

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

Landasan teori ini menjelaskan teori-teori yang mendukung hipotesis serta sangat berguna dalam analisis hasil penelitian. Landasan teori berisi pemaparan teori serta argumentasi yang disusun sebagai tuntuan dalam memecahkan masalah penelitian serta perumusan hipotesis.

##### **2.1.1 Biaya Modal**

Biaya modal bisa diartikan sebagai tingkat keuntungan yang diisyaratkan. Biaya modal merupakan salah satu elemen dalam analisis penganggaran modal (Hanafi, 2004). Salah satu tugas manajemen adalah menentukan kombinasi utang dan modal sendiri dalam struktur modal perusahaan. Diasumsikan perusahaan mempunyai rasio utang/modal sendiri yang tetap. Rasio D/E mencerminkan target struktur modal perusahaan. Dengan adanya kombinasi modal sendiri dan hutang, maka total COC merupakan gabungan beberapa return yang dibutuhkan untuk membayar para kreditor dan pemegang saham. Dengan kata lain, COC perusahaan mencerminkan baik biaya utang maupun biaya modal sendiri (Halim dan Sarwoko, 1995).

### 2.1.1.1 Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang

Biaya modal bisa didefinisikan sebagai tingkat keuntungan yang diharapkan atau tingkat keuntungan yang diisyaratkan. Jika kita melakukan analisis investasi, biaya modal akan digunakan sebagai discount rate dalam analisis NPV atau IRR. Biaya modal tersebut pada dasarnya merupakan biaya modal rata-rata tertimbang dari biaya modal individual (Hanafi, 2004). Untuk menghitung biaya modal rata-rata tertimbang tersebut kita harus melakukan beberapa langkah yaitu :

1. Mengidentifikasi Sumber-Sumber Dana

Secara umum ada dua jenis sumber dana yang paling sering digunakan, yaitu utang dan saham. Utang bisa terdiri atas utang bank atau utang melalui obligasi. Pemberi utang memperoleh kompensasi berupa bunga. Saham merupakan bentuk penyertaan. Saham bisa berupa *private placement* (penempatan dana tidak melalui pasar modal), bisa juga dengan membeli saham yang diperjualbelikan di pasar sekunder. Pendapatan saham berasal dari *dividen* dan *capital gain*. *Capital gain* adalah selisih antara harga jual dengan harga beli. Saham preferen mempunyai ciri-ciri gabungan antara utang dengan saham. Saham preferen adalah saham dan berhak memperoleh *dividen*, tetapi *dividen* tersebut bersifat tetap, sehingga mirip dengan bunga.

## 2. Menghitung Biaya Modal Individual

Menghitung biaya modal individual terbagi menjadi tiga jenis yaitu: 1). Biaya Modal Utang. Biaya modal utang merupakan tingkat keuntungan yang diisyaratkan yang berkaitan dengan penggunaan utang, karena bunga biasa dipakai sebagai pengurang pajak, biaya modal utang dihitung net pajak. 2). Biaya Modal Saham Preferen. Saham preferen mempunyai karakteristik gabungan antara utang dengan saham, karena merupakan bentuk kepemilikan (saham), tetapi *dividen* yang dibayarkan mirip dengan bunga karena bersifat tetap. 3). Biaya Saham Modal Biasa. Biaya modal saham lebih sulit dihitung karena melibatkan biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang tidak bisa diamati secara langsung.

## 3. Menghitung Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC)

Menghitung WACC terdiri dari dua unsur rumus yaitu: 1). Komposisi dan proporsi dari masing-masing jenis modal terhadap total modalnya: yang menunjukkan besarnya kontribusi jenis modal terhadap total modalnya. 2). Biaya-biaya modal dari masing jenis biaya modal. Hasil penjumlahan dari hasil perkalian besarnya porsi masing-masing jenis modal dengan biaya modal yang bersangkutan akan menghasilkan aapa yang dinamakan WACC (Sjahrial, 2009).

#### 4. Biaya Modal Saham Eksternal

Jika perusahaan menerbitkan saham baru, biaya emisi (*flotation cost*) akan muncul. Biaya tersebut dipakai untuk membayar biaya yang berkaitan dengan penerbitan saham, seperti biaya akuntan, mencetak saham, dan lainnya. Penerimaan kas bersih dengan demikian akan lebih kecil setelah biaya emisi tersebut dimasukkan.

##### **2.1.1.2 Biaya Modal Marginal dan Biaya Modal Rata-Rata**

Biaya modal rata-rata berbeda dengan biaya modal marginal. Biaya modal marginal merupakan biaya modal yang diperoleh sebagai akibat bertambahnya dana modal yang diperoleh (Hanafi, 2004). Dalam perhitungan biaya modal, biaya modal marginal adalah biaya modal yang relevan, karena biaya tersebut mencerminkan biaya dimasa mendatang. Biaya modal rata-rata mencerminkan informasi masa lampau, yang tidak relevan lagi. Tetapi dalam beberapa situasi kita menggunakan biaya modal masa lampau, karena beberapa alasan, seperti mudah dilakukan, biaya modal masa lampau bisa dipakai untuk estimasi biaya modal marginal. Perhitungan biaya modal di atas mengasumsikan penggunaan biaya modal marginal. Tetapi dalam praktek, biaya modal sering diestimasi berdasarkan laporan keuangan, yang berarti biaya modal diestimasi dengan menggunakan data masa lampau. Biasanya alasan kepraktisan menjadi pembenaran penggunaan data masa lampau (tidak mudah memperkirakan biaya modal marginal dalam beberapa situasi).

### 2.1.2 Pengertian Modal dan Struktur Modal

Suharli (2006) menyatakan bahwa "modal adalah jumlah utang yang diinvestasikan atau aktiva bersih perusahaan". Menurut Sawir (2005) "modal merupakan pendanaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham". Berdasarkan pengertian diatas, dapat dikatakan bahwa modal merupakan dana yang digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitya.

Menurut Weston dan Brigham (1990) struktur modal adalah pembiayaan permanen perusahaan, meliputi utang jangka panjang, saham preferen dan juga saham biasa, tanpa mengikutsertakan semua utang jangka pendek. Sedangkan Siegel dan K.Shim (2001) mengatakan struktur modal adalah komposisi saham biasa, saham preferen, dan berbagai kelas seperti itu, laba yang ditahan, dan utang jangka panjang yang dipertahankan oleh kesatuan usaha dalam mendanai aktiva.

Gitman (2003) menjelaskan bahwa struktur modal adalah gabungan antara utang jangka panjang dan modal yang harus dipertahankan perusahaan. Sehingga dapat dimengerti bahwa struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi financial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholders' equity*) yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan. Dan ini dipertegas oleh Jones bahwa struktur modal suatu perusahaan terdiri *long-term debt* dan *shareholder's equity*, dimana *stockholder equity* terdiri dari *preferred stock* dan *common equity*, dan *common equity* itu sendiri adalah terdiri dari *common stock* dan *retained earnings*.

Kebutuhan dana untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan dapat bersumber dari internal dan eksternal, dengan ketentuan sumber dana yang dibutuhkan tersebut bersumber dari tempat-tempat yang dianggap aman (*safety position*) dan jika dipergunakan memiliki nilai dorong dalam memperkuat struktur modal keuangan perusahaan. Dalam artian ketika dana itu dipakai untuk memperkuat struktur modal perusahaan, maka perusahaan mampu mengendalikan modal tersebut secara efektif dan efisien serta tepat sasaran.

Struktur modal merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan. Untuk mengukur struktur modal tersebut maka dapat digunakan beberapa teori yang menjelaskan struktur modal dalam suatu perusahaan. Saat ini berbagai perhitungan kinerja keuangan telah digunakan oleh berbagai perusahaan sebagai salah satu bentuk tindakan manajerial perusahaan. Di satu sisi, perhitungan tersebut harus memiliki tingkat korelasi yang tinggi dengan tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang sahamnya yang dapat dilihat dari harga perusahaan itu sendiri. Namun di sisi lain, harga saham tersebut banyak dipengaruhi faktor-faktor yang diluar batas kendali manajemen perusahaan.

### **2.1.3 Teori Struktur Modal**

Neraca perusahaan (*balance sheet*) yang terdiri dari sisi aktiva yang mencerminkan struktur kekayaan dan sisi pasiva sebagai struktur keuangan. Struktur modal sendiri merupakan bagian dari struktur keuangan yang dapat diartikan sebagai pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan

modal sendiri. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Menurut Weston dan Copeland (1996) struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya. Sedangkan menurut Van Horne dan Wachowicz (1998) struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa.

Pemenuhan kebutuhan dana dapat diperoleh melalui internal perusahaan maupun secara eksternal. Bentuk pendanaan secara internal (*internal financing*) adalah laba ditahan dan depresiasi. Pemenuhan kebutuhan yang dilakukan secara eksternal dapat dibedakan menjadi pembiayaan hutang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan hutang dapat diperoleh dengan melalui pinjaman, sedangkan modal sendiri melalui penerbitan saham baru.

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan (yang tercermin dari harga saham perusahaan), kalau keputusan investasi dan kebijakan deviden dipegang konstan. Dengan kata lain, seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah

keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, kalau perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti tidak ada struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan, atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik. Yang dimaksud dengan nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan, 2006). Teori mengenai struktur modal telah banyak dibicarakan oleh para peneliti. Berikut ini akan diuraikan mengenai teori-teori tersebut.

### **2.1.3.1 The Modigliani-Miller Model**

Teori mengenai struktur modal bermula pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Profesor Merton Miller (yang selanjutnya disebut MM) mempublikasikan artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis yaitu “*The Cost of capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*”. MM membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya (Brigham dan Houston, 2001). MM berpendapat bahwa dalam keadaan pasar sempurna maka penggunaan hutang adalah tidak relevan dengan nilai perusahaan, tetapi dengan adanya pajak maka hutang akan menjadi relevan. Namun, studi MM didasarkan pada sejumlah asumsi yang tidak realistis, antara lain (Brigham dan Houston, 2001);

1. Tidak ada biaya broker (pialang)
2. Tidak ada pajak
3. Tidak ada biaya kebangkrutan

4. Para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan.
5. Semua investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai peluang investasi perusahaan pada masa mendatang
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Pada tahun 1963, MM menerbitkan makalah lanjutan yang berjudul “*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*” yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengurangan pembayaran bunga sebagai beban, tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat dikurangkan. Perlakuan yang berbeda ini mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modalnya. MM membuktikan bahwa karena bunga atas hutang dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan meningkat sejalan dengan makin besarnya jumlah hutang dan nilainya akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai dengan hutang (Brigham dan Houston, 2001).

Hasil studi MM yang tidak relevan juga tergantung pada asumsi bahwa tidak ada biaya kebangkrutan. Namun, dalam praktek, biaya kebangkrutan bisa sangat mahal. Perusahaan yang bangkrut mempunyai biaya hukum dan akuntansi yang sangat tinggi, serta sulit menahan pelanggan, pemasok dan karyawan. Masalah yang terkait kebangkrutan cenderung muncul apabila perusahaan menggunakan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya (Brigham dan Houston, 2001). Apabila biaya

kebangkrutan semakin besar, tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham juga semakin tinggi. Biaya modal hutang juga akan semakin tinggi karena pemberi pinjaman akan membebankan bunga yang tinggi sebagai kompensasi kenaikan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan akan terus menggunakan hutang apabila manfaat hutang (penghematan pajak dari hutang) masih lebih besar dibandingkan dengan biaya kebangkrutan. Jika biaya kebangkrutan lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari hutang, perusahaan akan menurunkan tingkat hutangnya. Tingkat hutang yang optimal, dengan demikian modal yang optimal, terjadi pada saat tambahan penghematan pajak sama dengan tambahan biaya kebangkrutan (Hanafi, 2004).

#### **2.1.3.2 *Static Trade-Off Theory.***

Teori *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut. *Trade-off theory* dalam struktur modal pada intinya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperkenankan. Penggunaan hutang 100% sulit dijumpai dalam praktek dan ini ditentang oleh *trade-off theory*. Kenyataannya, semakin banyak hutang, semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

Dalam kenyataannya, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpeting adalah dengan semakin tingginya hutang, akan semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan. Sebagai contoh, semakin tinggi hutang semakin besar bunga yang dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar hutang.

Biaya kebangkrutan tersebut bisa cukup signifikan. Penelitian di luar negeri menunjukkan biaya kebangkrutan bisa mencapai sekitar 20% dari nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal (Hanafi, 2004) :

1. Biaya langsung: biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, biaya pengacara, biaya akuntan dan biaya lainnya yang sejenis.
2. Biaya tidak langsung: biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal. Misal, supplier barangkali tidak akan mau memasok barang karena mengkhawatirkan kemungkinan tidak terbayar.

Biaya lain dari peningkatan hutang adalah meningkatnya biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*). Teori keagenan mengatakan bahwa di perusahaan terjadi konflik antar pihak-pihak yang terlibat, seperti pihak pemegang hutang dengan pemegang saham. Jika hutang meningkat, maka konflik antara keduanya semakin meningkat, karena potensi kerugian pemegang hutang akan semakin meningkat. Dalam situasi tersebut, pemegang hutang akan semakin meningkatkan pengawasan

terhadap perusahaan. Pengawasan bisa dilakukan dalam bentuk biaya-biaya monitoring (persyaratan yang lebih ketat, menambah jumlah akuntan, dan sebagainya) dan bisa juga dalam bentuk kenaikan tingkat bunga.

Teori ini menyebutkan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara *interest tax shields* dengan *financial distress* dan *agency cost of leverage*. Model ini secara tidak langsung menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Hal ini berarti pengambilan keputusan dalam struktur modal hendaknya bersifat moderat dalam mempertimbangkan penggunaan dana maupun modal sendiri dan mempertimbangkan kedua instrument pembiayaan. *The trade-off model* memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tetapi melalui model ini menimbulkan adanya kemungkinan dalam penggunaan *leverage*, yaitu:

1. Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus terbebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang lebih besar.
2. Perusahaan dengan *tangible assets* dan *marketable assets* seperti *real estate* seharusnya dapat menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti *patent* dan *goodwill*. Hal ini disebabkan karena *intangible assets* lebih mudah kehilangan nilai

apabila terjadi *financial distress* dibanding *standard assets* dan *tangible assets*.

3. Perusahaan di negara dengan pajak tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih tinggi dalam struktur modal daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sehingga mengurangi pajak penghasilan.

Meskipun *trade-off theory* dalam struktur modal masih memberikan pandangan baru dalam struktur modal, tetapi teori tersebut tidak memberikan formula yang pasti yang bisa memberi petunjuk berapa tingkat hutang yang optimal. Dengan demikian, sampai saat ini teori ini belum berhasil memberikan penjelasan yang memuaskan mengenai tingkat hutang yang ideal.

#### **2.1.4 Debt Equity Ratio**

Siegel dan K. Shim (2001) mendefinisikan *debt equity ratio* sebagai "Ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor". Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio (DER)*. *DER* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap total *shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan.

*Total debt* merupakan total *liabilities* (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) sedangkan total *shareholder's equity* merupakan total modal sendiri (total

modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi atau struktur modal dari total pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *DER* menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (Robert, 1997).

*DER* dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio *DER*, maka semakin tinggi risiko yang akan terjadi pada perusahaan karena pendanaan perusahaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*), mengingat *DER* dalam perhitungannya adalah hutang dibagi dengan modal sendirinya, artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio *DER* diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang. Hal tersebut membuat perusahaan harus menanggung biaya atau beban modal yang besar, risiko yang ditanggung perusahaan juga meningkat apabila investasi yang dijalankan perusahaan tidak menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal. Oleh karena itu investor cenderung lebih tertarik pada tingkat *DER* tertentu yang besarnya kurang dari 1 karena jika lebih besar dari 1 menunjukkan risiko perusahaan semakin meningkat. Semakin besar *DER* menandakan struktur pendanaan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang relative terhadap ekuitas. Semakin besar *DER* mencerminkan risiko perusahaan yang relatif tinggi akibatnya para investor cenderung menghindari saham-saham yang memiliki nilai *DER* yang tinggi. Makin besar angka *DER* suatu

perusahaan maka manajemennya harus makin kerja keras untuk menjaga arus kas perusahaan. Risiko yang makin tinggi diharapkan memberikan laba yang juga lebih tinggi.

Hal ini bagi investor saham fundamental diperhitungkan sebagai pertimbangan saat membeli atau menjual saham. Dengan tingkat resiko yang makin tinggi maka investor fundamental akan menawar makin rendah harga sahamnya. Sebaliknya makin rendah angka *DER* suatu perusahaan investor fundamental akan menghargai makin tinggi karena tingkat resikonya yang lebih rendah. Investor akan lebih berani membeli saham dengan harga lebih tinggi dengan catatan semua kondisi sama.

### **2.1.5 Faktor-Faktor Struktur Modal**

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan struktur modal, diantaranya adalah *growth rate*, *profitability* dan *tangibility*. Masing-masing dijelaskan sebagai berikut :

#### **2.1.5.1 *Growth of Assets***

*Growth of assets* menurut Halim (2005) perubahan (tingkat pertumbuhan) tahunan dari total aktiva. Menurut Hanafi (2003) adalah sumber daya yang dikuasai oleh perusahaan sebagai akibat dari peristiwa masa lalu dan darinya manfaat ekonomi di masa depan diharapkan akan diraih oleh perusahaan. Bila persentase perubahan total aktiva dari suatu period ke periode berikutnya tinggi, maka semakin besar risiko yang akan ditanggung oleh pemegang saham. *Growth of assets* adalah rata-rata pertumbuhan kekayaan perusahaan. Bila kekayaan awal suatu perusahaan adalah tetap

jumlahnya, maka pada tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi berarti besarnya kekayaan akhir perusahaan tersebut semakin besar. Demikian pula sebaliknya. Pada tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi, bila besarnya kekayaan akhir tinggi berarti kekayaan awalnya rendah.

Perusahaan yang struktur assetnya fleksibel, cenderung menggunakan *leverage* yang fleksibel dimana adanya kecenderungan menggunakan *leverage* yang lebih besar daripada perusahaan yang struktur assetnya tidak fleksibel. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. *Floating cost* pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding pada emisi obligasi. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan asset yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya.

Asset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasi yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan, maka proporsi hutang akan semakin besar dibandingkan modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997). Disisi lain peningkatan proporsi hutang yang lebih besar daripada modal sendiri menunjukkan *debt to equity ratio* semakin besar.

Dengan demikian pertumbuhan asset diprediksi berpengaruh positif terhadap struktur modal.

#### **2.1.5.2 Profitability**

*Profitability* menurut Sartono (2001) adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. 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. Tingkat pengembalian yang sangat tinggi memungkinkan perusahaan tersebut untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2006). Beberapa penelitian yang pernah dilakukan khususnya penelitian empiris menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh berarti semakin rendah kebutuhan dana eksternal (hutang) sehingga semakin rendah pula struktur modal.

*Profitability* suatu perusahaan menunjukkan efektifitas manajemen perusahaan dalam memanfaatkan sumber dananya yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan maupun investasi perusahaan. Dengan kata lain, *profitability* perusahaan merupakan hasil akhir dari berbagai kebijakan dan keputusan yang dilakukan manajemen perusahaan.

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam perusahaan, yang pertama berasal dari laba ditahan, kedua dari utang, ketiga dari penerbitan saham. Jadi perusahaan yang memiliki tingkat *profitability* yang tinggi cenderung mempunyai rasio utang yang rendah karena lebih menyukai pembelanjaan internal dari laba ditahan (Titman dan Wessel, 1988).
2. Menurut Frank dan Goyal (2003) menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara tingkat *profitability* dengan tingkat utang.
3. Perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi cenderung menggunakan utang yang rendah, karena cenderung menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan. Jadi perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi akan lebih sedikit menggunakan hutang.

### **2.1.5.3 Tangibility**

Salah satu syarat yang harus dipenuhi untuk mendapatkan sumber dana eksternal adalah adanya aset yang berwujud adalah jumlah yang memadai untuk digunakan sebagai jaminan. Struktur aktiva dapat mempengaruhi sumber-sumber pembiayaan yang pada gilirannya akan berpengaruh terhadap penentuan struktur modal perusahaan. Struktur aktiva yang diukur oleh proporsi aktiva tetap terhadap total aktiva, memiliki hubungan positif terhadap struktur modal. Artinya apabila struktur aktiva mengalami peningkatan maka semakin tinggi pula jumlah utang dan semakin tinggi pula struktur modal perusahaan (Titman dan Wessels *dalam* Sartono, 2001).

Pengaruh *asset tangibility* adalah variabel yang penting dalam proses penentuan keuangan perusahaan. *Asset tangibility* dipandang sebagai jaminan (*collateral*) sehingga akan memberi sinyal positif kepada kreditur, apabila perusahaan terancam bangkrut maka perusahaan dapat menjual asset yang dimiliki. Akan lebih mudah bagi kreditur untuk melihat nilai pada *tangible asset* daripada *intangible asset*, karena pada *intangible asset* akan lebih mengandung informasi yang asimetris. Jika investasi yang dilakukan ternyata mengalami kegagalan, kreditur akan menuntut jaminan yang ditawarkan. Dengan demikian tingginya *asset tangibility* berbanding lurus dengan kenaikan tingkat utang perusahaan.

## **2.2 Penelitian Terdahulu**

1. Darminto dan Adler (2008) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel berjumlah 37 perusahaan Publik di Indonesia yang bergerak di sektor riil kelompok perusahaan industrialis, bukan sektor financial karena masalah struktur permodalan yang dianalisis dalam teori *capital structure* tidak relevan untuk perusahaan yang bergerak dibidang keuangan seperti perbankan, asuransi, *multi-finance*, dan sebagainya. Pengamatan dilakukan selama lima tahun, yaitu tahun 2002-2006. Variabel yang diteliti adalah tingkat *leverage* periode sebelumnya, nilai *tangible fixed assets* yang bisa dijadikan jaminan, biaya depresiasi yang mendatangkan keuntungan pajak, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan ukuran besarnya perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat *leverage* periode sebelumnya merupakan variabel yang secara statistik paling signifikan dan berkorelasi

negatif dengan perubahan *leverage* tahun sebelumnya. Variabel tingkat profitabilitas dan biaya depresiasi terbukti berkorelasi negatif dengan tingkat *leverage*, tetapi secara statistik tidak signifikan. Demikian pula tingkat pertumbuhan perusahaan berkorelasi positif dengan tingkat *leverage*, tetapi juga tidak signifikan secara statistik. Variabel lain yang cukup signifikan adalah ukuran besarnya perusahaan dan kemampuan perusahaan menyediakan jaminan pinjaman, yang keduanya berkorelasi positif dengan tingkat *leverage* perusahaan.

2. Joni dan Lina (2010) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel berjumlah 43 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan sub sampel sebanyak 118 laporan keuangan. Pengamatan dilakukan selama tiga tahun, yaitu 2005-2007. Variabel yang diteliti adalah pertumbuhan aktiva (*Growth*), ukuran perusahaan (*Size*), profitabilitas (ROA), risiko bisnis, deviden (DPR), dan struktur aktiva (FAR). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hanya pertumbuhan aktiva dan struktur aktiva yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal (*leverage*), sedangkan ukuran perusahaan, profitabilitas, *deviden*, dan struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal (*leverage*).
3. Yahya (2011) melakukan penelitian pada perusahaan telekomunikasi yang terdaftar pada BEI selama lima tahun, yaitu tahun 2006-2010. Variabel yang digunakan adalah *leverage* keuangan (DAR) yang memiliki hubungan yang kuat dengan profitabilitas perusahaan.

4. Murhadi (2012) menguji determinan struktur modal pada semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek masing-masing negara yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand, Singapura, dan Vietnam dengan periode pengamatan 2006-2010. Sampel dalam penelitian ini adalah 70 perusahaan yang tergabung dalam sektor pertambangan yang bersumber pada Osiris Database dengan berdasarkan pada klasifikasi *North American Industry Classifications System (NAICS)* seri 2007 dengan kode 211111-213115. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, *tangibility*, pertumbuhan dan *nondebt tax shield*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas dan pertumbuhan berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang, sedangkan ukuran perusahaan dan *tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap hutang. Berbeda dengan penghematan pajak yang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap hutang.
5. Hapsari (2010) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel 16 perusahaan manufaktur sektor *automotive* dan *allied* yang terdaftar di BEI. Pengamatan dilakukan selama tiga tahun, yaitu 2006-2008. Variabel yang diteliti adalah ukuran perusahaan (*size*), risiko bisnis (*business risk*), pertumbuhan asset (*growth*), dan kemampuan laba (*profitability*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*size*), risiko bisnis (*business risk*), dan kemampuan laba (*profitability*) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan pertumbuhan asset (*growth*) berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

6. Kartika (2009) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel 71 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2004-2006. Variabel yang diteliti adalah risiko bisnis, struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur aktiva, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal hanya risiko bisnis yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
  
7. Febriyanti (2010) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2008 dengan 45 sampel perusahaan dan 135 sub sampel data perusahaan. Variabel yang diteliti adalah struktur aktiva, peluang pertumbuhan, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, sedangkan peluang pertumbuhan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.

Tabel 2.1 Matriks Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil
1	Darminto dan Adler (2008)	Pengujian Teori <i>Trade-Off</i> dan <i>Pecking Order</i> dengan Satu Model Dinamis Pada Perusahaan Publik di Indonesia.	tingkat <i>leverage</i> periode sebelumnya, nilai <i>tangible fixed assets</i> yang bisa dijadikan jaminan, biaya depresiasi yang mendatangkan keuntungan pajak, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan ukuran besarnya perusahaan	Tingkat leverage periode sebelumnya merupakan variabel yang secara statistik paling signifikan dan berkorelasi negatif dengan perubahan <i>leverage</i> tahun sebelumnya. Variabel tingkat profitabilitas dan biaya depresiasi terbukti berkorelasi negatif dengan tingkat <i>leverage</i> , tetapi secara statistik tidak signifikan. Demikian pula tingkat pertumbuhan perusahaan berkorelasi positif dengan tingkat <i>leverage</i> , tetapi juga tidak signifikan secara statistik. Variabel lain yang cukup signifikan adalah ukuran besarnya perusahaan dan kemampuan perusahaan menyediakan jaminan pinjaman, yang keduanya berkorelasi positif dengan tingkat <i>leverage</i> perusahaan
2	Joni dan Lina (2010)	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal.	Pertumbuhan aktiva (Growth), ukuran perusahaan (Size), profitabilitas (ROA), risiko bisnis, deviden (DPR), dan struktur aktiva (FAR).	Hanya pertumbuhan aktiva dan struktur aktiva yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal ( <i>leverage</i> ), sedangkan ukuran perusahaan, profitabilitas, <i>dividen</i> , dan struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal ( <i>leverage</i> ).

3	Yahya (2011)	Analisis Pengaruh Leverage Keuangan Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Telekomunikasi Yang Terdaftar di BEI	<i>leverage</i> keuangan (DAR)	<i>leverage</i> keuangan (DAR) yang memiliki hubungan yang kuat dengan profitabilitas perusahaan.
4	Murhadi (2012)	Determinan Struktur Modal Studi di Asia Tenggara	profitabilitas, ukuran perusahaan, <i>tangibility</i> , pertumbuhan dan <i>nondebt tax shield</i> ..	Profitabilitas dan pertumbuhan berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang, sedangkan ukuran perusahaan dan <i>tangibility</i> berpengaruh positif signifikan terhadap hutang. Berbeda dengan penghematan pajak yang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap hutang.
5	Hapsari (2010)	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI ( Studi pada <i>Automotive and Allied Product</i> )	Ukuran perusahaan ( <i>size</i> ), risiko bisnis ( <i>business risk</i> ), pertumbuhan asset ( <i>growth</i> ), dan kemampuan laba ( <i>profitability</i> ).	ukuran perusahaan ( <i>size</i> ), risiko bisnis ( <i>business risk</i> ), dan kemampuan laba ( <i>profitability</i> ) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan pertumbuhan asset ( <i>growth</i> ) berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
6	Kartika (2009)	Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Di BEI	Risiko bisnis, struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan.	Struktur aktiva, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal hanya risiko bisnis yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

7	Febriyanti (2010)	Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ45 Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2008.	Struktur aktiva, peluang pertumbuhan, profitabilitas dan ukuran perusahaan.	struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, sedangkan peluang pertumbuhan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.
---	-------------------	---	---	---

Sumber : Jurnal yang telah dipublikasikan

Berdasarkan atas penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian ini menerapkan pendekatan pada *Trade-Off Theory* yang memiliki rasio hutang lebih tinggi, periode pengamatan yang dilakukan yaitu tahun 2012-2014, penelitian ini menggunakan 3 variabel independen, yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan serta penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur sektor *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### 2.3 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan *static trade-off theory*, *growth of assets* berpengaruh signifikan dan memiliki arah hubungan yang positif terhadap *debt equity ratio* suatu perusahaan, artinya apabila *growth of assets* suatu perusahaan mengalami kenaikan maka *debt equity ratio* juga akan mengalami tingkat kenaikan karena peningkatan asset 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.

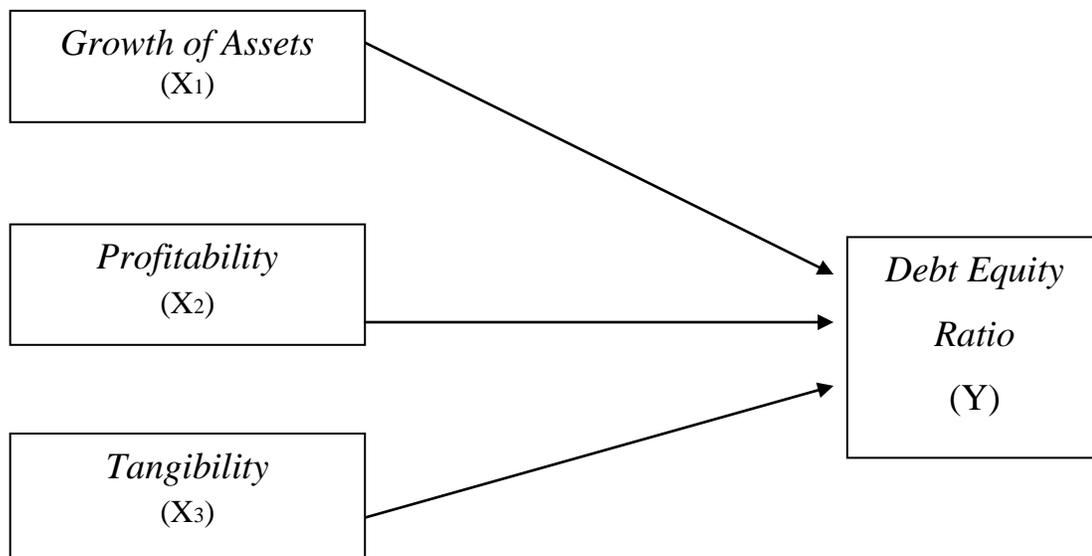
Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Disisi lain peningkatan proporsi hutang yang lebih besar daripada modal sendiri menunjukkan *debt equity ratio* semakin besar.

Menurut *static trade-off theory*, profitabilitas berpengaruh signifikan dan memiliki arah hubungan negatif terhadap *debt equity ratio*, artinya apabila terjadi kenaikan pada profitabilitas maka *debt equity ratio* mengalami penurunan begitu juga sebaliknya, perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan perusahaan dengan profit yang tinggi cenderung menggunakan lebih banyak pinjaman untuk memperoleh manfaat pajak. Hal ini karena pengurangan laba oleh bunga pinjaman akan lebih kecil dibandingkan apabila perusahaan menggunakan modal yang tidak dikenai bunga, namun penghasilan kena pajak akan lebih tinggi. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

*Tangibility* berpengaruh signifikan dan memiliki arah hubungan yang positif terhadap *debt equity ratio*, artinya jika *asset tangibility* mengalami kenaikan maka *debt equity ratio* juga mengalami kenaikan, karena berdasarkan *static trade-off theory*, Perusahaan yang memiliki aset nyata lebih banyak akan memiliki posisi yang lebih baik ketika melakukan pinjaman. Aset nyata tersebut dapat digunakan sebagai

jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditor. Bila perusahaan gagal dalam memenuhi kewajibannya, maka aset tersebut akan disita oleh kreditor untuk melunasi kewajiban, namun pihak perusahaan peminjam dapat selamat dari kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki aset nyata yang besar, diharapkan risiko kegagalannya menjadi lebih rendah dan hal ini memungkinkannya untuk menggunakan lebih banyak utang.

Berikut ini disajikan bagan kerangka pikir untuk memudahkan memahami kerangka pikir di dalam penelitian ini:



**Gambar 1.1 Bagan Kerangka Pikir**

## 2.4 Hipotesis

Secara sederhana, hipotesis bisa diartikan sebagai pernyataan sementara terhadap suatu rumusan penelitian. Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan yang masuk ke dalam kelompok perusahaan manufaktur sektor *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2012 sampai tahun 2014.

Berdasarkan tinjauan teoritis dan kerangka pemikiran yang telah diuraikan sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah:

1. H<sub>01</sub> : *Growth of assets* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap *debt equity ratio*.  
  
H<sub>a1</sub> : *Growth of assets* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *debt equity ratio*.
2. H<sub>02</sub> : *Profitability* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap *debt equity ratio*.  
  
H<sub>a2</sub> : *Profitability* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *debt equity ratio*.
3. H<sub>03</sub> : *Tangibility* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap *debt equity ratio*.

- H<sub>a3</sub> : *Tangibility* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *debt equity ratio*.
4. H<sub>04</sub> : *Growth of assets, profitability* dan *tangibility* secara simultan berpengaruh tidak signifikan terhadap *debt equity ratio*.
- H<sub>a4</sub> : *Growth of assets, profitability, dan tangibility* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *debt equity ratio*.