

BAB 2. KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

1. Bramantyo Arief (2011)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menguji *pecking order theory* yang lebih mengutamakan penggunaan dana internal melalui keterkaitan profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh terhadap financial leverage pada emiten syariah yang terdaftar di Jakarta Islamic Index pada tahun 2006 sampai dengan 2009. Banyaknya sampel yang sesuai dengan kriteriakriteria yang telah ditentukan sebanyak 12 emiten syariah di Jakarta Islamic Index (JII) dengan menggunakan metode pooled data sehingga sampel penelitian (n) diperoleh sebanyak 48 data observasi Hasil analisis data atau hasil regresi menunjukkan bahwa secara bersamaan profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh mempengaruhi struktur modal. Sedangkan secara parsial variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah profitabilitas dan struktur aset sedangkan variabel ukuran perusahaan dan k esempatan bertumbuh secara parsial tidak mempengaruhi struktur modal.

2. Jayesh Kumar (2005)

Jayesh Kumar dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji hubungan antara struktur modal dan perusahaan pemerintah di India periode tahun 1994-2000, dengan menggunakan analisis cross-sectional regression. penelitian ini menggunakan variabel tangibility, size, ROA, kepemilikan institusional dan kepemilikan asing terhadap intensitas hutang. Hasil dari penelitian ini variabel tangibility dan size berhubungan positif dan signifikan terhadap intensitas hutang, variabel kepemilikan institusional dan

kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap intensitas hutang dalam perusahaan, dan ROA berpengaruh negatif terhadap intensitas hutang.

3. Jean-laurent Viviani (2008)

Jean-laurent Viviani dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji secara empiris mengenai struktur modal pada industri wine di Prancis menguji melalui variabel ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, risiko dan pertumbuhan perusahaan dengan model regresi (teknik panel dan klasik). Hasil dari penelitian ini ialah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap leverage, struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap leverage, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage, risiko dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap leverage, karena efek dari ukuran perusahaan dalam leverage berlawanan dengan studi 54 empirisnya, sedangkan untuk risiko penjelasannya dalam penelitian ini data terlalu lemah karena hanya selama 4 tahun periode pengamatan.

2.2 Kajian Teori

2.2.1 Struktur Modal

Dalam dunia bisnis modal bisa menjadi kebutuhan utama bagi pembisnis untuk dapat menjalankan usahanya. Selain itu, bila membicarakan mengenai modal yang muncul pasti uang. Padahal dalam dunia bisnis, Moekijat (2000 : 63) dalam “ Kamus Manajemen” dikatakan, “Ada banyak perumusan yang berlainan mengenai modal, biasanya modal dianggap terdiri dari uang tunai , kredit, hak membuat dan menjual sesuatu (paten), mesin-mesin dan gedung-gedung. Akan tetapi sering istilah tersebut dipergunakan untuk menyatakan hak milik total yang terdiri atas jumlah yang ditanam, surplus dan keuntungan-keuntungan yang tidak dibagi. Jelas disitu dikatakan bahwa modal tidaklah hanya berupa uang tunai saja tetapi juga benda-benda yang berhubungan erat dengan dunia bisnis juga termasuk di dalam modal.

Agnes Sawir (2004) struktur modal adalah bauran sumber pendanaan permanen (jangka panjang) yang digunakan perusahaan. Bisa diperinci proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana

dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan. Struktur modal sebagai sarana teori dasar untuk menentukan *proporsional* dari modal itu sendiri yang digunakan perusahaan untuk kegiatan operasionalnya perusahaan.

Tujuan dari manajemen struktur modal adalah menciptakan suatu bauran sumber dana permanen sedemikian rupa agar mampu memaksimalkan harga saham dan agar tujuan manajemen keuangan untuk memaksimalkan nilai perusahaan tercapai. Bauran pendanaan yang ideal dan selalu diupayakan management ini disebut struktur modal optimal (*optimal capital structure*) (Agnes Sawir 2004). Dengan kata lain, tujuan ini dapat dilihat sebagai pencarian gabungan dana yang akan meminimumkan biaya modal dan dapat memaksimalkan harga saham. Konsep penting manajemen modal adalah masalah sumber dana dan penggunaan dana. Dana dapat dipenuhi dari sumber internal ataupun sumber eksternal perusahaan. Dana tersebut akan dialokasikan untuk membelanjai aktiva-aktiva perusahaan selama proses bisnis berlangsung.

Pada hakekatnya, pemenuhan dan pengalokasian dana menyangkut masalah keseimbangan finansial dalam perusahaan, yaitu mengadakan keseimbangan finansial antara aktiva dengan pasiva tersebut dengan sebaik – baiknya. Keseimbangan finansial dapat dicapai, apabila perusahaan tersebut selama menjalankan fungsinya tidak menghadapi gangguan – gangguan finansial yang disebabkan tidak adanya keseimbangan antara jumlah modal yang tersedia dengan modal yang dibutuhkan. Namun jika dilihat kenyataannya, tidaklah mungkin sebuah perusahaan tidak pernah mengalami gangguan finansial selama menjalankan bisnisnya.

Menurut Bambang Riyanto (2001) di dalam penelitian Elyana Noor Andriyanti (2007) ada dua pedoman *structure financial* yaitu pedoman *structure financial vertical* dan pedoman *structure financial horizontal*. Pedoman *structure financial vertical* memberikan batas

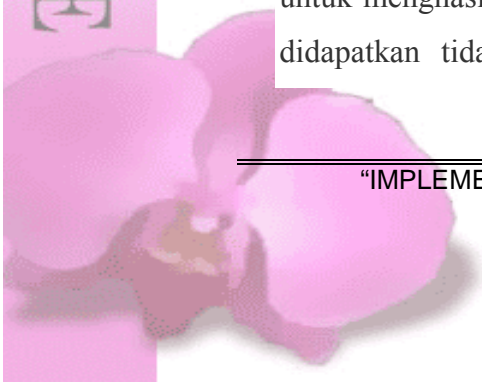
rasio yang harus dipertahankan oleh suatu perusahaan mengenai besarnya modal pinjaman atau hutang dengan besarnya jumlah modal sendiri. Berdasarkan anggapan bahwa pembelanjaan yang sehat itu awalnya harus dibangun atas dasar modal sendiri, maka pedoman *structure financial* tersebut menetapkan bahwa besarnya jumlah modal pinjaman atau hutang dalam suatu perusahaan dalam keadaan bagaimanapun tidak boleh melebihi besarnya jumlah modal sendiri. Dengan demikian angka perbandingan antara jumlah hutang dengan jumlah modal sendiri tidak boleh lebih dari 100%.

Adapun *structure financial horizontal* memberikan batas rasio antara besarnya jumlah modal sendiri dengan besarnya jumlah aktiva tetap ditambah persediaan bersih. Hal tersebut didasarkan pada pertimbangan bahwa dana yang terkait dalam aktiva tetap ditambah persediaan bersih akan tetap tertanam di dalam perusahaan, sehingga sifat kebutuhan dananya adalah permanen. Sumber dana yang permanen atau sumber dana yang akan tetap tertanam dalam perusahaan adalah modal sendiri.

Dalam pengalokasian dana keseimbangan finansial dalam perusahaan mengharapkan terjadinya struktur modal yang optimal. Dengan pengadaaan keseimbangan permodalan dari sumber internal dan eksternal bukan berarti sumber modal internal 50% dan sumber modal eksternal 50%. Namun keseimbangan yang dimaksud disini disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan itu sendiri. Adakalanya perusahaan membutuhkan modal eksternal lebih banyak dari modal internal. Begitu sebaliknya ada pula perusahaan yang lebih membutuhkan lebih banyak sumber modal internal dari pada sumber modal eksternal. Disini struktur modal memiliki beberapa faktor yang mempengaruhi, seperti :

a. Profitabilitas

Menurut Riyanto (2001) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Laba atau keuntungan yang didapatkan tidak selalu serta merta hanya melalui tambahan dari harga

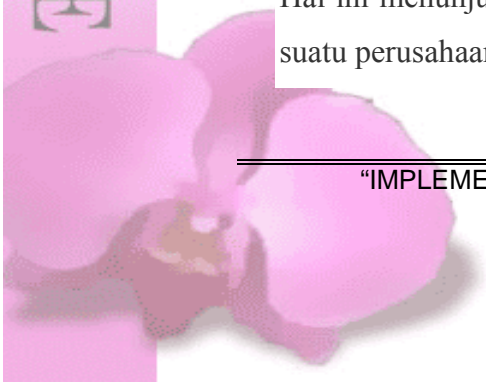


penjualan, melainkan juga didapatkan atas investasi yang sedang atau akan ditanamkan merupakan pertimbangan utama bagi perusahaan dalam rangka pengembangan perusahaanya. Salah satu rasio yang sering digunakan adalah ROI (*Return on investment*), yang merupakan pengukuran kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan laba dengan jumlah keseluruhan investasi yang tersedia dalam perusahaan. Bila investasi yang digunakan merupakan keseluruhan jumlah aktiva yang ada, maka ROI sering juga disebut ROA (*Return on Assets*).

Teori *Pecking Order* mengatakan bahwa perusahaan lebih menyukai internal funding. Perusahaan dengan profitalitas yang tinggi tentu memiliki dana internal yang lebih banyak dari pada perusahaan dengan profitalitas rendah. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi investasi menggunakan utang yang relative kecil (Bringham & Houston, 2001). Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Hal ini menunjukkan bahwa profitalitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

b. Struktur Aktiva (*Tangibility*)

Struktur aktiva adalah penentu berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik aktiva lancar maupun aktiva tetap (Riyanto 2001). Struktur aktiva merupakan perbandingan aktiva tetap dengan total aktiva yang dapat menentukan besarnya alokasi dana untuk masing-masing komponen aktiva. Kebanyakan perusahaan industri yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanent yaitu modal sendiri, sedangkan hutang bersifat pelengkap. Perusahaan yang semakin besar aktivitya terdiri dari aktiva lancar akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan hutang. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal suatu perusahaan



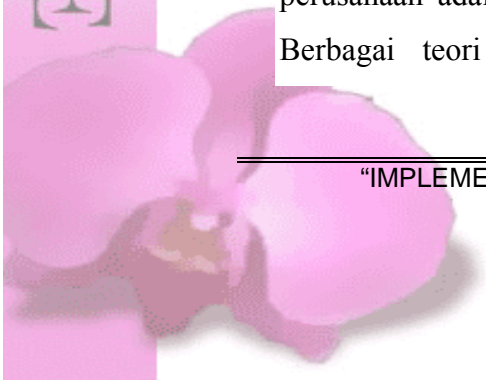
c. *Growth Opportunity*

Kesempatan bertumbuh adalah kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi pada hal-hal yang menguntungkan. Kesempatan bertumbuh merupakan suatu usaha untuk mengelola uang dengan cara menanamkan uang tersebut dalam bentuk investasi yang diharapkan pada waktu mendatang akan memberikan keuntungan bagi perusahaan. Adler Haymans Manurung (2008) mengatakan perusahaan bertumbuh adalah saham sebuah perusahaan yang yang pertumbuhan pendapatannya lebih tinggi dari pertumbuhan beberapa tahun sebelumnya dan pertumbuhan tersebut diharapkan berlangsung mencapai pertumbuhan laba yang tinggi. Bila dalam kegiatan tersebut memberikan hasil sesuai keinginan, yaitu menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi dalam waktu mendatang maka kesempatan perusahaan untuk tumbuh semakin membaik. Dalam kondisi kesempatan bertumbuh baik perusahaan akan mengoptimalkan pendanaan dari keuntungan yang diperoleh dan memaksimalkan dana dari sumber internal dengan menggunakan laba ditahan.

d. **Ukuran Perusahaan (Firm Size)**

Ukuran perusahaan adalah suatu skala, yaitu perusahaan dapat diklasifikasi besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara, antara lain : total aktiva, log size, nilai pasar saham, dan stabilitas penjualan (Hol dan Wijst, 2006). Perusahaan besar cenderung akan melakukan diversifikasi usaha lebih banyak dari pada perusahaan kecil. Oleh karena itu kemungkinan kegagalan dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil. Ukuran perusahaan sering dijadikan indikator bagi kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dalam ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya.

Komponen struktur modal dapat dilihat di sisi kanan laporan neraca perusahaan, dimana yang merupakan pembiayaan pembelanjaan permanen bagi perusahaan adalah hutang jangka panjang, saham *preferen* dan modal biasa. Berbagai teori struktur modal telah dikembangkan para pakar untuk



menentukan struktur modal yang optimal dengan menganalisis komposisi dari hutang dan modal.

Sekali lagi tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber-sumber dana permanen yang digunakan perusahaan untuk operasionalnya yang akan memaksimalkan nilai perusahaan itu sendiri. Pencarian struktur modal yang optimal merupakan pekerjaan yang sangat sulit, karena adanya konflik yang mengarah kepada biaya agensi. Konflik lama terjadi antara pemegang saham dan pemegang obligasi dalam penetapan struktur modal optimal suatu perusahaan. Maka untuk mengurangi kemungkinan manajemen menanggung resiko berlebihan atas nama pemegang saham, perlu memasukkan beberapa batasan *protektif*.

2.2.2 Teori Struktur Modal

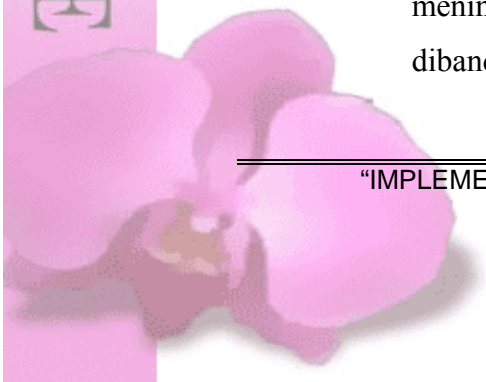
Dalam struktur modal terdapat beberapa teori yang membahasnya dan memiliki isi teori yang berbeda – beda, seperti:

a. Teori Modigliani dan Miller (teori MM)

Dalam teori Modigliani dan Miller (teori MM) (dalam Karadenis 2009) hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi yaitu:

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



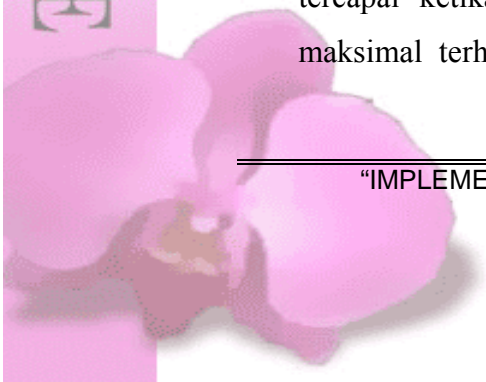
saham. Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan hutang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan hutang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah (biaya modal hutang lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal saham), sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya (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 sebanyak-banyaknya. 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.

b. Trade – of Theory

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang 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 sebagaiimbangan dan manfaat penggunaan hutang. 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. Itu yang seharusnya dilakukan seorang manajer dalam pengambilan keputusan dalam penetapan struktur modalnya jika berpedoman dengan teori *trade-off*.

c. *Teory Pecking Order*

Berbeda pendapat dengan teori pecking order Menurut Myers (1984), menyatakan bahwa "Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah." Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory* dikutip oleh Smart, Megginson, dan Gitman (dalam Bramantyo Arif 2011), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

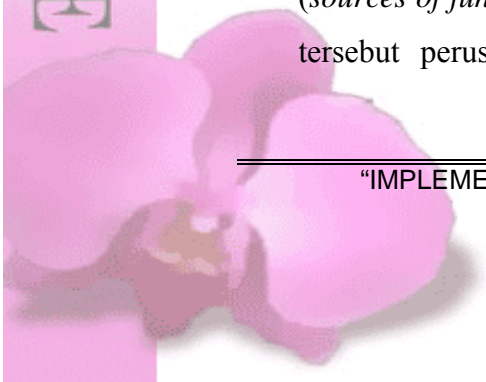
- a. perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.

- c. Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Pecking order theory tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

2.2.3 Teori Leverage

Seorang pengusaha dalam menjalankan usahanya, selalu membutuhkan tambahan modal untuk mengembangkan usahanya. Pada saat pengusaha mendirikan usaha, pemilik akan menentukan sumber modal apa yang akan dipakai, apakah dengan modal sendiri secara keseluruhan yang bisa bersumber dari modal saham biasa atau dengan sebagian modal sendiri sebagian dari hutang atau bahkan seluruhnya dari hutang atau perlu ada hutang jangka panjang. Menggunakan modal dari pinjaman harus membayar bunga secara rutin yang merupakan beban tetap sebagai akibat adanya pinjaman. Leverage timbul karena perusahaan menggunakan aktiva tetap yang menyebabkan harus membayar biaya tetap dan menggunakan hutang yang harus membayar biaya bunga atau beban tetap. Dengan demikian leverage merupakan penggunaan asset atau aktiva tetap dan sumber dana (*sources of funds*) di mana untuk penggunaan aktiva tetap dan dana pinjaman tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap dan beban bunga.

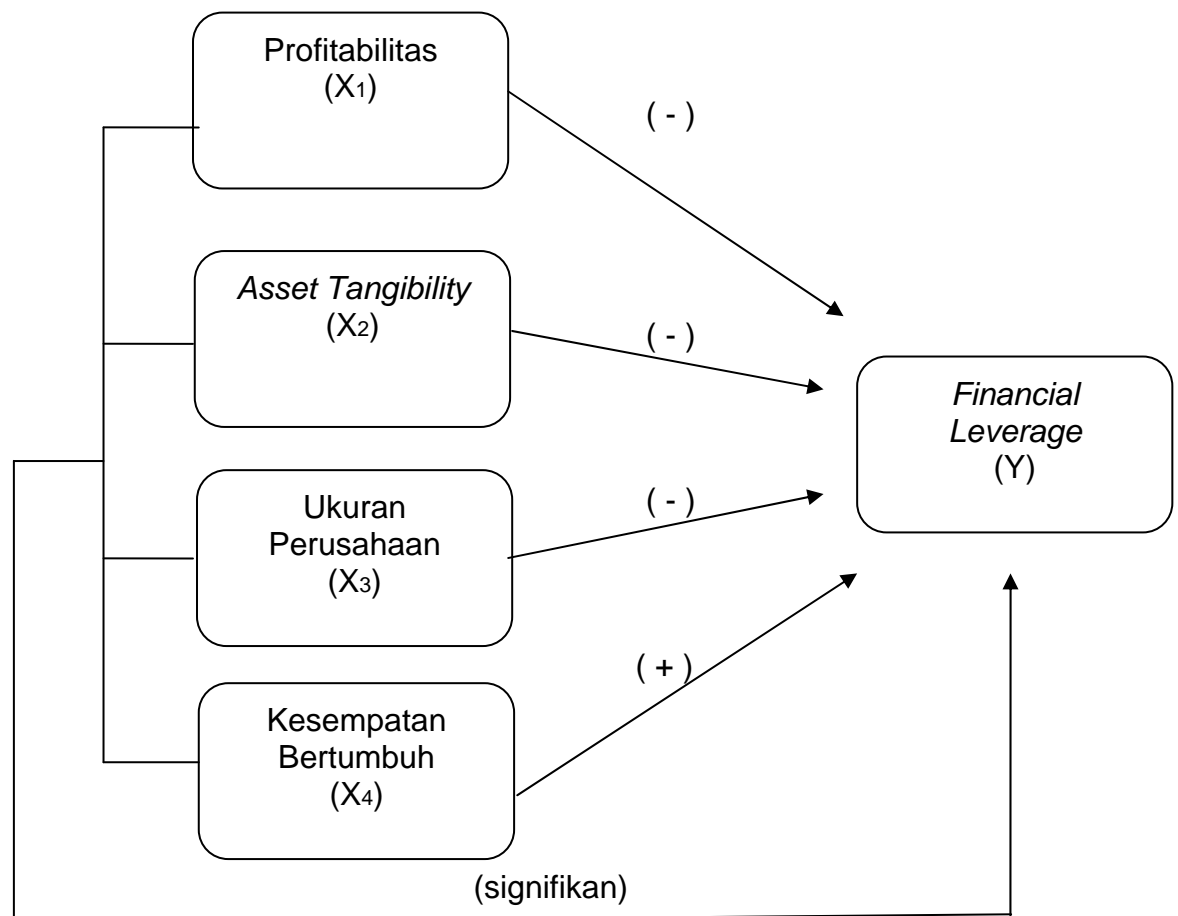


Penggunaan aktiva tetap dan modal dari pinjaman (hutang) tersebut pada akhirnya untuk meningkatkan keuntungan potensial bagi pemegang saham

Secara bahasa, Leverage berarti pengungkit (alat ungkit), tetapi dalam istilah keuangan maksudnya adalah dengan usaha yang sedikit diperoleh hasil yang besar (kuswandi 2006). Pengungkit umumnya digunakan untuk membantu mengangkat beban yang berat. Di dalam keuangan, *leverage* juga mempunyai maksud yang sama. Lebih spesifiknya lagi, *leverage* bisa digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan. Kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan dengan memperbesar tingkat *leverage* maka hal ini akan berarti bahwa tingkat ketidakpastian dari return yang akan diperoleh akan semakin tinggi pula, tetapi pada saat yang sama hal tersebut akan memperbesar jumlah return yang akan diperoleh.

Namun tingkat *leverage* bisa saja berbeda-beda antara perusahaan yang satu dengan perusahaan lainnya, atau dari satu periode ke periode lainnya di dalam satu perusahaan. Itu dikarenakan tingkat pengambilan keputusan besar hutang setiap perusahaan berbeda-beda. Tetapi yang pasti dalam teori ini adalah semakin tinggi tingkat leverage akan semakin tinggi tingkat risiko yang akan dihadapi dan otomatis juga semakin besar pula tingkat return atau penghasilan yang diharapkan.

2.3 Kerangka Pemikiran



2.4 Hipotesis

Berdasarkan tinjauan teoritis, tinjauan beberapa penelitian terdahulu, dan hasil penelitian ini dapat diturunkan sejumlah hipotesis sebagai berikut:

H1 : profitabilitas berpengaruh negative terhadap *financial leverage*.

H2 : *assets tangibility* berpengaruh negative terhadap *financial leverage*.

H3 : ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*.

H4 : kesempatan bertumbuh berpengaruh positif terhadap *financial leverage*

H5: Profitabilitas, *assets tangibility*, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh seara bersama-sama berpengaruh terhadap *financial leverage*.