

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Struktur Modal

Pada umumnya suatu perusahaan dapat memilih struktur modal yang diinginkan. Keputusan struktur modal dapat memiliki implikasi yang penting bagi nilai perusahaan dan biaya permodalan. Struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan yang tertinggi (biaya modal yang terendah) adalah yang paling memberi manfaat bagi para pemegang saham (Ross *et al.*, 2009:155).

Berikut ini merupakan beberapa teori mengenai struktur modal. (Husnan, 2010:300-325):

1. Struktur modal pada pasar modal sempurna dan tidak ada pajak

Pasar modal yang sempurna adalah pasar modal yang sangat kompetitif. Pada pasar tersebut, tidak dikenal biaya kebangkrutan, tidak ada biaya transaksi, bunga simpanan dan pinjaman sama yang berlaku untuk semua pihak. Sebagai tambahan, diasumsikan tidak ada pajak penghasilan (*income tax*). Tentu saja asumsi-asumsi tersebut tidak dijumpai dalam dunia nyata, tetapi analisis dimulai dari keadaan ketat, kemudian dilonggarkan.

- a. Pendekatan Tradisional

Penganut pendekatan tradisional berpendapat bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan

(atau biaya modal perusahaan) bisa dirubah dengan cara mengubah struktur modalnya. Pendapat ini dominan sampai dengan awal tahun 1950an.

b. Pendekatan Modigliani dan Miller

Dua ekonom Modigliani dan Miller (selanjutnya disingkat MM) menunjukkan bahwa pendapat pendekatan tradisional adalah tidak benar. MM menunjukkan bahwa kemungkinan munculnya proses arbitrase yang akan membuat harga saham (atau nilai perusahaan) yang tidak menggunakan utang maupun menggunakan utang, akhirnya sama. Proses arbitrase muncul karena investor selau menyukai investasi yang memerlukan dana yang lebih sedikit tetapi memberikan penghasilan bersih yang sama dengan risiko yang sama pula.

2. Pasar Modal Sempurna dan Ada Pajak

Pada saat ada pajak, MM berpendapat bahwa keputusan pendanaan menjadi relevan. Hal ini disebabkan oleh karena pada umumnya bunga yang dibayarkan (karena menggunakan utang) bisa dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak. Dengan kata lain, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama, tetapi yang satu menggunakan utang (dan membayar bunga) sedangkan satunya tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan (*income tax*) yang lebih kecil. Menghemat pajak merupakan manfaat bagi pemilik

perusahaan, maka tentunya nilai perusahaan yang menggunakan utang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang.

3. *Pecking Order Theory*

Teori ini disebut dengan *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hirarki sumber dana yang paling disukai. Teori tersebut dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) serta Myers (1984). Teori ini mencoba menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan yang berbeda dengan pemikiran teori struktur modal. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey dan Myers, 1991 dalam Husnan, 2010):

- a. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
- b. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas untuk menjual sekuritas yang dimiliki.

d. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman lebih dulu. Yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih mencukupi, saham baru diterbitkan.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena perusahaan memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dua alasan yaitu dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Husnan, 2010:325).

4. *Trade Off Theory*

Teori ini dijelaskan lebih lanjut dalam Brealey dan Myers, (1996) bahwa perusahaan akan meningkatkan utang manakala penghematan pajak (*tax shield*) lebih besar daripada pengorbanannya, dan penggunaan utang tersebut akan berhenti manakala terjadi keseimbangan antara penghematan dan pengorbanan akibat penggunaan utang tersebut

2.2 *Leverage*

Financial leverage adalah berapa banyak perusahaan tersebut mengandalkan utang. Semakin besar pembiayaan utang yang digunakan suatu perusahaan dalam struktur modal, semakin besar *financial leverage* yang digunakan perusahaan. *Financial leverage* dapat mempengaruhi keuntungan para pemegang saham perusahaan, namun *financial leverage* bisa jadi tidak mempengaruhi biaya permodalan keseluruhan suatu perusahaan. Jika hal tersebut terjadi maka struktur permodalan suatu perusahaan tidak relevan karena perubahan pada struktur permodalannya tidak mempengaruhi nilai perusahaan tersebut (Ross *et al.*, 2009:158). Bowman (1980) menunjukkan bahwa korelasi cross-sectional antara nilai buku dan nilai pasar utang sangat besar, sehingga kesalahan spesifikasi karena menggunakan ukuran nilai buku mungkin cukup kecil. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa perbedaan cross-sectional antara nilai pasar dan nilai buku utang dapat dihubungkan dengan beberapa faktor penentu struktur modal. Bowman (1980) menyatakan bahwa variabel *leverage* harus diukur dengan nilai pasar.

2.3 **Hipotesis**

Banyak definisi mengenai *leverage*. Mengacu pada studi sebelumnya, definisi *leverage* yang berbeda akan menghasilkan suatu hasil yang berbeda. Bevan dan Danbolt (2002) dalam Haron (2014) menemukan bahwa hasil yang ada sangatlah bergantung pada definisi *leverage* yang

sedang diteliti. Rajan dan Zingales (1995) dalam Haron (2014) menambahkan bahwa *definisi* leverage harus bergantung pada tujuan analisis yang sedang dilaksanakan.

Sebuah ukuran *leverage* yang tepat dalam suatu negara mungkin tidak tepat bagi negara lainnya dikarenakan oleh perbedaan institusional dan akuntansi di antara kedua negara tersebut, beberapa ukuran leverage mungkin lebih tepat ketimbang ukuran leverage lainnya untuk mengevaluasi teori struktur modal tertentu. Misalnya, Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa utang relatif terhadap nilai perusahaan akan menjadi ukuran *leverage* yang relevan bagi studi atas teori keagenan yang berhubungan dengan konflik berdasarkan pada bagaimana caranya sebuah perusahaan telah didanai sebelumnya. Studi yang berhubungan dengan konflik keagenan akan menggunakan *debt-to-firm value ratio* sebagai definisi *leverage*. Studi pada *leverage* dan *financial distress* akan memilih *interest-coverage ratio* sebagai definisinya. Definisi lain dalam *leverage* mengikutsertakan *total liabilities-to-total assets*, *debt-to-total assets*, *debt-to-net assets*, dan *debt-to-capitalization*. Utang juga dapat dibagi ke dalam berbagai macam numeratornya, serta numerator dan denominator utang juga dapat diukur menurut pemahaman *book-value* dan *market-value*. *Debt-to-assets* (atau *debt-to-capital*) seringkali digunakan sebagai ukuran *leverage* dalam studi empiris. Titman dan Wessels (1988) juga menggunakan ukuran *leverage* yang berbeda.

Pemakaian teori *leverage* yang berbeda berdampak pada hasil yang ada, meskipun model yang sama digunakan pada seluruh studi yang ada. Misalnya, Bevan dan Danbolt (2002) serta Al-Najjar dan Hussainey (2011) telah menyampaikan hasil berbeda atas pemakaian teori *leverage* yang berbeda. Argumen yang dikemukakan di atas menunjukkan pentingnya dampak definisi *leverage* dalam menentukan dan meneliti tingkat *leverage* (Rajan dan Zingales, 1995; Bevan dan Danbolt, 2002) maupun determinan *leverage* (Bevan dan Danbolt, 2002) seiring definisi *leverage* yang berbeda dapat memberikan hasil yang berbeda, yang dengan demikian mengarah pada temuan inkonklusif dalam studi struktur modal. Berikut ini diuraikan pengembangan hipotesis penelitian.

1. *Non Debt Tax Shield*

DeAngelo dan Masulis (1980) dalam Murhadi (2011) menunjukkan model struktur modal yang optimal sehubungan dengan adanya pajak baik personal maupun badan, dan *non debt tax shield* (penghematan pajak dari akun non-utang). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengurangan pajak dari depresiasi akan mensubstitusi manfaat pajak dari pendanaan secara kredit, sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan menggunakan sedikit utang. Sementara itu, Huang dan Song (2006) dalam Murhadi (2011) yang melakukan penelitian di Cina menemukan bahwa utang pada perusahaan-perusahaan di China meningkat seiring dengan ukuran dan aset tetap, namun menurun dengan tingkat

kemampulabaan, *non debt tax shield*, kesempatan untuk pertumbuhan, dan pemegang saham manajerial. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1: *Non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

2. *Tangibility*

Semakin banyak *assets tangibility* suatu perusahaan, berarti semakin banyak *collateral assets* untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa utang. Hal ini dikarenakan pihak kreditur akan meminta *collateral assets* untuk menjamin utang (Christianti, 2006). Pandey (2001) dalam Supriyanto dan Falikhatun (2008) juga menyatakan bahwa *tangible assets* merupakan jaminan (*collateral*) dan menyajikan tingkat keamanan terhadap kreditur dari kejadian adanya *financial distress*. Hal ini juga sebagai perlindungan terhadap pemberi pinjaman dari risiko. Chen dan Hammes (2002) dalam Supriyanto dan Falikhatun (2008) menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan yang memiliki *tangible assets* lebih besar kemungkinan akan lebih mapan dalam industri, memiliki risiko lebih kecil akan memiliki tingkat *leverage* yang besar. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H2: *Tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

3. Profitabilitas

Harjanti dan Tandelilin (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan lebih banyak mempunyai dana internal daripada perusahaan yang profitabilitasnya rendah. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan utang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan. Selain itu, jika perusahaan menggunakan ekuitas dalam struktur modalnya. Hal ini akan mendorong perusahaan untuk menggunakan laba ditahan yang ada daripada harus menerbitkan ekuitas baru dengan biaya yang tinggi untuk membiayai pendanaannya. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H3: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

4. Risiko Bisnis

Ravid (1998) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa risiko mempunyai hubungan negatif terhadap utang. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan mengurangi penggunaan utang dari berbagai tingkat bunga. Pengurangan penggunaan utang dilakukan untuk menghindari *financial distress*. Tindakan mengurangi penggunaan utang dapat memperkecil risiko kebangkrutan dan pada akhirnya mengurangi konflik keagenan. Sebaliknya menurut Saunders, Strock dan Travlos (1990) dalam Ismiyanti dan Hanafi

(2003), risiko mempunyai hubungan positif terhadap utang. Perusahaan dengan risiko tinggi akan cenderung menggunakan utang karena dapat menikmati transfer kemakmuran dari *debtholder* pada *shareholder*. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

5. Ukuran Perusahaan

Homaifer *et al.* (1994) dalam Murhadi (2011) berpendapat bahwa perusahaan dengan ukuran besar dapat menggunakan utang lebih banyak daripada perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil, karena perusahaan besar memiliki kapasitas membayar utang yang lebih baik. Perusahaan dengan ukuran lebih besar juga relatif menjadi perhatian para analis sehingga manajemen perusahaan akan lebih berhati-hati dalam pembuatan keputusan, yang akan memberikan insentif bagi kreditor dalam memberikan pinjaman.

Harjanti dan Tandelilin (2007) menyatakan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan maka tingkat utang yang digunakan dalam pendanaannya semakin tinggi pula. Hal ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang lebih besar mempunyai *asymmetric information* yang lebih kecil sehingga pihak luar dapat memperoleh informasi lebih mengenai perusahaan tersebut sehingga lebih mudah bagi perusahaan yang lebih besar untuk mendapatkan utang dan juga karena adanya

akses ke pasar modal yang lebih mudah untuk perusahaan besar. Pengaruh positif *firm size* terhadap *leverage* juga dapat dijelaskan oleh adanya batasan yang dibuat oleh kreditor dalam memberi pinjaman sehingga kreditor akan lebih mudah memberi utang kepada perusahaan yang lebih besar dengan asumsi bahwa kemungkinan perusahaan besar untuk mengalami kebangkrutan kecil sehingga kreditor akan merasa lebih aman untuk memberi pinjaman kepada perusahaan yang lebih besar. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

6. *Growth Opportunities*

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk menjaga dan mempertahankan rasio utang pada level yang rendah. Tetapi perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa utang (Christianti, 2006). Um (2001) dalam Murhadi (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang sedang bertumbuh mendapatkan tekanan untuk membiayai kesempatan investasinya yang melebihi laba ditahan yang ada, sehingga perusahaan lebih senang menggunakan utang daripada ekuitas. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H6: *Growth opportunities* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

7. Likuiditas

Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari utang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang (Sefianne dan Handayani, 2011).

Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H7: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

8. *Share Price Performance*

Goyal *et al.* (2002) menyatakan bahwa turunnya harga saham akan memberikan sinyal pada investor yang potensial mengenai buruknya kinerja dari perusahaan dimana hal tersebut akan menjauhkan perusahaan dalam mendapatkan investor-investor potensial untuk berinvestasi, maupun untuk mendapatkan utang.

Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H8: *Share price performance* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

9. *Share Market Development*

Stock market development berpengaruh negatif terhadap *leverage* pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat

pertumbuhan yang rendah. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah memiliki cenderung tidak menggunakan dana eksternal dengan utang. Sebaliknya perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan dana eksternal yaitu utang dan ditolaknya permintaan dana internal akan memberikan sinyal negatif mengenai perusahaan (Aggarwal *et al.*, 2011). Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H9: *Stock market development* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

10. *Economic growth*

Pertumbuhan Gross Domestic Product (GDP) dapat dilihat sebagai pengukuran kesempatan bertumbuh untuk perusahaan dalam segi ekonomi. Pada lingkungan pertumbuhan yang tinggi, rendahnya aset berwujud perusahaan akan berdampak pada rendahnya kesempatan perusahaan untuk bertumbuh (Koksal dan Orman, 2014). Hasil studi empiris yang dilakukan Kunt and Maksimovic (1996) dalam Koksal dan Orman (2014) menunjukkan bahwa pertumbuhan GDP berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H10: *Economic growth* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

11. Interest rates

Suku bunga merupakan biaya modal bagi perusahaan. Suku bunga yang tinggi berarti biaya penggunaan dana semakin tinggi sehingga perusahaan enggan untuk melakukan peminjaman dan selanjutnya *leverage* akan menurun (Soejoko dan Soebiantoro, 2007). Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H11: *Interest rates* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

12. Country Governance

Kirch *et al.* (2012) menyatakan bahwa *country governance* berpengaruh terhadap struktur modal. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian Booth *et al.* (2001) yang melakukan penelitian pada 10 negara maju menunjukkan bahwa pemilihan struktur modal dipengaruhi oleh variabel yang sama (*governance structure* dan *financial development*) dengan negara maju. Giannetti (2003) serta Bartholdy dan Mateus (2008) dalam Kirch *et al.* (2012) menyatakan bahwa *country institutional factor* mempengaruhi struktur modal. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H12: *Country governance* berpengaruh positif terhadap *leverage*.