

BAB II KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Model Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berkaitan dengan struktur modal telah dilakukan oleh para peneliti- peneliti sebelumnya, sehingga hasil penelitian sebelumnya dapat digunakan dan beberapa poin penting dijadikan dasar dalam penelitian ini. Berikut ini beberapa penelitian terdahulu mengenai struktur modal:

Penelitian yang dilakukan oleh Ghosh *et al*(2000) dengan judul “Faktor-Faktor Penting yang Mempengaruhi Struktur Modal di Industri Manufaktur di Amerika Serikat tahun 1982-1992. Variabel-variabel yang digunakan untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan asset, *non-debt tax shield*, rasio aktiva tetap, *profit margin*, beban riset dan pengembangan, beban periklanan, beban penjualan dan resiko bisnis. Jumlah perusahaan yang ada dalam penelitian ini adalah 362 perusahaan sampel yang dibagi kedalam 19 industri. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa tingkat pertumbuhan dari asset, rasio aktiva tetap, beban riset dan pengembangan dan beban periklanan cukup kuat mempengaruhi struktur modal. Selain itu, penelitian ini membuktikan bahwa terdapat hubungan antara resiko perusahaan dengan leverage perusahaan.

Sedangkan Laili Hidayati *et al* (2001) melakukan penelitian dengan judul Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Manufaktur yang *go public* di Indonesia. Dari penelitiannya itu diambil kesimpulan bahwa *firm size* dan *profitability* berpengaruh signifikan negatif

terhadap faktor *leverage*. *Fixed assets ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap faktor *leverage*. Sedangkan *market to book ratio*, *corporate tax rate*, *non debt tax shields ratio*, *volatility*, dan *assets uniqueness* sehingga tidak terbukti mempengaruhi struktur keuangan.

Penelitian yang hampir sama juga dilakukan oleh Rajan & Zingales (1995), adapun yang diteliti oleh mereka adalah faktor-faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal dinegara-negara G-7, dimana faktor-faktor tersebut telah diidentifikasi terlebih dahulu oleh Harris & Raviv (1991). Variabel-variabel tersebut adalah *tangible assets*, *rasio market to book*, ukuran perusahaan dan profitabilitas. Hasil penelitian tersebut merupakan pemantapan dari banyak penelitian sebelumnya di Amerika Serikat. Penelitian ini membuktikan bahwa *tangibility*, ukuran perusahaan, mempunyai hubungan positif dengan struktur modal. Sedangkan profitabilitas memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sartono (1999) dengan judul penelitian “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal” (perusahaan manufaktur di BEJ tahun 1994-1997). Sartono meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada 61 perusahaan manufaktur yang telah go public di Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan oleh Sartono adalah data yang didapatkan di periode 1994-1997, variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt/total Assets (DTA)*, *Fixed Assets/Total Assets (FTA)*, *Market to Book Ratio (MTB)*, *In Net Sales (InSales)*, dan *EBIT/Total Assets (ROA)*, *Real Sales Growth Rate (GRS)*, dan *Selling Expense/Sales (SES)*. Hasil dari penelitian tersebut

menjelaskan bahwa dalam periode waktu tahun 1994-1997 hanya faktor *Size*, *Profitabilitas* dan *Growth* yang bisa dibuktikan mempengaruhi struktur modal.

Sedangkan faktor *tangibility of assets*, *growth opportunities* dan *uniques* tidak terbukti mempengaruhi struktur modal.

Ozkan (2001) telah melakukan penelitian tentang Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. Penelitian dengan sampel 390 perusahaan dilakukan selama periode 1984-1996. Untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal merupakan tujuan dari dilakukannya penelitian ini. Hasil penelitian menyebutkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif terhadap struktur modal, tingkat *non-debt tax shield*, Likuiditas dan profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan negative terhadap struktur modal.

Riza (2012) mengadakan penelitian dengan judul “Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Jakarta” dengan periode penelitian tahun 1995-1998. Dalam penelitian tersebut sebagai variabel independennya adalah *Tangible assets*, *likuiditas perusahaan*, *Market to Book Value (MBV)*, *Size*, *Growth*, dan *profitabilitas*. Hasil dari penelitian tersebut adalah *profitabilitas*, *growth*, dan *tangible assets* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Sedangkan *MBV* dan *size* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Rio Bahtian Sakti (2002) dengan judul “Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Operating Leverage, Profitabilitas, Likuiditas dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Industri Dasar dan Kimia di Bursa Efek Jakarta”. Data yang digunakan merupakan data periode tahun 1994-

1999. Dalam penelitian tersebut terbagi 2 periode yaitu periode sebelum krisis moneter (1994-1996) dan periode setelah krisis moneter (1997-1999). Dalam penelitian yang telah dilakukan oleh Rio ini sebagai variable independennya adalah *tangible assets*, *size*, *operating leverage*, profitabilitas, likuiditas, dan *growth*. Hasil dari penelitian tersebut adalah pada periode sebelum krisis (1994-1996) terbukti bahwa *size* mempunyai hubungan positif terhadap struktur modal dan *likuiditas* mempunyai hubungan negatif terhadap struktur modal. Sedangkan pada periode setelah krisis (1997-1999) terbukti bahwa *size* mempunyai hubungan positif terhadap struktur modal, sedangkan likuiditas mempunyai hubungan negatif terhadap struktur modal. Dan hasil dari keseluruhan menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan Industri Dasar dan Kimia di Bursa Efek Jakarta pada masa sebelum krisis moneter (1994-1996) dan sesudah krisis moneter (1997-1999) adalah berbeda. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang pernah dilakukan oleh Rio Bahtian Sakti (2002). Dalam penelitian ini, penulis mencoba meneliti kembali pengaruh variabel bebas yaitu *tangible assets*, *size*, *operating leverage*, profitabilitas, likuiditas, dan *growth* terhadap struktur modal dengan menggunakan periode tahun yang berbeda yaitu antara tahun 2000-2003. Pengembangan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu data dan sample penelitian tidak sama dengan penelitian sebelumnya karena sample yang digunakan pada penelitian ini adalah sample pada perusahaan-perusahaan manufaktur, dan periode penelitian antara tahun 2000-2003. Alasan dipilihnya sampel perusahaan manufaktur diharapkan hasil

penelitian nantinya mampu menggambarkan keadaan secara menyeluruh perusahaan yang *go public* di Indonesia.

Penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003 berjudul *Analisis Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial yang Go Public di Pasar Modal Indonesia*). Penelitian ini menguji apakah teori *trade-off*, *pecking order*, dan *agency* mampu menjelaskan struktur modal di Pasar Modal Indonesia. Variabel yang bebas yang digunakan untuk mewakili *trade-off theory* adalah *non debt tax shields*, *size*, likuiditas, dan risiko bisnis. Sedangkan variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini untuk mewakili *pecking order theory* adalah *profitability* dan defisit kas. Dan variabel bebas yang digunakan untuk mewakili *agency theory* adalah perusahaan keluarga (*family owned firms*), perusahaan pemerintah (*state owned firms*), perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi (*degree of ownership concentration*). Dan variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur modal. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa proksi *trade-off theory* tidak dapat menjelaskan struktur modal perusahaan-perusahaan yang *go public* di pasar modal, karena baik secara parsial maupun secara simultan tidak ada variabel yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal. Sedangkan pada *pecking order theory*, secara parsial hanya *variable profitability* yang secara signifikan negatif mempengaruhi struktur modal. Dan defisit kas secara signifikan tidak mempengaruhi struktur modal. Namun secara simultan kedua variabel tersebut mempengaruhi struktur modal. Dan untuk memperkuat hasil empiris *pecking order theory* dilakukan analisis total sumber pendanaan perusahaan, dari data tahun 1999-2000 ditunjukkan hutang merupakan

porsi terbesar dari sumber pendanaan perusahaan ketika *net income* yang diperoleh perusahaan sangat kecil, yang menyebabkan retained earning juga kecil.

Turunnya *net income* dalam waktu yang sama diimbangi dengan naiknya hutang, sementara saham justru turun. Selain itu dilakukan regresi dengan saham sebagai variabel dependen yang menunjukkan hasil bahwa secara parsial maupun simultan variabel *profitability* dan defisit kas tidak mempengaruhi pendanaan saham secara signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa saat perusahaan mempunyai profit tinggi maupun saat mengalami defisit kas cenderung tidak menggunakan saham sebagai sumber dana eksternal, tetapi lebih menyukai hutang sesuai *pecking order theory*. Dan untuk *agency theory*, secara parsial ada 2 variabel yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal, yaitu *state firm* dan *concentration ownership*. *State firm* dan CO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Saidi (2004) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan menggunakan variabel independen antara lain: ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan asset, profiabilitas dan struktur kepemilikan, menghasilkan suatu temuan yang menyatakan bahwa secara simultan, semua variabel independen berpengaruh terhadap struktur modal. Namun, secara parsial hanya variabel risiko bisnis (*business risk*) berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.

H. Mudrika Alamsyah Hasan (2006) melakukan penelitian yang berjudul

Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Strukur Modal (Studi pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Penelitian ini menggunakan

operating leverage (DOL), *dividend payments* (DPR), struktur aktiva, tingkat pertumbuhan, profitabilitas (ROA), dan ukuran perusahaan sebagai variabel bebas. Dan struktur modal, dengan proksi DER sebagai variabel terikatnya. Hasil penelitiannya menunjukkan secara simultan variabel-variabel *operating leverage*, *dividend payments*, struktur aktiva, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER). Pengujian hipotesis *operating leverage*, menunjukkan bahwa secara parsial variabel *operating leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Hal ini diduga berkaitan erat dengan kebijakan pendanaan perusahaan di Indonesia yang tidak teratur dan cenderung bertentangan dengan teori yang ada sehingga menyebabkan kekacauan perusahaan. Dari hasil pengujian hipotesis *dividend payments*, menunjukkan secara parsial berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap struktur modal (DER). Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mempunyai *dividen payout ratio* yang lebih tinggi akan memilih alternatif pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi *agency cost*. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban ini membuat manajer akan semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Dari hasil pengujian hipotesis struktur aktiva, menunjukkan bahwa secara parsial variabel ini berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal (DER). Hasil pengujian ini bertentangan dengan teori yang menyatakan perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan tingkat hutang yang relative besar. Hal ini diduga karena adanya pasar modal yang tidak sempurna di

Indonesia, yang menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan. Dari hasil pengujian hipotesis tingkat pertumbuhan, menunjukkan bahwa secara parsial tingkat pertumbuhan berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap struktur modal (DER). Dari hasil pengujian hipotesis tingkat profitabilitas, menunjukkan secara parsial variabel ini berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal (DER). Dan dari hasil pengujian hipotesis ukuran perusahaan, menunjukkan secara parsial variabel ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Diketahui pula melalui penelitian ini bahwa ukuran perusahaan merupakan variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap DER.

Rachmawardani (2007) menganalisis pengaruh aspek likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal. Dalam penelitian ini Rachmawardani (2007) menggunakan perusahaan pada sector keuangan dan perbankan di BEI tahun 2000-2005 sebagai sampelnya dan diperoleh sebanyak perusahaan. Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi berganda dan *chow test*. Hasil yang didapat yaitu likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Masdar Mas'ud (2008) melakukan penelitian yang berjudul Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya terhadap Nilai Perusahaan. Penelitiannya menggunakan variabel : *Profitability (ROE, ROA, ROI), Size, Growth opportunity (sales growth dan asset growth)*,

asset structure, cost financial distress (financial risk dan business risk), tax shields effects, struktur modal (overall leverage (LEV), long term leverage (LLEV)), nilai perusahaan (market to book value of asset ratio, price earning ratio, dan market to book value of equity ratio). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa profitability berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini konsisten dengan model signaling yang memprediksi perusahaan yang tinggi profitabilitasnya akan memberi sinyal “good news” dengan menggunakan porsi hutang yang besar. *Size* berpengaruh signifikan positif terhadap penentuan hutang dalam struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil untuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih terdiversifikasi, lebih mudah mengakses pasar, dan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk hutang-hutang yang diterbitkannya. *Growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, pertumbuhan perusahaan telah mencerminkan produktivitas perusahaan dan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). *Asset structure* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar asset structure maka akan asset yang dapat dijadikan jaminan (collateral) semakin besar, sehingga memungkinkan penggunaan hutang yang tinggi dalam struktur modal perusahaan. *Cost of financial distress* juga berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia menanggung risiko

keuangan yang besar, tingginya variabilitas laba pemegang saham karena besarnya beban bunga yang dibayar perusahaan. Dengan analisis ini dapat dikatakan pula bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki sikap gemar terhadap risiko karena dalam melakukan peminjaman kurang memperhitungkan *cut-off* antara hasil terhadap risiko. *Non debt tax shield* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal atau dengan kata lain variabel *non debt tax shield* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Ini menandakan bahwa nilai depresiasi dan amortisasi tidak cukup bermakna menambah *cash flow* perusahaan, sehingga tidak diperhitungkan dalam pemilihan penggunaan proporsi hutang perusahaan. Dan variabel struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Andiyas Miawan dan Ignatia Sri Seventi (2008) melakukan penelitian yang berjudul Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta tahun 2003-2006. Penelitian ini menggunakan *active structure*, *return on asset*, *market to book ratio*, *firm size*, *growth sales*, dan *uniqueness* sebagai variabel bebas. Dan struktur modal yang diukur dari perbandingan total hutang dengan total aktiva perusahaan sebagai variabel terikatnya. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel *active structure* tidak berpengaruh signifikan secara parsial. Tanda yang dihasilkan pada koefisien regresi menunjukkan hubungan negatif. ROA pada perusahaan manufaktur mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal. *Market to book ratio* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan, dengan koefisien regresinya menunjukkan tanda positif. *Firm size*

berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. *Growth sales* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Dan *uniqueness* (SES) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

M. Sienly Veronica Wijaya dan Bram Hadiano (2008) melakukan penelitian yang berjudul Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di Bursa Efek Indonesia : Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order. Penelitiannya menggunakan variabel struktur aktiva, ukuran perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas sebagai variabel bebas. Dan variabel struktur modal sebagai variabel terikatnya, yang diproksikan dengan rasio nilai buku total hutang terhadap total aktiva (LEV). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti struktur aktiva dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan penentuan struktur modal. Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Selain itu diketahui pula bahwa variabel likuiditas merupakan variabel yang mempunyai pengaruh terbesar terhadap struktur modal.

M. Fakhri Husein (2008) melakukan penelitian yang berjudul Penerapan Pendekatan Kointegrasi dan Model Koreksi Kesalahan dalam Uji Pengaruh Likuiditas dan Laba terhadap Struktur Modal Perusahaan. Penelitiannya menggunakan variabel likuiditas dan profitabilitas sebagai variabel bebasnya. Dan

struktur modal sebagai variabel terikatnya, yang diproksikan dengan rasio total hutang terhadap total asset. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa adanya kointegrasi jangka pendek maupun jangka panjang terhadap model penelitian. Struktur modal perusahaan jangka pendek maupun jangka panjang dipengaruhi oleh tingkat likuiditas dan profitabilitas perusahaan. Arah prediksi model juga sesuai dengan yang diharapkan yakni tingkat likuiditas dan profitabilitas berhubungan negatif dengan struktur modal perusahaan.

Kartini dan Tulus Arianto (2008) melakukan penelitian yang berjudul Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. Penelitiannya menggunakan struktur kepemilikan, profitabilitas (*net profit margin*), pertumbuhan aktiva, dan ukuran perusahaan sebagai variabel bebas. Dan struktur modal, yang diproksikan dengan rasio hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) sebagai variabel terikat. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap struktur modal atau dengan kata lain tidak berpengaruh terhadap struktur modal, pertumbuhan aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Sutapa, Hendri Setiawan, dan Heri Laksito (2008) melakukan penelitian yang berjudul Pengujian *Pecking Order Theory* pada Emiten Syariah di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan variabel profitabilitas, kesempatan

investasi, dan ukuran perusahaan sebagai variabel bebasnya. Dan variable terikatnya adalah *leverage*, dengan proksi *total debt to total assets* (TDTA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas ditemukan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah hubungan negatif. Variabel kesempatan investasi ditemukan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Dan variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, dengan arah hubungannya positif.

Nugroho (2009) yang meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2007. Penelitian ini meneliti sebanyak 31 perusahaan manufaktur dan metode analisis data yang digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis yaitu analisis linear berganda. Dalam penelitian ini disimpulkan bahwa risiko bisnis dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan struktur aktiva dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian terbaru yang dilakukan oleh peneliti yaitu oleh **Laksmi (2010)** yang menganalisis pengaruh *size*, resiko bisnis, pertumbuhan asset, dan profitabilitas terhadap struktur modal pada sektor *automotive and allied product*.

Hasilnya adalah variabel ukuran perusahaan (*size*) dan resiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER), kemampuan (*profitability*) yang di-proxy dengan *net profit margin* (NPM) berpengaruh negative dan signifikan terhadap struktur modal serta pertumbuhan asset (*growth of assets*) berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER).

Lain halnya penelitian yang dilakukan oleh Arli (2010), pada Perusahaan Manufaktur yang *go public* di Indonesia 2005-2007 dengan variabel independen yang terdiri dari ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva dan profitabilitas mendapatkan hasil bahwa risiko bisnis (DOL) dan Pertumbuhan aktiva (GROW) tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal dan Profitabilitas (NPM) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Farah Margaretha dan Aditya Rizki Ramadhan (2010) melakukan penelitian yang berjudul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *size*, *tangibility*, *profitability*, *liquidity*, *growth*, *non debt tax shield*, *age*, dan *investment*. Sedangkan variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah *capital structure*. Dimana peneliti menggunakan tiga model perhitungan *capital structure*, yaitu *total leverage*, *short-term leverage*, dan *long term leverage*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertama, *size* berpengaruh signifikan terhadap *capital structure* pada model *long term-leverage*, dan perusahaan besar akan cenderung menggunakan sumber dana eksternal sebagai sumber pendanaannya. Tetapi *size* tidak berpengaruh terhadap kedua model *capital structure*, yaitu *total leverage* dan *short-term leverage*. Kedua, *tangibility* berpengaruh signifikan terhadap kedua model *capital structure*, yaitu *short-term leverage* dan *long-term leverage*. Karena aset berwujud merupakan salah satu jaminan perusahaan untuk mendapatkan jaminan dari kreditur. Tapi *tangibility* tidak berpengaruh terhadap *capital structure* pada model *total*

leverage. Ketiga, *profitability* berpengaruh signifikan terhadap kedua model *capital structure*, yaitu *total leverage* dan *short-term leverage*. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung menggunakan *retained earning* sebagai sumber pendapatan, sehingga berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Tetapi *profitability* tidak berpengaruh terhadap model *capital structure* pada model *longterm leverage*. Keempat, *liquidity* berpengaruh signifikan dengan koefisien positif terhadap kedua model *capital structure*, yaitu *total leverage* dan *short-term leverage*. Tetapi *liquidity* tidak berpengaruh terhadap model *capital structure* pada model *long term leverage*. Kelima, *growth* berpengaruh signifikan dengan koefisien positif terhadap kedua model *capital structure*, yaitu *total leverage* dan *short-term leverage*. Tetapi *growth* tidak berpengaruh terhadap model *capital structure* pada model *long-term leverage*. Keenam *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap ketiga model *capital structure*, yaitu *total leverage*, *shortterm leverage*, dan *long-term leverage*. Ketujuh, *age* berpengaruh signifikan dengan koefisien positif terhadap model *capital structure*, yaitu *short-term leverage*. Tetapi *age* tidak berpengaruh terhadap dua model *capital structure*, yaitu pada model *long-term leverage* dan *total leverage*. Kedelapan, *investment* tidak berpengaruh terhadap ketiga model *capital structure*, yaitu *total leverage*, *short-term leverage*, dan *long-term leverage*.

Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) melakukan penelitian yang berjudul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan variabel kepemilikan manajerial (INSD), kepemilikan institusional (INST),

kebijakan dividen (DPR), struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan (*growth*), dan risiko bisnis (*risk*) sebagai variabel bebas. Dan kebijakan hutang (*debt*) yang menggambarkan total hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sebagai variabel terikatnya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial (INSD) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh insider dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri. Variabel kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka keberadaan investor institusional untuk memonitor perilaku manajemen akan semakin efektif. Adanya monitoring yang efektif oleh investor institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring agency cost* sudah diambil alih oleh investor institusional. Variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah hutang yang ada dalam suatu perusahaan. Dalam konteks masalah agensi, mekanisme pembayaran dividen dapat digunakan untuk menggantikan peranan hutang dalam pengawasan masalah agensi, namun hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif, sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Variabel struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi jumlah *fixed asset* dalam total aset perusahaan maka akan semakin mempermudah perusahaan

untuk mendapatkan hutang karena fixed asset tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan bagi kreditur. Variabel profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin rendah yang digunakan untuk kegiatan pendanaan. Hal ini berkaitan dengan *pecking order theory*, menyatakan bahwa dalam kegiatan pendanaan perusahaan akan menggunakan dana internal yang berasal dari *retained earnings* terlebih dahulu baru kemudian dana eksternal. Variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Perusahaan yang sedang tumbuh memerlukan banyak dana. Salah satu cara memenuhi dana tersebut adalah melalui hutang. Variabel risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena risiko bisnis merupakan suatu keadaan yang sulit untuk diukur atau ditentukan secara pasti.

Meyulinda Aviana Elim dan Yusfarita (2010) melakukan penelitian yang berjudul Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Penjualan, dan Return On Assets terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Penelitiannya menggunakan struktur aktiva, tingkat pertumbuhan penjualan, dan return on assets sebagai variabel bebas. Dan struktur modal, yang diukur dengan rasio debt to total assets (DTA) sebagai variabel terikatnya. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, dan return on assets berpengaruh negative dan signifikan terhadap struktur modal.

2.2 Struktur Modal

Berdasarkan teori struktur modal, apabila posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penentuan target struktur modal optimal adalah salah satu dari tugas utama manajemen perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang (*debt financing*) perusahaan, yaitu rasio *leverage* (pengungkit) perusahaan. Dengan demikian, hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan.

Teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (*financial policy*) perusahaan dalam menentukan struktur modal (bauran antara hutang dan ekuitas) bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*). Struktur modal yang optimal suatu perusahaan adalah kombinasi dari utang dan ekuitas (sumber eksternal) yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Pada saat tertentu, manajemen perusahaan menetapkan struktur modal yang ditargetkan, yang mungkin merupakan struktur yang optimal, meskipun target tersebut dapat berubah dari waktu ke waktu. Sejumlah faktor mempengaruhi keputusan mengenai struktur modal perusahaan, seperti stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, peluang pertumbuhan, tingkat profitabilitas, pajak penghasilan, tindakan manajemen dan sebagainya. Faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur modal perusahaan adalah ukuran perusahaan, perusahaan yang lebih besar pada umumnya lebih mudah memperoleh pinjaman

dibandingkan dengan perusahaan kecil. Oleh sebab itu dengan memperoleh pinjaman perusahaan dapat berkembang lebih baik lagi (Mai, 2006).

Menurut *trade off theory* manajer dapat memilih rasio utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Fama (1978) berpendapat bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari harga saham. Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya dengan nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi jenis semua sumber keuangan seperti hutang, waran maupun saham preferen. Fama dan French (1998) berpendapat bahwa optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan.

Teori struktur modal menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat diartikan sebagai ekspektasi nilai investasi pemegang saham (harga pasar ekuitas) dan atau ekspektasi nilai total perusahaan (harga pasar ekuitas ditambah dengan nilai pasar hutang atau ekspektasi harga pasar aktiva (Sugihen, 2003)

Menurut Houston dan Brigham (2001:5), struktur modal yang ditargetkan adalah bauran dari hutang, saham preferen, saham biasa yang direncanakan perusahaan untuk menambah modalnya. Struktur modal yang optimal adalah gabungan ekuitas yang memaksimumkan harga saham perusahaan. Menurut Sawir (2005:10), struktur modal adalah pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari

modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus, modal dan akumulasi ditahan. Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan.

Struktur modal adalah hasil atau akibat dari keputusan pendanaan (*financing decision*) yang intinya memilih apakah menggunakan hutang atau ekuitas untuk mendanai operasi perusahaan. Struktur modal perusahaan dibagi kedalam dua kategori yaitu struktur modal sederhana dan struktur modal kompleks. Struktur Modal Sederhana, yaitu perusahaan yang tidak mempunyai efek berpotensi saham biasa (*potential diluters*). Struktur Modal Kompleks, yaitu perusahaan yang mempunyai satu atau lebih jenis efek berpotensi saham biasa.

Jumlah hutang di dalam neraca akan menunjukkan besarnya modal pinjaman yang digunakan dalam operasi perusahaan. Modal pinjaman ini dapat berupa hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, tetapi pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dibandingkan dengan hutang jangka pendek. Menurut Sundjaja et. al (2007:324), hutang jangka panjang merupakan salah satu dari bentuk pembiayaan jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun, biasanya 5 – 20 tahun. Pinjaman hutang jangka panjang dapat berupa pinjaman berjangka (pinjaman yang digunakan untuk membiayai kebutuhan modal kerja permanen, untuk melunasi hutang lain, atau membeli mesin dan peralatan) dan penerbitan obligasi (hutang yang diperoleh melalui penjualan surat-surat obligasi, dalam surat obligasi ditentukan nilai nominal, bunga per tahun, dan jangka waktu pelunasan obligasi tersebut).

Menurut Sundjaja *et al.* (2007:324), “modal sendiri/*equity capital* adalah dana jangka panjang perusahaan yang disediakan oleh pemilik perusahaan (pemegang saham), yang terdiri dari berbagai jenis saham (saham preferen dan saham biasa) serta laba ditahan”. Modal sendiri/ekuitas modal yang berasal dari perusahaan itu sendiri, berasal dari pengambilan bagian, peserta atau pemilik. Modal sendiri merupakan modal dalam suatu perusahaan yang dipertaruhkan untuk segala risiko usaha maupun risiko kerugian-kerugian lainnya.

2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

2.3.1 Ukuran Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal

Semakin besar ukuran perusahaan suatu perusahaan, maka kecenderungan untuk menggunakan dana eksternal juga akan semakin besar (Saumitra, 2002). Hal ini dikarenakan perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu alternatif pemenuhan dananya adalah dengan menggunakan dana eksternal.

Menurut Bambang Riyanto (2001) suatu perusahaan besar yang sahamnya tersebar luas menyebabkan setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya pengendalian dari pihak yang lebih dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan kecil dimana sahamnya tersebar hanya di lingkungan kecil maka penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol dari pihak pemegang saham pengendali terhadap perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu, perusahaan besar akan lebih berani untuk mengeluarkan atau menerbitkan saham baru dalam pemenuhan

kebutuhan dananya jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Berdasarkan uraian diatas, dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Jika perusahaan semakin besar maka semakin besar pula dana yang akan dikeluarkan, baik itu dari kebijakan hutang atau modal sendiri (equity) dalam mempertahankan atau mengembangkan perusahaan. Namun begitu, argumen yang bisa dikemukakan disini adalah large firm akan memiliki free cash flow yang tinggi, sehingga bila memerlukan tambahan dana untuk membiayai investasi baru, maka perusahaan tersebut akan menggunakan sumber pendanaan yang murah yaitu sumber pendanaan dari dalam yang berupa retained earning. Penelitian yang dilakukan Sunarsih (2004) dan Ramlall (2009) juga mendukung hipotesis ini, bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin kecil jumlah proporsi hutang yang digunakan.

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan (Saidi, 2004). Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Saidi (2004), dan Dyah Sih Rahayu (2005), dimana ukuran perusahaan di-proxy dengan nilai logaritma natural dari total asset (*natural logarithm of asset*). Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga perusahaan besar cenderung mempunyai hutang yang lebih besar daripada perusahaan kecil (Rajan dan Zingales, 1995 dalam R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto, 1999). Logaritma dari total assets dijadikan indikator dari ukuran

perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka asset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar.

Pendapat yang serupa dikemukakan oleh Titman dan Wessels (1988) dalam R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999), dimana perusahaan kecil cenderung membayar biaya modal sendiri dan biaya hutang jangka panjang lebih mahal daripada perusahaan besar. Maka perusahaan kecil lebih menyukai hutang jangka pendek daripada meminjam hutang jangka panjang, karena biayanya lebih rendah.

Beberapa penelitian yang pernah dilakukan antara lain oleh R. Agus Sartono (1999), Imam Ghazali dan Hendrajaya (2000), Mutaminah (2003), Saidi (2004) dan Dyah Sih Rahayu (2005) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Menurut Kartini dan Tulus Arianto (2008) ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan (struktur modal) dalam memenuhi ukuran atau besarnya asset perusahaan.

Menurut Riyanto (2001: 299) perusahaan yang lebih besar dimana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualannya dibandingkan perusahaan yang lebih kecil. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan, kecenderungan untuk memakai dana eksternal juga semakin besar. Hal tersebut dikarenakan perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu alternatif pemenuhan dananya adalah dengan menggunakan dana eksternal yaitu dengan menggunakan hutang. Sehingga semakin besar ukuran

perusahaan kecenderungan untuk menggunakan hutang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan dananya daripada perusahaan kecil.

2.3.2 Struktur Aktiva Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal

Menurut Trisna, (2010) Aktiva yang dimaksud adalah aktiva yang berhubungan dengan struktur modal perusahaan, terutama aktiva tetap. Perbandingan jumlah aktiva tetap yang besar dari total aktiva berarti bahwa aktiva tak berwujud yang dimiliki perusahaan lebih sedikit. Total aktiva adalah hasil dari penambahan antara aktiva tetap dengan aktiva tak berwujudnya. Semakin besar perusahaan memiliki aktiva tetap dibandingkan aktiva tak berwujudnya, melambangkan bahwa perusahaan memiliki nilai jaminan untuk memperoleh pinjaman yang lebih besar. Aktiva tetap dapat dijadikan jaminan dalam pelunasan hutang perusahaan. Aktiva tetap dan total aktiva menggunakan satuan dalam jutaan rupiah.

Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka aset atau aktiva adalah segala sesuatu yang dimiliki oleh perusahaan. Aktiva dapat digolongkan menjadi aktiva tetap, aktiva tidak berwujud, dan aktiva lain-lain. Penggolongan ini yang kemudian disebut struktur aktiva. Perusahaan yang memiliki aktiva dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang yang lebih besar karena memiliki aktiva sebagai penjaminnya (Weston dan Copeland, 2000)

Struktur aset perusahaan menggambarkan harta atau investas yang dimiliki oleh perusahaan. Aset perusahaan dibiayai dengan modal baik utang maupun ekuitas. Ross (2006) membagi struktur atas bagian utama yaitu aset lancar dan aset tidak lancar (tetap). Aset lancar yaitu aset yang dapat digunakan dalam jangka waktu dekat biasanya terdiri atas kas, piutang, investasi jangka pendek, persediaan dan beban dibayar dimuka. Sedangkan aset tetap yaitu jenis aset yang diharapkan dapat digunakan lebih dari satu tahun, diantaranya gedung, alat produksi, investasi jangka panjang, serta aset tidak berwujud. Perusahaan – perusahaan perminyakan merupakan salah satu perusahaan industry yang sebagian wujud total aset perusahaan tersimpan dalam aset tidak lancar.

Kebanyakan perusahaan industri di mana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aset tidak lancar seperti di dalam aset tetap akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen yaitu modal sendiri, sedangkan utang sifatnya sebagai pelengkap. Sebaliknya perusahaan yang struktur asetnya didominasi oleh aset lancar maka perusahaan melakukan pendanaan dalam bentuk utang. Oeh karena itu, struktur aset yang dalam hal ini merupakan perbandingan antara aset lancar dengan aset tetap yang didasarkan atas kedua komposisi tersebut sudah diwakili keseluruhan penggunaan pendanaan dan melihat proporsi yang berbeda diantara komposisi tersebut. Menurut studi yang telah dilakukan oleh Myers (1977), diketahui bahwa utang berhubungan positif dengan struktur aset perusahaan. Alasannya adalah perusahaan yang sebagian besar asetnya berupa *tangible asset*, cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak dikarenakan *tangible asset* yang mereka miliki dapat dijadikan sebagai

jaminan kepada kreditur untuk memperoleh hutang hal ini berdasarkan *static Trade Off Theory*. Beberapa penelitian sebelumnya diantaranya Song (2005), Sabir dan Malik (2012) serta Getzmann, Lang dan Spermann (2010) menyatakan bahwa struktur aset memiliki hubungan yang positif yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Namun beberapa literature memiliki pendapat yang berbeda mengenai hubungan antara *tangible asset* dengan struktur modal seperti Ferri dan Jones (1979), dan Titman dan Wessels (1988) menemukan hubungan yang negative antara *tangible asset* dengan utang.

2.3.3 Profitabilitas Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal

Brigham dan Houston (2007) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relative kecil.

Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan dana dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Pecking order theory menyebutkan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan).

Implikasi dari *Pecking Order Theory* menyebutkan bahwa perusahaan yang profitable menggunakan hutang dalam jumlah kecil, hal ini bukan karena perusahaan tersebut punya target *debt ratio* rendah dalam hal ini tidak ada target

DER, tapi karena mereka perlu *external financing* yang relatif sedikit. *Pecking*

Order Theory menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan yang pertama yaitu laba ditahan, lalu hutang dan yang terakhir

penjualan saham baru. Dengan demikian profitabilitas diprediksikan berpengaruh secara negatif terhadap penentuan struktur modal perusahaan.

Profitabilitas menurut Saidi (2004) adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar return yang diharapkan investor. Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang *profitable* tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan hutang.

Fungsi manajemen keuangan dalam kaitannya dengan profitabilitas akan membuat seorang manajer keuangan perlu membuat keputusan. Beberapa fungsi spesifik yang berkaitan dengan profitabilitas yaitu (Hampton, 1990) :

1. Pengaturan Biaya. Posisi manajer keuangan adalah memonitor dan mengukur jumlah uang yang dikeluarkan dan dianggarkan oleh perusahaan. Ketika terjadi kenaikan biaya, manajer dapat membuat rekomendasi yang diperlukan agar dapat dikendalikan.
2. Penentuan Harga. Manajer keuangan dapat mensuplai informasi mengenai harga, perubahan biaya serta *profit margin* yang diperlukan agar bisnis dapat berjalan lancar dan sukses.
3. Memproyeksi keuntungan. Manajer keuangan bertanggung jawab untuk mendapatkan dan menganalisis data relevan dan membuat proyeksi keuntungan perusahaan. Untuk memperkirakan keuntungan dari penjualan di masa yang akan datang, perusahaan perlu mempertimbangkan biaya saat ini

serta kemungkinan kenaikan biaya dan perubahan kemampuan perusahaan untuk menjual barang pada harga yang telah ditetapkan.

4. Mengukur keuntungan yang disyaratkan. Keuntungan yang disyaratkan harus diperkirakan dari proposal sebelum diterima. Kadang dikenal sebagai biaya modal.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Proksi yang digunakan dalam profitabilitas adalah return on asset. Perusahaan dengan rate of return yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil, karena dengan rate of return yang tinggi, kebutuhan dana dihasilkan secara internal dari laba yang ditahan Hal ini sesuai dengan pecking order theory.

Dimana implikasinya perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang lebih tinggi memiliki kebutuhan akses yang lebih rendah terhadap pasar kredit karena perusahaan cenderung menggunakan komponen dana internalnya (laba ditahan).

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian Meyulinda Aviana dan Yusfarita (2010), M. Fakhri Husein (2008), Mudrika Alamsyah Hasan (2006), Yenieatie dan Nicken Destriana (2010), dan Mutamimah (2003).

Kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor penentu yang cukup penting atas truktur modal perusahaan. Tingkat profitabilitas perusahaan biasanya diukur dengan besarnya pendapatan bersih (*net income*) yang dimiliki perusahaan. Namun profitabilitas perusahaan yang akan dianalisis di sini merupakan perbandingan laba sebelum pajak (EBIT) terhadap total penjualan perusahaan Hal tersebut didasarkan atas akun EBIT belum meuat pajak jadi nilai EBIT tersebut didasarkan atas keseluruhan kegiatan operasi perusahaan sebelum dikurangi dengan bunga

yaitu biaya pendanaan. Menurut *pecking order theory* hubungan yang terjadi antara profitabilitas dan utang perusahaan adalah hubungan yang negative. Hal ini didasarkan dengan argumentasi bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi tentunya memiliki akumulasi sumber dana internal yang lebih besar sehingga ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana eksternal menjadi lebih rendah. Dengan kata lain, penggunaan utang pada struktur modal perusahaan semakin sedikit. Beberapa penelitian sebelumnya diantaranya Titman dan Wessels (1988), Song (2005), Sabir dan Malik (2012) serta Getzmann, Lang dan Spermann (2010) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negative terhadap struktur modal.

Pada umumnya perusahaan lebih menyukai pendapatan yang mereka terima digunakan sebagai sumber utama dalam pembiayaan untuk investasi. Apabila sumber dari dalam perusahaan tidak mencukupi maka alternatif lain yang digunakan adalah dengan menggunakan hutang baru kemudian mengeluarkan saham baru sebagai alternatif terakhir untuk pembiayaan. Struktur modal perusahaan ini akan mencerminkan permintaan kumulatif untuk pembiayaan yang eksternal. Perusahaan yang dapat menghasilkan laba yang besar dengan tingkat pertumbuhan yang lambat akan mempunyai tingkat *debt to equity ratio* yang rendah jika dibanding dengan rata-rata industri yang ada. Di lain pihak perusahaan yang cukup menguntungkan dalam industri yang sama akan memiliki tingkat *debt to equity* (DER) yang relatif tinggi (Myers, 1984).

Meningkatnya *net profit margin* akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat memungkinkan *debt to equity*

ratio juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian, hubungan antara NPM dan *debt to equity ratio* diharapkan mempunyai hubungan positif.

2.3.4 Likuiditas Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal

Rasio Likuiditas (Liquidity Ratio) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan sumber daya jangka pendek (atau lancar). Perusahaan dengan rasio likuiditas yang lebih tinggi akan mendukung rasio hutang yang relatif tinggi karena kemampuannya yang lebih besar untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang segera jatuh tempo dan perusahaan yang dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar. Hasil ini konsisten dengan penelitian Farah Margaretha dan Aditya Rizki (2010) yang mengatakan likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Menurut Ross (2006), likuiditas perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Likuiditas memuat tiga hal penting yaitu waktu, jumlah dan biaya. Waktu menjelaskan seberapa cepat perusahaan mengubah aset menjadi kas. Jumlah menjelaskan apakah perusahaan memiliki sejumlah uang untuk memenuhi kewajibannya serta apakah perusahaan mengeluarkan sejumlah biaya dalam menguuh aset menjadi kas. Likuiditas biasanya diukur dengan aktiva lancar dibagi dengan kewajiban lancar. Hal ini dimaksudkan untuk melihat seberapa besar kemampuan aset lancar perusahaan untuk memenuhi kewajiban lancarnya.

Perusahaan yang mampu memenuhi kewajibannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan “likuid” artinya perusahaan tersebut mempunyai ketersediaan alat pembayaran ataupun aset lancar yang lebih besar daripada utang lancar. Sebaliknya jika perusahaan tidak dapat memenuhi pembayaran pada saat ditagih atau kewajibannya pada saat jatuh tempo, berarti perusahaan tersebut dalam keadaan tidak likuid. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi kecenderungan memiliki sistem pendanaan yang didominasi oleh ekuitas atau pendanaan sendiri dalam arti pendanaan dengan utang relative sedikit. Beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Sabir dan Malik (2012) menemukan hubungan positif antara likuiditas dengan struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Agustina (2009), Cahyadi (2010), serta Sharif, Naeem dan Khan (2011) menyatakan bahwa likuiditas memiliki hubungan yang negative dengan struktur modal perusahaan.

2.3.5 Pertumbuhan Aset Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Struktur

Modal

Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Ang, 1997).

Disisi lain peningkatan proporsi hutang yang lebih besar daripada modal sendiri menunjukkan *debt to equity ratio* semakin besar. Dengan demikian pertumbuhan aset diprediksi berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Menurut Bhaduri dalam Saidi, 2004, pertumbuhan aset adalah perubahan (peningkatan atau penurunan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan.

Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada tahun tertentu tahun sebelumnya. Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset yang dimiliki diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan.

Menurut teori *Pecking Order* perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan melakukan investasi dalam berbagai proyek yang dibiayai dengan biaya internal karena perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi yang akan meningkatkan laba ditahan sehingga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman utang (Barclay, Smith dan Watts, 1998), selain itu dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkatkan nilai pasar dan ekuitas. Kenaikan dalam nilai pasar ekuitas selanjutnya akan menurunkan nilai dari utang. Beberapa penelitian yang dilakukan oleh Booth (2001), dan Huang dan Song (2006) menemukan hubungan yang negative antara *investment growth opportunity* dengan utang. Namun penelitian yang dilakukan oleh EldomiatY (2007) menemukan hubungan positif antara *investment growth opportunity*. Hal inilah yang ingin diuji dalam penelitian ini, sehingga hipotesis ini dapat dinyatakan sebagai berikut.

2.3.6 Non Debt Tax Shield dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal

Tax shield effect dengan indikator non debt tax shield menunjukkan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak yang bukan berasal dari penggunaan hutang dan dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi hutang (De Angelo dan Masulis, dalam Mas'ud 2008). Penghematan pajak selain dari pembayaran bunga akibat penggunaan hutang juga berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Semakin besar depresiasi dan amortisasi akan menyebabkan semakin besar penghematan pajak penghasilan dan semakin besar cash flow perusahaan. Dengan demikian, suatu perusahaan yang memiliki non debt tax shield yang tinggi cenderung akan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah dan berarti variabel non debt tax shield berhubungan negatif terhadap tingkat penggunaan hutang dalam struktur modal. Penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) mendukung hipotesis ini, bahwa semakin besar non debt tax shield, semakin kecil jumlah proporsi hutang yang digunakan perusahaan.

De Angelo dan Masulis (1980) dalam penelitian Cahyadi (2010) menyatakan bahwa adanya penggunaan manfaat perlindungan pajak selain dari utang (*non-debt tax shield*) akan menggantikan keuntungan pajak yang berasal dari utang (*debt tax shield*) dan perusahaan dengan manfaat perlindungan pajak selain utang yang besar akan menggunakan lebih sedikit utang. Ini berarti adanya ukuran dari pengurang pajak lain yang berhubungan dengan pajak perusahaan, seperti pengurangan pajak untuk depresiasi, tentunya juga akan mempengaruhi penggunaan utang. Dengan adanya manfaat perlindungan pajak yang lain tentunya akan dapat menggantikan keuntungan pajak dari pendanaan dengan utang. *Non-*

debt tax shield merupakan salah satu penentu struktur modal yang bukan berasal dari utang. *Non-debt tax shield* berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba dan rugi. Berdasarkan *Static Trade Off Theory*, depresiasi dan amortisasi sebagai pendorong bagi perusahaan untuk mengurangi utang, karena depresiasi dan amortisasi merupakan *cash flow* sebagai sumber modal dari perusahaan sehingga dapat mengurangi pendanaan dari utang. Dalam penelitian ini *non-debt tax shield* dihitung dari rasio depresiasi dan amortisasi selama tahun berjalan dibagi dengan total aset. Semakin besar depresiasi dan amortisasi semakin besar penghematan pajak. Beberapa penelitian sebelumnya diantaranya yang dilakukan oleh Getzmann, Lang dan Spermann (2010), Tirsono (2009), serta Elsas dan Florysiak (2008) menyatakan bahwa *non-debt tax shield* memiliki hubungan negative dengan struktur modal. Namun penelitian yang dilakukan oleh Bradley (1984) dan Cahyadi (2008) menemukan hubungan yang berbeda yaitu *non debt tax shield* berhubungan positif dengan tingkat utang.

2.3.7 Umur Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Model

Menurut Kartika (2009) dalam Efriana Mustika (2012), umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan di bursa. Semakin lama perusahaan dapat bertahan, maka kemungkinan perusahaan untuk mengembalikan investasi akan semakin besar karena sudah berpengalaman.

Sedangkan menurut Claudio Loderer dan Urs Waelchli (2010) dalam jurnalnya yang berjudul "*Firm Age and Performance*" menerangkan bahwa perusahaan akan menjadi tidak efisien seiring dengan berjalannya waktu. Perusahaan yang mengalami penuaan harus mengurangi biaya karena berbagai efek pembelajaran

dalam perusahaan dan belajar dari perusahaan lain dengan industry yang sama maupun berbeda.

Umur perusahaan dihitung sejak perusahaan tersebut berdiri berdasarkan akta pendirian sampai penelitian dilakukan.

Menurut Poerwadarminta (2003:1338) definisi umur adalah lama waktu hidup atau ada (sejak dilahirkan atau diadakan). Sedangkan dalam undang-undang no.8 tahun 1997 perusahaan didefinisikan sebagai berikut:

“Perusahaan adalah setiap bentuk usaha yang melakukan kegiatan secara tetap dan terus menerus dengan tujuan memperoleh keuntungan dan atau laba , baik yang diselenggarakan oleh orang perorangan, maupun badan usaha yang berberentuk badan hukum atau bukan badan hukum, yang didirikan dan berkedudukan di wilayah Indonesia”.

Dari kedua pengertian terpisah tersebut dapat diketahui bahwa definisi dari umur perusahaan adalah lama waktu hidup atau ada suatu oraganisasi atau bentuk usaha yang bergerak dalam bisnis dan memiliki tujuan memperoleh keuntungan atau laba.

Widiastuti (2002) dalam Utami dan Rahmawati (2007) menyatakan umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak atas informasi tentang perusahaan. Umur perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengatasi kesulitan dan hambatan yang dapat mengancam kehidupan perusahaan sehingga semakin lama perusahaan

berdiri, maka semakin mampu perusahaan tersebut meningkatkan kepercayaan investor.

Untari (2010) menyatakan umur perusahaan diharapkan memiliki hubungan positif terhadap pengungkapan sukarela. Alasan yang mendasarinya adalah bahwa perusahaan yang lebih tua mungkin lebih mengerti informasi informasi apa saja yang seharusnya diungkapkan dalam laporan tahunan sehingga perusahaan akan mengungkapkan informasi-informasi yang memberikan pengaruh positif bagi perusahaan tersebut.

Sedangkan menurut Ulum (2009:173) umur dalam suatu perusahaan adalah: “Bagian dari dokumentasi yang menunjukkan tentang apa yang tengah dan yang akan diraih oleh perusahaan”

Nugroho (2012) mendefinisikan umur perusahaan sebagai berikut:

“Umur perusahaan merupakan awal perusahaan melakukan aktivitas operasional hingga dapat mempertahankan *going concern* perusahaan tersebut atau mempertahankan eksistensi dalam dunia bisnis”.

Harry (2011:4) mengemukakan bahwa persero memiliki umur yang tidak terbatas, sesuai dengan asumsi kesinambungan usaha/*going concern*. Artinya umur perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kesinambungan usahanya.

Dalam melakukan suatu pengukuran terhadap umur perusahaan Ulum (2009:203) mengemukakan bahwa:

“Umur perusahaan dihitung mulai tanggal IPO hingga tanggal laporan tahunan”.

Sedangkan Collins dan Porras (2001:17) mengemukakan bahwa: “Perusahaan termuda yang kami pelajari didirikan pada tahun 1945 dan perusahaan tertua yang kami pelajari didirikan tahun 1812”.

Pernyataan yang dikemukakan oleh Collins dan Porras tersebut menunjukkan bahwa umur perusahaan juga dapat diukur dari tahun pendirian suatu perusahaan.

Berdasarkan beberapa definisi yang telah diuraikan, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa umur perusahaan adalah lamanya waktu hidup suatu perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis, mampu bersaing dalam dunia usaha dan mampu mempertahankan kesinambungan usahanya serta merupakan bagian dari dokumentasi yang menunjukkan tujuan dari perusahaan tersebut.

2.3.8 Investasi Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang ingin berkembang atau melakukan ekspansi memerlukan dana untuk berinvestasi di berbagai hal, biasanya pada aktiva tetap atau penempatan pada perusahaan lain. Semakin besar investasi yang dilakukan oleh sebuah perusahaan maka semakin besar kebutuhan akan pendanaan dimana biasanya akan dilakukan melalui berhutang seperti yang diungkapkan Ramlall (2009)

Menurut Margaretha dan Ramadhan (2010) investasi tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Selain itu penelitian yang dilakukan Eldomiatty dan Azim (2008) dalam Margaretha dan Ramadhan (2010) menemukan bahwa hasil yang tidak signifikan terjadi pada variable investasi,

Penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) menemukan bahwa terdapat hasil yang negative yang artinya tidak terdapat pengaruh investasi terhadap struktur modal.

Namun menariknya penelitian oleh Ramlall (2009) menemukan hasil yang positif untuk *Leases* dan hasil yang negative untuk pinjaman (loan).

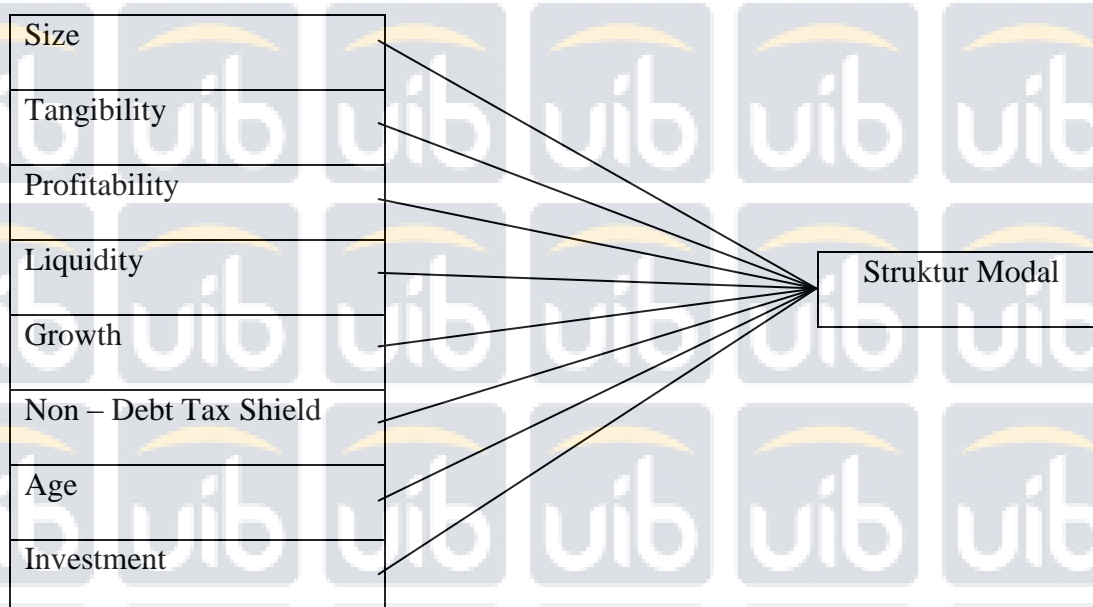
Perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil dengan pilihan investasi di masa yang akan datang (Myers dalam Smith dan Watts yang dikutip dari Setiarini, 2006). Pertumbuhan perusahaan adalah faktor yang diharapkan oleh investor sehingga perusahaan tersebut dapat memberikan imbal hasil yang diharapkan. Pertumbuhan perusahaan yang selalu meningkat dan bertambahnya nilai aset diharapkan dapat mendorong ekspektasi bagi investor karena kesempatan investasi dengan keuntungan yang diharapkan dapat tercapai. Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi.

Gaver & Gaver, (1993) dalam Norpratiwi, (2001), menyatakan bahwa keputusan investasi di masa depan tidak hanya pada proyek yang didanai dari kegiatan riset dan pengembangan, namun juga dengan kemampuan mengeksploitasi kesempatan memperoleh keuntungan. Proyek yang mampu mengeksploitasi kesempatan keuntungan adalah pada barang modal yang berhubungan langsung dengan kegiatan produksi atau operasional perusahaan yang dapat *generate* laba. Kole, (1991) dalam Norpratiwi, (2001) menyebutkan bahwa keputusan investasi diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal (*cost equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan.

2.4 Model Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian replikasi dari jurnal Farah Margaretha dan Aditya Rizky Ramadhan (2010). Model penelitian yang digambarkan oleh peneliti dapat dilihat pada gambar di bawah ini. Model penelitian penulis adalah sebagai berikut.

Gambar 2.1
 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Bagi Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia



Dari penelitian Farah Margaretha dan Aditya Rizky Ramadhan (2010) yang menggunakan variabel independen yang berupa *Size*, *Tangibility*, *Profitability*, *Liquidity*, *Growth*, *Non-Debt Tax Shield*, *Age*, *Investment*. Dan adapun variable dependen yang digunakan berupa *Capital Structure*, Di mana peneliti menggunakan tiga model perhitungan *Capital Structure* yang diukur dengan perhitungan sebagai berikut

1. $Total\ Leverage = Total\ Liabilities / Total\ Asset$
2. $Short\ Term\ Leverage = Short\ Term\ Liabilities / Total\ Asset$
3. $Long\ Term\ Leverage = Long\ term\ Liabilities / Total\ Asset$

2.4.1 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan uraian dan kerangka model di atas maka hipotesis untuk penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- H₁: Ukuran tidak memiliki pengaruh terhadap *Total Leverage* perusahaan .
- H₂: Ukuran tidak memiliki pengaruh terhadap *Short Term Leverage* perusahaan
- H₃: Ukuran memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Long Leverage* perusahaan .
- H₄: *Tangibility* tidak memiliki pengaruh terhadap *Total Leverage* perusahaan.
- H₅: *Tangibility* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *ShortTerm Leverage* perusahaan.
- H₆: *Tangibility* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Long Term Leverage* perusahaan.
- H₇: *Profitability* memiliki signifikan positif pengaruh terhadap *Total Leverage* perusahaan
- H₈: *Profitability* memiliki signifikan positif pengaruh terhadap *Short Term Leverage* perusahaan.
- H₉: *Profitability* tidak memiliki pengaruh terhadap *Long Term Leverage* perusahaan.
- H₁₀: *Liquidity* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Total Leverage* perusahaan.

H₁₁: *Liquidity* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Short Term Leverage* perusahaan.

H₁₂: *Liquidity* tidak memiliki pengaruh terhadap *Long Term Leverage* perusahaan.

H₁₃: *Growth* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Total Leverage* perusahaan.

H₁₄: *Growth* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Short Term Leverage* perusahaan.

H₁₅: *Growth* tidak memiliki pengaruh terhadap *Long Term Leverage* perusahaan.

H₁₆: *Non-debt tax shield* tidak memiliki pengaruh terhadap *Total Leverage* perusahaan.

H₁₇: *Non-debt tax shield* tidak memiliki pengaruh terhadap *Short Term Leverage* perusahaan.

H₁₈: *Non-debt tax shield* tidak memiliki pengaruh terhadap *Long Term Leverage* perusahaan.

H₁₉: *Age* tidak memiliki pengaruh terhadap *Total Leverage* perusahaan.

H₂₀: *Age* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Short Term Leverage* perusahaan.

H₂₁: *Age* tidak memiliki pengaruh terhadap *Long Term Leverage* perusahaan.

H₂₂: *Investment* tidak memiliki pengaruh terhadap *Total Leverage* perusahaan.

H₂₃: *Investment* tidak memiliki pengaruh terhadap *Short Term Leverage* perusahaan.

