnya karena pertumbuhan perusahaan, dan dana dari sumber intern sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik dari utang (*debt financing*) maupun dengan mengeluarkan saham baru (*external equity financing*) dalam memenuhi kebutuhan dananya. Dalam gambar 2.1 di bawah ini dapat dilihat sumber-sumber pemenuhan kebutuhan dana perusahaan.



Gambar 2.1 Sumber-Sumber Pemenuhan Kebutuhan Dana

(Sumber: Riyanto, 1995:16)

Jika dalam pemenuhan kebutuhan dana dari sumber ekstern tersebut perusahaan lebih mengutamakan pada utang saja, maka ketergantungan pada pihak luar akan semakin besar dan risiko pendanaannya pun semakin besar. Risiko tersebut meliputi kemungkinan ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya dan kemungkinan tidak tercapainya laba yang ditargetkan perusahaan. Sebaliknya jika kita hanya mendasarkan pada saham saja, maka biayanya akan sangat mahal. Biaya penggunaan dana yang berasal dari saham baru (*cost of new common stock*) adalah yang paling mahal dibandingkan dengan sumber-sumber dana lainnya karena dalam emisi saham baru dibebani biaya emisi (*flotation cost*). Oleh karena itu, perlu diusahakan adanya keseimbangan yang optimal antara kedua sumber dana tersebut.

Jika mendasarkan pada prinsip kehati-hatian, maka perusahaan mendasarkan pada aturan struktur finansial konservatif dalam mencari struktur modal yang optimal. Aturan struktur finansial konservatif yang vertikal menghendaki agar perusahaan, dalam keadaan bagaimanapun juga jangan mempunyai jumlah utang yang lebih besar daripada jumlah modal sendiri, atau dengan kata lain "*debt ratio*" jangan lebih besar dari 50%, sehingga modal yang dijamin (utang) tidak lebih besar dari modal yang menjadi jaminannya sendiri (modal sendiri).

Apabila perusahaan mendasarkan pada konsep "*cost of capital*" maka perusahaan akan mengusahakan dimilikinya "struktur modal yang optimum" dalam artian struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata (*average cost of capital*). Besar kecilnya *average cost of capital* tergantung pada proporsi masing-masing sumber dana beserta biaya dari masing-masing komponen sumber dana tersebut.

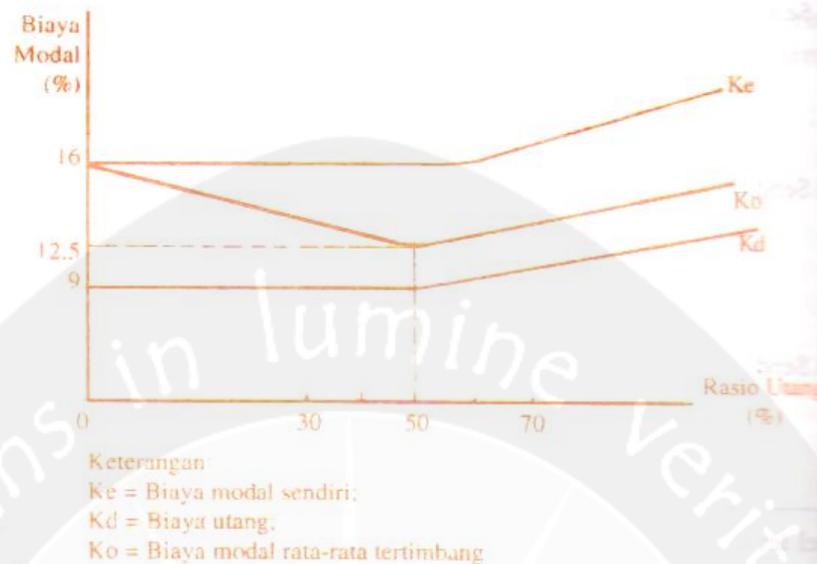
Komponen Modal	Proporsi Modal	Biaya Modal	Hasil
Utang	30%	9% (sesudah pajak)	2,7%
Modal Sendiri	70%	16%	<u>11,2%</u>
	Biaya modal rata-rata tertimbang		13,9%
Utang	40%	9%	3,6%
Modal Sendiri	60%	16%	<u>9,6%</u>
	Biaya modal rata-rata tertimbang		13,2%
Utang	50%	9%	4,5%
Modal Sendiri	50%	16%	<u>8,0%</u>
	Biaya modal rata-rata tertimbang		12,5%
Utang	60%	10%	6,0%
Modal Sendiri	40%	18%	<u>7,2%</u>
	Biaya modal rata-rata tertimbang		13,2%
Utang	70%	11%	7,7%
Modal Sendiri	30%	20%	<u>6,0%</u>
	Biaya modal rata-rata tertimbang		13,7%

Sumber: Riyanto, 1995:295

Tabel 2.1 Rasio utang dan biaya modal rata-rata tertimbang

Dari tabel tersebut tampak bahwa rasio utang atau struktur modal optimal tercapai pada tingkat rasio utang 50% yaitu rasio utang yang menghasilkan biaya modal rata-rata yang minimal yaitu sebesar 12,5%.

Pada tingkat rasio utang yang lain biaya modal rata-rata tertimbang lebih besar. Dari tabel tersebut terlihat bahwa biaya utang dan biaya modal sendiri pada rasio utang di atas 50% makin meningkat. Hal ini disebabkan karena makin besarnya rasio utang berarti makin besar pula risiko finansialnya. Yang dimaksud dengan risiko finansial adalah risiko yang timbul karena ketidakmampuan perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran dalam keadaan ekonomi yang memburuk. Dalam keadaan ekonomi yang memburuk, pemegang saham dari suatu perusahaan yang mempunyai rasio utang tinggi mempunyai risiko yang lebih besar. Hal ini berakibat makin tingginya biaya modal sendiri. Keadaan yang demikian akan diikuti pula oleh para kreditur. Makin besarnya rasio utang berarti makin kecil tingkat solvabilitasnya sehingga jaminan bagi para kreditur juga makin kecil. Sebagai imbalan dari meningkatnya risiko tersebut, para kreditur juga meningkatkan tingkat bunga yang disyaratkan. Hal ini juga mengakibatkan kenaikan biaya utang. Meningkatnya biaya modal sendiri maupun biaya utang tersebut akan mengakibatkan meningkatnya biaya modal rata-rata tertimbang.



Sumber: Riyanto, 1995:296

Gambar 2.2

Hubungan antara rasio utang dengan biaya modal

2.1.2 Komponen Struktur Modal

Struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen (Riyanto, 1995:238) yaitu:

1. Modal asing atau utang

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan, dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan “utang”, yang pada saatnya harus dibayar kembali. Utang dapat dikelompokkan menjadi 2 golongan, yaitu utang jangka pendek (yaitu kurang dari satu tahun) dan utang jangka panjang (lebih dari satu tahun). Tetapi banyak penulis dalam bidang pembelanjaan yang membagi modal asing atau utang dalam 3 golongan, yaitu:

1. Modal asing/utang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu utang yang jangka waktunya pendek, yaitu kurang dari satu tahun.
2. Modal asing/utang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu yang jangka waktunya antara 1 sampai 10 tahun.
3. Modal asing/utang jangka panjang (*long-term debt*), yaitu yang jangka waktunya lebih dari 10 tahun.

Modal asing/utang merupakan sumber dana bagi perusahaan yang harus dibayar kembali dalam jangka waktu tertentu. Semakin lama jangka waktu semakin ringan syarat-syarat pembayaran kembali utang tersebut akan mempermudah dan memperluas bagi perusahaan untuk mendayagunakan sumber dana yang berasal dari asing atau utang jangka panjang tersebut. Meskipun demikian, utang tetap harus dibayar pada waktu yang sudah ditetapkan tanpa memperhatikan kondisi finansial perusahaan pada saat itu dan harus sudah disertai dengan bunga yang sudah diperhitungkan sebelumnya, dengan demikian seandainya perusahaan tidak mampu membayar kembali utang dan bunga, maka kreditur dapat memaksa perusahaan dengan menjual asset yang dijadikan jaminannya. Oleh karena itu, kegagalan membayar utang dan atau bunganya akan mengakibatkan perusahaan kehilangan kontrol terhadap perusahaannya seperti halnya sebagian atau keseluruhan modal yang ditanamkan dalam perusahaan, begitu pula sebaliknya para kreditur dapat kehilangan kontrol sebagian atau keseluruhan dana pinjaman dan bunganya, karena segala macam bentuk

yang ditanamkan dalam perusahaan selalu dihadapkan pada risiko kerugian.

Penggunaan modal asing akan menimbulkan beban yang tetap dan besarnya penggunaan modal asing ini menurunkan *leverage* keuangan yang digunakan perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin besar proporsi modal asing atau utang jangka panjang dalam struktur modal perusahaan akan semakin besar pula risiko kemungkinan terjadinya ketidakmampuan untuk membayar kembali utang jangka panjang beserta bunga pada jatuh tempo. Bagi kreditur hal ini berarti bahwa kemungkinan turut serta dana yang mereka tanamkan dalam perusahaan untuk dipertaruhkan pada kerugian juga semakin besar.

2. Modal Sendiri

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam dalam perusahaan untuk waktu yang tidak dapat ditentukan lamanya. Oleh karena itu, modal sendiri ditinjau dari sudut likuiditas merupakan “dana jangka panjang yang tidak tertentu waktunya”. Modal sendiri selain berasal dari “luar” perusahaan dapat juga berasal dari “dalam” perusahaan sendiri, yaitu modal yang dihasilkan atau dibentuk sendiri dalam perusahaan. Modal sendiri berasal dari sumber internal ialah di dapat dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan sumber eksternal berasal dari modal

yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri di dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (P.T), terdiri dari:

1) Modal Saham

Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu Perseroan Terbatas (PT), dimana modal saham terdiri dari :

a) Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa adalah bentuk komponen modal jangka panjang yang ditanamkan oleh investor, dimana pemilik saham ini, dengan memiliki saham ini berarti ia membeli prospek dan siap menanggung segala risiko sebesar dana yang ditanamkan.

b) Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Saham preferen bentuk komponen modal jangka panjang yang merupakan kombinasi antara modal sendiri dengan utang jangka panjang.

2) Laba Ditahan

Keuntungan yang diperoleh oleh suatu perusahaan dapat sebagian dibayarkan sebagai dividen dan sebagian ditahan oleh perusahaan. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan “keuntungan yang ditahan” (*retained earning*).

2.1.3 Teori Struktur Modal

Ada beberapa teori struktur modal yang dikembangkan oleh beberapa ahli, antara lain: *Modigliani-Miller Theory*, *The Trade-Off Theory*, *Signaling theory*, dan *Pecking Order Theory*.

2.1.3.1. *Modigliani-Miller Theory*

Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (selanjutnya disebut MM), pada tahun 1958, dalam *American Economic Review* yang berjudul *The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment* menerbitkan apa yang disebut sebagai artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis.

a. Teori MM tanpa pajak

Pada tahun 1958 mereka mengajukan suatu teori yang ilmiah tentang struktur modal perusahaan. Teori mereka menggunakan beberapa asumsi:

1. Risiko bisnis perusahaan diukur dengan σ EBIT (*Standard Deviation Earning Before Interest and Taxes*)
2. Investor memiliki pengharapan yang sama tentang EBIT perusahaan di masa mendatang.
3. Saham dan obligasi diperjualbelikan di suatu pasar modal yang sempurna.
4. Seluruh aliran kas adalah perpetuitas (*sama jumlahnya setiap periode hingga waktu tak terhingga*). Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan adalah nol atau EBIT selalu sama.

Preposisi I: nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah struktur modal dari suatu perusahaan tidak relevan, perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan *weighted average cost of capital* (WACC) perusahaan akan tetap sama tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan memadukan hutang dan modal untuk membiayai perusahaan

Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat apabila perusahaan melakukan atau mencari pinjaman dari pihak luar. *Risk of the equity* bergantung pada resiko dari operasional perusahaan (*business risk*) dan tingkat hutang perusahaan (*financial risk*). Brealey, Myers dan Marcus (2002) menyimpulkan dari teori MM tanpa pajak ini yaitu tidak membedakan antara perusahaan berhutang atau pemegang saham berhutang pada saat kondisi tanpa pajak dan pasar yang sempurna. Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya. Dengan kata lain, manajer keuangan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan merubah proporsi utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

b. Teori MM dengan pajak

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis sehingga pada tahun 1963, MM menerbitkan artikel sebagai koreksi teori MM tahun 1958. Asumsi yang diubah adalah adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan. Dengan adanya pajak ini, MM

menyimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak.

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 optimal perusahaan adalah seratus persen hutang.

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). Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai hutang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga

kemungkinan kebangkrutannya. Inilah yang melatarbelakangi teori MM mengatakan agar perusahaan menggunakan hutang sebanyak-banyaknya, karena MM mengabaikan biaya kebangkrutan.

2.1.3.2 *The Trade Off-Theory*

Trade-off theory adalah teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2011:183). Dari model ini dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

Menurut Azazi (2008), dalam memilih struktur modal optimal, perusahaan mempertimbangkan manfaat dan biaya antara hutang dengan ekuitas. Literatur tentang struktur modal yang optimal berkenaan dengan kontinjensi (persyaratan) yang khusus bagi setiap sumber pendanaan yang pada gilirannya menentukan manfaat dan biaya dari masing-masing sumber dana tersebut. Tiga bentuk kontinjensi yang biasanya dianggap sebagai determinan struktur modal optimal adalah sebagai berikut:

a. Teori Pajak

Model berdasarkan pajak menghipotesiskan bahwa perusahaan memilih *debt-equity-ratio* dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak karena pembayaran bunga pinjaman dan biaya *financial distress* yang disebabkan oleh akumulasi hutang perusahaan. Aliran kas dari utang dan ekuitas dikenakan pajak yang berbeda oleh pemerintah. Karena bunga dapat mengurangi pembayaran pajak sedangkan dividen tidak dapat, maka pembiayaan dengan utang mempunyai keuntungan pajak.

b. Biaya Kepailitan

Perusahaan memang dapat menikmati bertambahnya penghematan pajak yang diperoleh dari bertambahnya utang, akan tetapi pendanaan yang berasal dari utang juga dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan karena bertambahnya beban bunga. Perusahaan dapat menanggihkan pembayaran dividen, tetapi pembayaran bunga tetap harus dipenuhi secara tepat waktu dan jumlahnya. Kegagalan perusahaan untuk memenuhi kewajiban pembayaran bunga disebabkan oleh kas yang dimiliki tidak cukup dan dapat mengakibatkan perusahaan menanggung beban keuangan. Wujud beban keuangan yang paling berat adalah kepailitan atau kebangkrutan. Biaya beban keuangan dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu: biaya beban keuangan langsung dan biaya beban keuangan tidak langsung. Biaya beban

keuangan langsung meliputi: biaya pengesahan secara hukum (legal) dan biaya administrasi yang berkaitan dengan kebangkrutan atau reorganisasi. Sedangkan biaya beban keuangan tidak langsung biasanya bersifat implisit yang ditanggung oleh perusahaan dalam situasi yang sangat berat (tetapi tidak bangkrut), antara lain: biaya modal lebih tinggi, penurunan penjualan dan hilangnya kepercayaan pelanggan, perusahaan tidak dapat mempertahankan manajer-manajer dan para pekerja yang berkualitas.

c. Konflik agen-prinsipal (*agency theory*)

Konflik ini timbul ketika terdapat moral hazard di dalam perusahaan, yang disebut dengan biaya keagenan ekuitas. Manajer-manajer perusahaan ingin mewujudkan keinginan mereka sendiri yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Masalah keagenan ini dapat diselesaikan jika kepemilikan saham bagi manajer ditingkatkan, karena kepemilikan manajer yang tinggal dapat mendekatkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kemungkinan lain adalah *monitoring* yang dilakukan oleh pemegang saham utama kepada manajemen dan penggunaan utang untuk mendisiplinkan manajemen. Namun utang menciptakan masalah keagenan yang lain. Jensen dan Meckling (1976) memberikan argumen bahwa manajer yang bekerja untuk kepentingan pemegang saham kemungkinan menyalahgunakan kekayaan dari kreditur dengan melakukan substitusi aktiva. Artinya,

manajer melakukan investasi pada proyek berisiko, karena jika proyek tersebut gagal, biaya yang dikeluarkan akan dibagi bersama. Namun, bila proyek berhasil maka pemegang saham akan memperoleh keuntungan. Sebaliknya, Myers (1977) mengatakan bahwa perusahaan yang utangnya tinggi dapat menunda atau membatalkan proyek-proyek perusahaan yang menguntungkan karena mereka tidak mampu membayar utang yang sangat besar tersebut. Oleh karena itu, dalam memilih tingkat *debt-equity* mereka, perusahaan-perusahaan harus mempertimbangkan biaya keagenan utang dan biaya keagenan ekuitas.

2.1.3.3 Signaling Theory

Stephen A. Ross pada tahun 1977 dalam *Bell Journal of Economics*, mengatakan bahwa ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak mengetahui informasi tersebut. Jadi, ada informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, terjadi pertanda atau sinyal (*signaling*). Ketika perusahaan menerbitkan utang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor potensial tentang prospek perusahaan di masa mendatang. Perusahaan dengan prospek yang sangat cerah lebih memilih untuk tidak

melakukan pendanaan melalui penawaran saham baru, sementara perusahaan dengan prospek yang buruk memang menyukai pendanaan dengan ekuitas luar. Secara garis besar, pengumuman penawaran saham biasanya dianggap sebagai suatu sinyal (*signal*) bahwa prospek perusahaan kurang cerah menurut penilaian manajemennya. Selanjutnya, hal ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengumumkan suatu penawaran saham baru, maka yang lebih sering terjadi adalah harga sahamnya akan mengalami penurunan (Brigham dan Houston (2011:185)).

2.1.3.4 Pecking Order Theory

Myers (1984) dalam jurnal *The Capital Structure Puzzle* menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal, yaitu perusahaan lebih menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan, yang berwujud laba ditahan) daripada *external financing* (menerbitkan saham baru). Penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan perusahaan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan yang harus diungkapkan saat menerbitkan obligasi maupun saham baru. Apabila dana dari luar (*external financing*) diperlukan maka perusahaan akan menggunakan hutang sebelum menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan

calon investor tentang kondisi perusahaan saat ini dan prospek mendatang yang kurang baik.

2.2 Penelitian Terdahulu

Pada tahun 2004 dilakukan penelitian oleh Saidi untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur *go public* di BEJ tahun 1997-2002. Hasil penelitiannya adalah ukuran perusahaan, struktur kepemilikan, pertumbuhan aktiva, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan risiko bisnis tidak berpengaruh.

Pada tahun 2006 Yuhasril melakukan penelitian yang sama tetapi pada perusahaan farmasi. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel perusahaan farmasi pada tahun 1999-2004. Penelitian ini menggunakan analisis faktor dan analisis regresi berganda. Dari hasil analisis faktor, hanya variabel ROI dan struktur aktiva yang mempengaruhi dan mempunyai hubungan dengan struktur modalnya, sedangkan variabel deviden POR tidak signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan pada industri farmasi. Secara individual hanya variabel ROI dan struktur aktiva tetap yang konsisten berhubungan dan mempengaruhi struktur modal pada industri farmasi. Sedangkan secara bersama-sama ketiga variabel bebasnya mempengaruhi dan berhubungan dengan struktur modalnya. Pada tahun yang sama juga dilakukan penelitian oleh Karabacak dengan judul *The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data*. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel perusahaan dari tahun 1993 sampai

dengan 2002. Hasil penelitian ini adalah ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal sedangkan profitabilitas, *non debt tax shields*, dan struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh.

Pada tahun 2008, Nurrohim melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan, dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel perusahaan dari tahun 2001 sampai dengan 2005. Hasil penelitiannya adalah secara bersama-sama variabel profitabilitas, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan, struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Secara parsial/individual hanya profitabilitas dan kontrol kepemilikan yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dari kedua variabel yang signifikan, yaitu profitabilitas dan kontrol kepemilikan, maka profitabilitas adalah yang paling dominan pengaruhnya terhadap struktur modal. Kemudian pada tahun 2010 dilakukan penelitian oleh Shahjahanpour. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel perusahaan pada tahun 2007 dan 2008. Hasilnya adalah likuiditas dan *dividen payout ratio* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan *effective tax rate* dan *non debt tax shield* berpengaruh terhadap struktur modal.

Pada tahun 2011 dilakukan penelitian oleh Seftianne dan Handayani. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur pada tahun 2007 dan 2009. Hasil penelitiannya adalah profitabilitas, likuiditas, risiko bisnis,

kepemilikan managerial, struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan ukuran perusahaan dan *growth opportunity* berpengaruh terhadap struktur modal. Kemudian pada tahun yang sama juga dilakukan penelitian oleh Sheikh dan Wang. Penelitian ini berjudul *Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan*. Hasil penelitiannya adalah profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva dan *earnings volatility* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Tetapi tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara struktur modal dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2.3 Ringkasan Penelitian Terdahulu

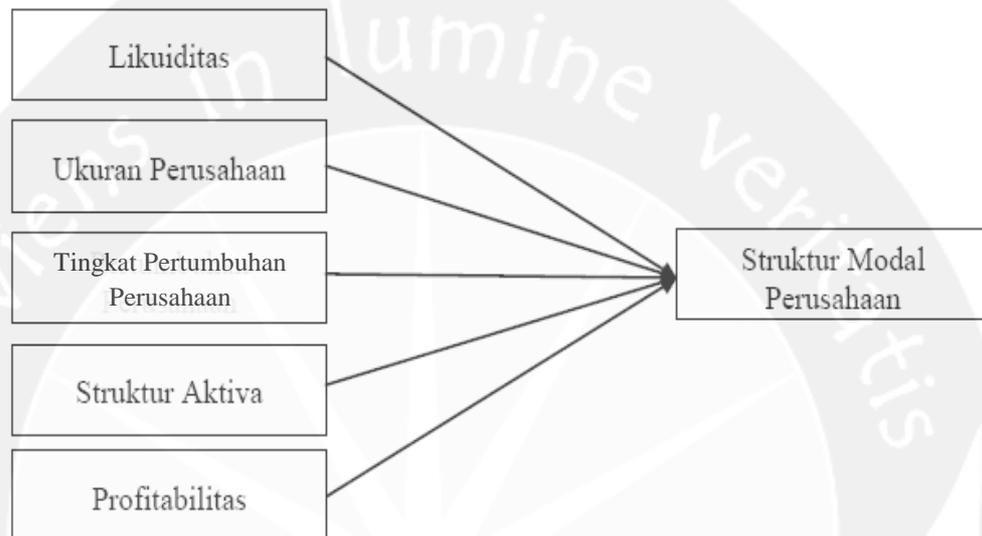
No	Peneliti	Judul	Kesimpulan
1	Nurrohim dalam jurnal <i>Sinergi</i> , Vol.10, No.1, Januari 2008	Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia	Secara bersama-sama variabel profitabilitas, <i>fixed asset ratio</i> , kontrol kepemilikan, struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Secara parsial/individual hanya profitabilitas dan kontrol kepemilikan yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dari kedua variabel yang signifikan, yaitu profitabilitas dan kontrol kepemilikan, maka profitabilitas adalah yang paling dominan pengaruhnya terhadap struktur modal.
2	Yuhasril dalam <i>Buletin Penelitian</i> , No. 09 tahun 2006	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Farmasi yang Telah Go Publik di Bursa Efek Jakarta	Dari hasil analisis faktor, hanya variabel ROI dan struktur aktiva yang mempengaruhi dan mempunyai hubungan dengan struktur modalnya, sedangkan variabel deviden POR tidak signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan pada industri farmasi. Secara individual hanya variabel ROI dan struktur aktiva tetap yang konsisten berhubungan dan mempengaruhi struktur modal pada industri farmasi. Sedangkan secara bersama-sama ketiga variabel bebasnya mempengaruhi dan berhubungan dengan struktur modalnya.

3	Seftianne dan Handayani dalam <i>Jurnal Bisnis dan Akuntansi</i> , Vol. 13, No.1, April 2011	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur	Profitabilitas, likuiditas, risiko bisnis, kepemilikan managerial, struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Ukuran perusahaan dan <i>growth opportunity</i> berpengaruh terhadap struktur modal.
4	Sheikh dan Wang dalam <i>Managerial Finance</i> , Vol. 31 No.2 tahun 2011	<i>Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan</i>	Profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva dan <i>earnings volatility</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Tetapi tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara struktur modal dan tingkat pertumbuhan perusahaan.
5	Karabacak <i>et al</i> dalam <i>Investment Management and Financial Innovations</i> , Vol.3, Issue 3, tahun 2006	<i>The Firm-Specific Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data</i>	Ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal sedangkan profitabilitas, <i>non debt tax shields</i> , dan struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh.

6	Saidi (2004) dalam <i>Jurnal Bisnis dan Ekonomi</i> , Vol.11, No.1, Maret 2004	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002	Ukuran perusahaan, struktur kepemilikan, pertumbuhan aktiva, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan risiko bisnis tidak berpengaruh.
7	Shahjahanpour <i>et al</i> dalam <i>International Research Journal of Finance and Economics</i> , tahun 2010	<i>The Determinants of Capital Structure Choice in the Iranian Companies</i>	Likuiditas dan dividen payout rasio tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan <i>effective tax rate</i> dan <i>non debt tax shield</i> berpengaruh terhadap struktur modal.

2.3. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan teori struktur modal dan penelitian terdahulu, maka penelitian ini menggunakan kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar 2.3 Kerangka Pemikiran

2.4 Pengembangan Hipotesis

Dalam pengembangan hipotesis ada beberapa teori yang digunakan, yaitu *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *signaling effect theory*. Teori tersebut masih saling bertentangan, ada yang mengatakan berpengaruh positif dan ada juga yang negatif. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2.2

Pengaruh Variabel dan Teori yang Digunakan

Variabel	<i>Trade-off Theory</i>	<i>Pecking Order Theory</i>	<i>Signalling Effect Theory</i>
Likuiditas	Positif (+)	Negatif (-)	-
Ukuran Perusahaan	Positif (+)	Negatif (-)	-
Tingkat Pertumbuhan	Negatif (-)	-	Positif (+)
Struktur Aktiva	-	Positif (+)	-
Profitabilitas	Positif (+)	Negatif (-)	-

2.2.1 Likuiditas dan Struktur Modal

Menurut Wang (2011), *trade-off theory* menunjukkan bahwa perusahaan dengan rasio likuiditas yang lebih tinggi biasanya meminjam lebih karena kemampuan mereka untuk memenuhi kewajibannya. Dengan demikian, teori ini memprediksi hubungan positif antara likuiditas dan struktur modal. Sedangkan menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang mempunyai likuiditas yang tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari utang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga dapat digunakan untuk memperkecil atau melunasi utang. Menurut Sheikh dan Wang (2011) penelitian yang dilakukan oleh Deesomsak et al (2004) dan Mazur (2007) konsisten dengan *pecking order theory*. Berdasarkan teori yang masih

bertentangan tersebut, penelitian ini menduga bahwa likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal.

2.2.2 Ukuran perusahaan dan Struktur Modal

Menurut Rajan dan Zingales (1995) dengan mengacu pada *trade-off theory*, perusahaan berukuran besar pada umumnya banyak melakukan diversifikasi sehingga memerlukan dana yang besar. Kebutuhan dana yang besar tersebut mendorong perusahaan akan menggunakan utang. Hal ini menunjukkan secara teoritis bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sementara itu, *pecking order theory*, mengatakan hal yang sebaliknya yaitu berpengaruh negatif, karena perusahaan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan dana internal dibandingkan dengan utang. Berdasarkan teori yang masih bertentangan tersebut, penelitian ini menduga bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal.

2.2.3. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan dan Struktur Modal

Menurut Wang (2011), *trade-off theory* menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan di masa depan umumnya memiliki aktiva tidak berwujud yang banyak atau besar dan aktiva berwujud yang rendah atau sedikit. Hal ini disebabkan karena kesempatan pertumbuhan tidak dapat dijadikan sebagai jaminan utang,

maka kemampuan untuk memperoleh utang akan menjadi rendah. Jadi, tingkat pertumbuhan sifatnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun, *signaling effect theory* mengatakan hal yang sebaliknya, yaitu ada pengaruh positif karena setiap upaya perusahaan menambah modal dengan menerbitkan saham baru akan direspon negatif oleh para investor dan akan mengakibatkan harga saham turun. Oleh karena itu perusahaan lebih memilih untuk menggunakan pendanaan dengan utang. Jadi tingkat pertumbuhan perusahaan dapat berpengaruh negatif dan positif. Berdasarkan hal yang masih bertentangan tersebut, penelitian ini menduga bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal.

2.2.4 Struktur Aktiva dan Struktur Modal

Dalam Wang (2011) dikatakan bahwa perusahaan yang mempunyai banyak aktiva tetap dalam struktur aktiva dapat dijadikan sebagai jaminan (agunan) bagi kreditur ketika perusahaan membutuhkan tambahan dana dari luar. Sehingga semakin banyak aktiva tetap semakin banyak kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman yang besar pula. Dengan demikian, terdapat pengaruh yang sifatnya positif terhadap utang. Jadi tambahan dana dari utang ini dapat mendukung *pecking order theory*. Berdasarkan penjelasan diatas, maka penelitian ini menduga bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Beberapa hasil penelitian yang juga

mengatakan hasil yang sama adalah penelitian yang dilakukan oleh (Wald, 1999; Chen, 2004; Huang and Song, 2006; Zou and Xiao, 2006; Viviani, 2008; Jong et al., 2008; Serrasqueiro and Rogaño, 2009 dalam Wang, 2011)

2.2.5 Profitabilitas dan Struktur Modal

Menurut *pecking order theory*, perusahaan-perusahaan lebih menyukai sumber pembiayaan internal (laba ditahan) terlebih dahulu, setelah dana internal tidak mencukupi perusahaan baru manajer menggunakan dana eksternal. Dengan demikian, semakin tinggi keuntungan perusahaan, semakin besar pembiayaan internal yang dimiliki perusahaan, oleh sebab itu profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Wang, 2011). Namun menurut *trade-off theory*, hal ini menjadi terbalik. Bila perusahaan menguntungkan, perusahaan tersebut seharusnya lebih menyukai utang karena adanya manfaat yang diperoleh dari pengurangan pajak (*tax shield*). Perusahaan yang profitnya tinggi lebih mudah untuk memperoleh pinjaman karena kemampuan mereka untuk menutupi beban bunga. Dalam kaitan ini ada pengaruh positif antara profitabilitas dan struktur modal. Berdasarkan teori yang masih bertentangan tersebut, penelitian ini menduga bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal.

Berdasarkan pengembangan hipotesis diatas, maka dalam penelitian ini diduga bahwa struktur modal dipengaruhi secara serentak oleh:

- a. Likuiditas
- b. Ukuran perusahaan
- c. Tingkat pertumbuhan perusahaan
- d. Struktur aktiva
- e. Profitabilitas

