

## BAB II

### KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

#### 2.1 Struktur Modal

Weston & Coperland (1996) mengemukakan pendapat tentang struktur modal adalah suatu bentuk dari pembiayaan meliputi dari utang berjangka panjang, modal dari pemegang saham, serta saham preferen. Menurut Gitman dan Lawrance (2000) struktur modal perusahaan mencerminkan rasio antar utang dalam tempo diatas satu tahun pada modal usaha sendiri yang dipakai bagi pihak perusahaan. Terdapat 2 jenis tipikal dari modal yakni dari utang (*debt capital*) serta dari ekuitas moda perusahaan (*equity capital*).

Menurut (Majluf, 1984) dalam struktur modal memiliki erat kaitan terhadap sumber pendanaan, bisa juga berasal dari internal maupun eksternal. Secara teoritis sturktur modal didasari oleh dua teori yaitu *pecking order* serta *trade-off*. Berdasarkan pandangan akan teori *pecking order*, ketika sebuah usaha mempunyai tingkat profit cenderung besar maka tingkat utang yang dimilikinya akan cenderung rendah. Hal tersebut diakibatkan perusahaan yang mempunyai profit cenderung besar dapat menghasilkan keuntungan dari aktifitas operasional perusahaan yang banyak. Perusahaan akan lebih sering memakai dana dari kegiatan internal ketimbang pada dana oleh eksternal. Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan akan melakukan peminjaman utang sampai titik tertentu, maka perusahaan akan melakukan penghematan pajak dari tambahan utangnya. Kondisi perusahaan dengan tingkat profitabilitas cenderung kearah besar tentu halnya berupaya untuk menurunin pajaknya dengan melakukan peningkatan rasio pada utangnya.

Keputusan dari struktur modal perusahaan mempunyai hubungan erat pada penentuan sumber perolehan dana, baik berasal dari sumber internal serta dari sumber eksternal dan sangat akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal melalui *retained earnings*, sedangkan sumber pendanaan eksternal perusahaan berasal dari para kreditor dan pemilik saham (Riyanto, 2001).

(Shoaib & Yasushi, 2015) mengatakan bahwa Fokus utama dari keuangan perusahaan yang strategis adalah pemilihan struktur modal yang optimal, misalnya tingkat peningkatan nilai hutang dan tingkat ekuitas dengan biaya modal minimum yang optimal untuk investasi riil. Berbagai teori keuangan perusahaan telah dikembangkan untuk pencapaian struktur modal yang lebih optimal dengan penekanan relatif pada sumber pembiayaan.

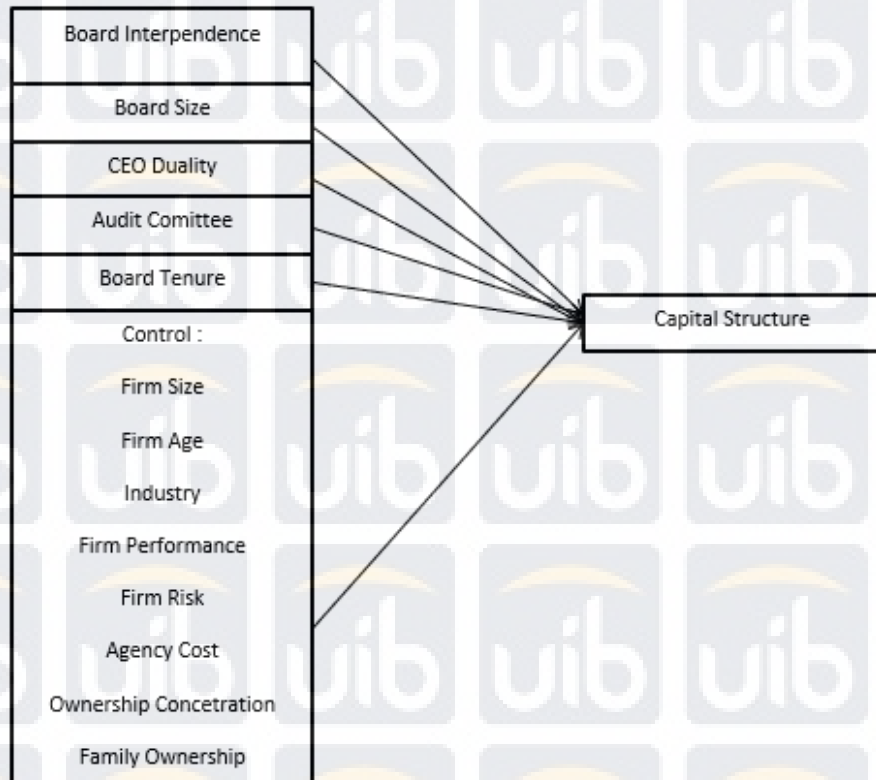
Seperti yang disampaikan oleh (Su, 2010) Pembiayaan menggunakan hutang membebankan pada arus kas yang keluar wajib seperti bunga dan pokok pada perusahaan, namun kreditor tidak memiliki hak voting. Pendanaan menggunakan ekuitas ini dapat memberi akan hak suara oleh pemilik saham dan penuntut residual untuk keberlangsungan perusahaan, tetapi tidak menyebabkan arus kas wajib. Jika seorang manajer melakukannya ia tidak ingin mencairkan kekuatan suara pada perusahaan, mereka akan cenderung memilih hutang pembiayaan dengan asumsi bahwa proyek investasi yang sedang berjalan dapat menghasilkan suatu arus kas yang cukup. Namun, apabila seorang manajer peduli akan jumlah dana yang mereka miliki atas kebijakan akan investasi yang dapat menguntungkan, seorang manajer akan lebih cenderung melakukan penerbitan ekuitas untuk membiayai investasi mereka.

Menurut dari (Pahuja & Sahi, 2012) mengatakan bahwa pendanaan dari struktur modal bersumber dari dana perusahaan menggunakan utang, laba ditahan, saham preferen, serta saham yang biasa. Akumulasi utang yang bisa dipakai oleh perusahaan dengan tujuan pendanaan segala asset perusahaan dikenal juga dengan *Leverage*.

## 2.2 MODEL PENELITIAN TERDAHULU

Riset oleh Tarus *et al.* (2017) yakni menganalisis tentang hubungan struktur komposisi terhadap modal. Secara khusus, telah menyelidiki pengaruh variabel komposisi dewan; independensi direktur, ukuran dewan, dualitas dari CEO, keberadaan audit komite dan jabatan masa dewan pada struktur modal menggunakan data dari perusahaan terlisting di NSE. Temuan dari riset tersebut

menyebutkan bahwa Representasi cenderung lebih tinggi dari direktur independen memiliki hubungan positif dengan leverage, Dualitas CEO berhubungan negatif dengan pengaruh, Dewan dengan masa kerja yang panjang cenderung memakai sedikit hutang pada struktur modal usaha.



Gambar 2.1 Model penelitian hubungan stuktur komposisi terhadap struktur modal. Sumber: Tarus *et al.* (2017)

Catalina & Coordinator (2009) juga melakukan analisis yang berfokus pada struktur penelitian ini secara umum bertujuan untuk menguji pola dan kemungkinan penentu struktur modal. Tujuan utama adalah untuk menyelidiki hubungan antara rasio leverage dan tingkat perusahaan penentu (tangibilitas aset, likuiditas, ukuran, tingkat pada profit, serta keadaan pada modal). Dalam analisis ini mencakup 40 badan usaha yang terdaftar dari Brasil (Ibovespa Brasil Sao Paulo Stock Exchange Index), Rusia (Indeks MICEX), Cina (Indeks Hang Seng Hong Kong) dan Afrika Selatan (FTSE / BEJ Afrika All Share Index), untuk periode waktu 2010 hingga 2011 (data tersedia untuk semua badan usaha). Hasil

yang ditemukan menunjukkan bahwa hasilnya jauh signifikan dan berhasil, ketika leverage total atau jangka pendek adalah variabel dependen, menunjukkan bahwa leverage total dan jangka pendek lebih mewakili struktur modal perusahaan daripada leverage jangka panjang. Ada hubungan negatif antara leverage dan likuiditas, sementara ada hubungan positif antara rasio leverage dan profitabilitas dan ukuran. Profitabilitas, likuiditas, dan tangibilitas aset umumnya secara signifikan terkait dengan leverage dan korelasi ini lebih jelas dalam hal utang berjangka pendek serta utang berjangka panjang

Analisis oleh Funchal *et al.* (2014) juga mempelajari dampak perubahan dalam urutan prioritas kreditur pada struktur permodalan firms'. Untuk mengukur efek ini, Funchal mengambil keuntungan dari Reformasi hukum kepailitan Brasil, perubahan yang utama adalah peningkatan aman dan tidak aman kreditor prioritas. Penelitian ini mengambil data dari neraca perusahaan dan meskipun tren untuk penurunan pangsa utang dalam struktur modal tahun 2002-2007, menemukan bahwa reformasi telah meningkatkan 8,4 persen, rata-rata pangsa utang. Efek ini terbagi menjadi masing-masing meningkat 3,6 dan 4,8 persen di share utang berjangka dibawah satu tahun dan berjangka diatas satu tahun.

Penelitian lain yang di buat (Thiele & Wendt, 2017) Tangibility menunjukkan korelasi yang cukup kuat dengan rasio utang. Namun, interaksi istilah keluarga perusahaan  $\times$  tangibility menunjukkan korelasi yang relatif lemah. Anehnya ada tidak ada korelasi antara ukuran profitabilitas (return on aset) dan rasio utang, sedangkan ini berkorelasi dengan rasio hutang jangka panjang dan rasio kredit perdagangan. Pertumbuhan tidak memainkan peran di langkah-langkah utang sesuai dengan koefisien korelasi dan thep-nilai. Perusahaan keluarga dummy berkorelasi dengan rasio utang dan Rasio hutang jangka panjang, yang memberikan sudah cahaya indikasi pertama tentang hubungan antara identitas perusahaan keluarga dan rasio pada utang.

Riset berbeda yang diteliti oleh Zani *et al.* (2014) pengaruh IOE dalam struktur permodalan Brasil yang berasal pada data badan usaha terdaftar pada

Bovespa selama kurun waktu 1998-2006. tujuan ini untuk mengidentifikasi faktor penentu utama struktur permodalan dan dianalisis, melalui panel data, hubungan IOE selain faktor-faktor penentu permodalan, seperti ukuran, profitabilitas, peluang investasi, risiko, pertumbuhan penjualan, nyata suku bunga dan nilai tukar yang nyata, dalam utang perusahaan. Kontribusi novel dari studi ini adalah penyertaan dan analisis IOE dalam studi pada penentuan struktur permodalan Brasil perusahaan.

IOE telah menjadi relevan bagi perusahaan karena merangsang penggunaan modal, menjadi lebih penting pembiayaan pilihan bagi perusahaan dan memungkinkan mereka untuk memilih antara pembiayaan melalui modal ekuitas atau hutang. IOE mendorong kapitalisasi perusahaan lebih baik dikapitalisasi perusahaan menerima peningkatan manfaat dengan IOE.

Penelitian yang dilakukan oleh (Khaled Hussainey, 2012) mengkaji dampak dari mekanisme pengelolaan perusahaan dengan struktur modal di UEA. Analisis ini menemukan bahwa kelembagaan kepemilikan adalah mekanisme kunci tata kelola yang mendorong keputusan struktur permodalan di UEA. Mekanisme internal dan eksternal Kelola lainnya tidak berdampak pada struktur permodalan yang bisa akibat adanya beberapa aspek penting penerapan tata kelola perusahaan dan kurangnya penegakan aturan di UEA. Kesimpulan utama dari analisis empiris kami menyarankan bahwa keputusan pembiayaan perusahaan UEA didorong oleh tiga variabel (yaitu kelembagaan investor, perusahaan ukuran dan dividen pembayaran). Kesimpulan utama dari analisis empiris menyarankan bahwa keputusan pembiayaan perusahaan UEA didorong oleh tiga variabel (yaitu kelembagaan investor, perusahaan ukuran dan dividen pembayaran) Variabel tata kelola perusahaan lain (papan ukuran, tipe audit dan investor swasta) dan struktur modal lainnya teori (yaitu perdagangan dari teori, teori kepailitan, badan teori dan teori biaya transaksi) yang ditemukan memiliki tidak ada pengaruh yang signifikan pada struktur permodalan keputusan di UEA Proporsi saham biasa yang diselenggarakan oleh kelembagaan 155 Mekanisme tata kelola perusahaan.

Selanjut nya Connelly & Candidate (2008) melakukan sebuah riset membahas pengaruh tata pengelolaan perusahaan dengan komposisi dari modal

suatu perusahaan. Pada analisis tersebut, Connely menggunakan rasio hutang sebagai dependen variable nya. Variable independen yang di gunakan adalah konsentrasi kepemilikan, rasio pembayaran dividend dan *Non-Debt tax Shield*. Selain itu Connely menggunakan Tangibilitas dan ukuran perusahaan sebagai variable control.

## **2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Independen Terhadap Dependen**

### **2.3.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal**

Peneliti yang dilakukan (Li, 2013) yang dikutip dari La Porta (1999) mengemukakan bahwa kawasan Asia bagian Timur pemegang kontrol umumnya mempunyai hak (*voting*) kontrol lebih kepada hak kepemilikan (arus kas), memberikan insentif untuk turut campur dalam keputusan perusahaan serta memasuki aset perusahaan dan mengendalikan pemilik kekuatan yang lebih besar. Dikarenakan kesusahan pada pengorganisasian tersebarnya pemegang saham, pemilik utama yaitu pengendali dari persentasi besar pada hak suara biasanya mengendalikan operasi perusahaan, serta seorang pemilik diartikan sebagai pengendali pemegang saham. Kepemilikan manajerial dan hutang keduanya akan mengurangi *agency cost*. Biaya agensi berargumen bahwa manajer kepemilikan dan utang adalah pengganti untuk mengendalikan masalah dari biaya agensi

Analisis lain oleh Wellalage *et al.* (2015) menunjukkan korelasi pada hutang dan konsentrasi kepemilikan , lalu hubungan antara institusional investor dan hutang menunjukkan negative . Khususnya, tampak ketika kepemilikan saham rendah, maka hubungan negatif, tetapi, ketika tingkat konsentrasi kepemilikan lebih tinggi, maka hubungan menjadi positif. Kehadiran investor institusional tampaknya mengurangi tingkat hutang, dengan demikian mengasumsikan peran substitusi.

### 2.3.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Analisis oleh Wellalage *et al.* (2015) dengan perolehan sampel yang diambil pada perusahaan belum terdaftar dari 1998 sampai 2009 penelitian ini memeriksa antara struktur kepemilikan dengan ratio hutang. Penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial negatif mempengaruhi tingkat total utang perusahaan. Meskipun manajerial kepemilikan lebih baik untuk mengatasi masalah *agency*, perusahaan dengan kepemilikan terbanyak memanfaatkan utang lebih sedikit daripada perusahaan-perusahaan yang berdiri sendiri. Ini mungkin karena pemilik-manajer mengurangi risiko pekerjaan bebas-diversifiable oleh menurunkannya hutang perusahaan.

Penelitian berikutnya (Li, 2013) kepemilikan tertinggi signifikan pada tingkat 5 persen. Temuan ini menyiratkan bahwa tipe pemilik utama kecil kemungkinannya untuk menarik kembali alih pemegang minoritas saham melalui pembiayaan utang dan perbedaan pada hak kontrol serta hak arus pada kas memiliki efek kecil pada struktur permodalan.

(Ruan, 2014) mengatakan hubungan diantara kepemilikan manajerial dan struktur modal adalah nonmonotonik. Akan menjadi hubungan yang negatif diantara pemilik oleh manajerial dan rasio leverage dimana kepemilikan manajerial di bawah 18 persen atau di melebihi 46 persen, rasio *leverage* akan meningkat sebagaimana kepemilikan manajerial juga meningkat.

### 2.3.3 Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan merupakan besarnya sumber dana yang akan dialokasikan pada asset perusahaan (Joni & Lina, 2010). Menurut Shimamura & Guagliumi (2016) yang dikutip dari Myers (1997) pembiayaan dari ekuitas cenderung lebih banyak dilakukan bagi perusahaan yang mempunyai peluang dalam pertumbuhan tinggi dimasa yang akan datang disebabkan oleh keadaan investasi yang cenderung menguntungkan.

Berdasarkan teori dari *pecking order*, badan usaha yang mempunyai angka pertumbuhan relatif besar biasanya akan melakukan pembiayaan asset dari sumber dana eksternal. Diharapkan ada nya pengaruh yang positif dari pertumbuhan perusahaan.

#### **2.3.4 Pengaruh Fleksibilitas Keuangan terhadap Struktur Modal**

Analisa lain yang dilakukan Chod & Zhou (2015) meneliti tentang kefleksibilitasan keuangan terhadap hutang melalui studi rata-rata dengan menggunakan numerik yang luas. Riset ini menemukan bahwa fleksibilitas dari sumber daya memiliki hubungan negative dan mempunyai hubungan positif dengan tingkat utang perusahaan. Fleksibilitas keuangan dapat menghilangkan konflik pada agensi dimana perusahaan tidak mengalami kebangkrutan.

Penelitian lain yang dikemukakan oleh (Pendar *et al.*, 2019) menggunakan sampel besar dari perusahaan amerika serikat yang sudah public dari tahun 1971 hingga 2006 analisa akan pengaruh fleksibilitas keuangan dengan pemilihan struktur pada modal. Dalam riset ini ia mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki nilai marginal cenderung besar membuat fleksibilitas keuangan perusahaan akan lebih mungkin untuk menerbitkan atau mengeluarkan ekuitasnya ketimbang utang sementara agar kapasitas utang perusahaannya tetap terjaga.

#### **2.3.5 Pengaruh Kesehatan Keuangan terhadap Struktur Modal**

Bhaduri (2002) melakukan riset dengan tujuan berupaya untuk mempelajari pemilihan dari struktur modal pada negara berkembang menggunakan sector perusahaan di India. Menemukan bahwa pembayaran dividen kepada hak pemilikan saham mengindikasikan kesehatan keuangan dimiliki oleh sebuah perusahaan dalam keadaan bagus. Temuan tersebut dapat menyimpulkan bahwa badan usaha tersebut belum memerlukan modal untuk meminjam atau berhutang.



Riset dibuat Charalambakis *et al.*, (2008) juga menyatakan jika suatu perusahaan dalam keadaan keuangan yang buruk akan mencari dana eksternal. Maka kesehatan keuangan berpengaruh signifikan dengan struktur pada modal.

## **2.4 Variabel Kontrol terhadap Struktur Modal**

### **2.4.1 Pengaruh dividen per saham terhadap Struktur Modal**

Dividen per saham dapat dinyatakan dividen per saham yang dibagi dengan harga penutupan pada hari sebelum tanggal pembagian dividen. (Lee & Kuo, 2013) mengatakan bahwa di sisi lain, pemegang saham dan manajer mungkin memiliki insentif untuk mengambil alih Pemegang Obligasi dengan secara bersamaan membayar dividen dan meningkatkan utang, terutama di negara berkembang seperti pasar seperti Taiwan, sebagai Negara yang lemah untuk melindungi hak kreditor.

### **2.4.2 Pengaruh Firm profitability terhadap Struktur Modal**

Keuntungan sangat penting dalam suatu perusahaan agar dalam menjalankan kegiatan operasional jika perusahaan tidak memiliki keuntungan sama sekali akan menyulitkan keberlangsungan perusahaan. semakin bagus profit suatu perusahaan maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang.

(Thi et al., 2018) mengatakan bahwa Profitabilitas menunjukkan bagaimana perusahaan yang membuat keuntungan. Keuntungan lebih tinggi membantu membangun kepercayaan dan mengurangi tingkat resiko yang dirasakan oleh investor. Oleh karena itu, tingkat profitabilitas mungkin meningkatkan saham kedalaman dan mengurangi biaya transaksi. Pengembalian pada total aset dan arus kas adalah langkah-langkah umum untuk menentukan profitabilitas

### **2.4.3 Pengaruh Tangibilitas Aset terhadap Struktur Modal**

Suatu badan usaha menjadikan aset tetap sebagai penjamin apabila sebuah perusahaan memiliki pinjaman kepada kreditur. Sebuah perusahaan yang mempunyai aset berwujud lebih rentan memiliki pengaruh hutang yang tinggi, (Thiele & Wendt, 2017) membuktikan bahwa semakin perusahaan memiliki aset berwujud yang banyak maka rentan melakukan peminjaman atas pembelian aset perusahaannya.

### **2.4.4 Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal**

Singh (2016) *Non-Debt Tax Shield* adalah suatu cara digunakan oleh perusahaan untuk mengurangi nilai pajaknya dengan cara meningkatkan nilai pada hutang dalam struktur modalnya. Dengan cara menaikkan nilai depresiasi, sebuah perusahaan dapat mengurangi pendapatan kena pajak, yang membuat keputusan struktur modal dengan mempertimbangkan dari bukan pajak dari jurnal (Padron *et al.*, 2005) yang dikutip oleh (Acaravci, 2015).

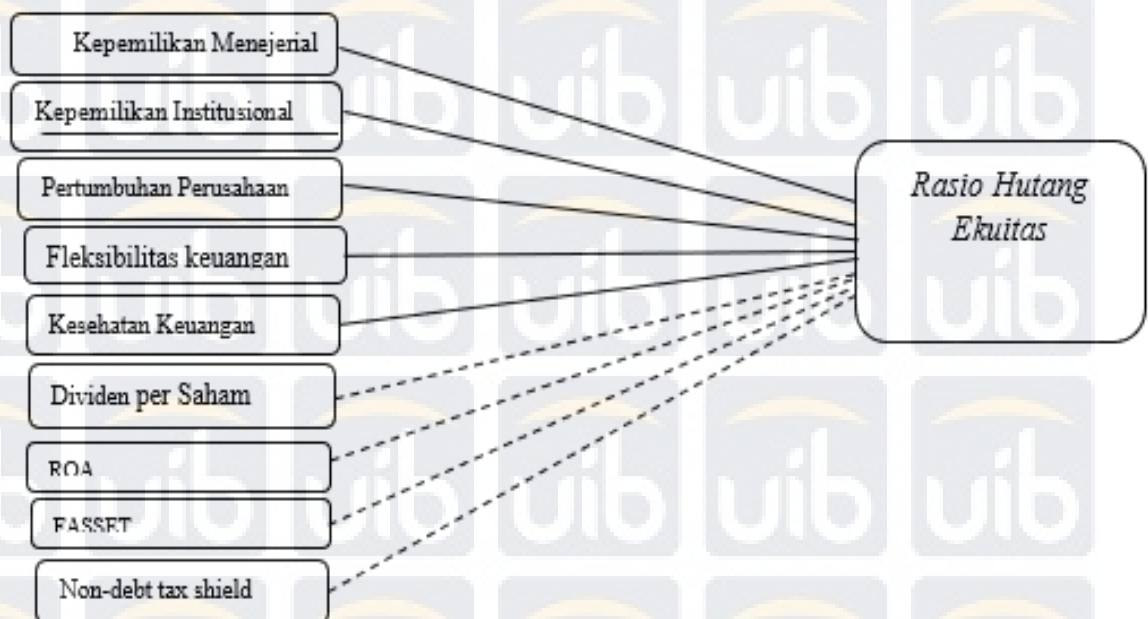
### **2.4.5 Pengaruh *Loss* terhadap Struktur Modal**

Shleifer dan Vishny (1986) mengatakan pengawasan yang efisien dari pemegang saham utama mengarah pada peningkatan nilai saham perusahaan sejalan pada nilai oleh pemegang saham utama. Selain itu, konsentrasi kepemilikan akan berusaha untuk mengeliminasi pasar saham likuiditas dan kinerja yang buruk dari badan usaha yang sedang dalam keadaan tingkat hutang tinggi dan biaya kebangkrutan juga lebih tinggi pada periode berikutnya.

## **2.5 Perumusan Model dan Hipotesis Penelitian**

Pengembangan model pada penelitian oleh penulis adalah replikasi terhadap jurnal yang dibuat oleh (Salehi, 2017). Penelitian yang menggunakan

variable independen struktur kepemilikan yang didalamnya terdapat kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, serta variable control saham per dividen, systematic resiko perusahaan, profit perusahaan, aset tangible, non-debt tax shield, dan net loss. lalu di moderasi oleh variable pertumbuhan perusahaan, fleksibilitas keuangan, dan kesehatan keuangan, yang mempunyai hubungan yang signifikan terhadap variable dependen yaitu hutang. Berdasarkan hasil gagasan diatas, maka dari itu model pengembangan penelitian yakni berikut:



Gambar 2.6 Model Penelitian replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh (Salehi, 2017) dan (Wellalage *et al.*, 2015)

Berdasarkan gambar dan kerangka dalam replica penelitian tersebut, maka hipotesa untuk penelitian dirumuskan yaitu:

- H1: pemilikan oleh Institusional signifikan negatif mempengaruhi struktur modal.
- H2: pemilikan oleh manajerial secara signifikan mempengaruhi struktur modal.
- H3: Peluang pertumbuhan secara signifikan mempengaruhi struktur modal.

H4: Kesehatan keuangan secara signifikan mempengaruhi struktur modal.

H5: Fleksibilitas keuangan signifikan mempengaruhi struktur modal.