

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. Pengertian Modal dan Struktur Modal

Suharli (2006:34) menyatakan bahwa “modal adalah jumlah uang yang diinvestasikan atau aktiva bersih perusahaan”. Menurut Sawir (2005:10) “modal merupakan pendanaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham”. Berdasarkan pengertian di atas, dapat dikatakan bahwa modal merupakan dana yang digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitasnya.

Salah satu keputusan pembelanjaan adalah keputusan untuk menentukan struktur modal yang bertujuan mencapai keseimbangan yang optimum antara penggunaan utang jangka panjang dan modal sendiri untuk mencapai nilai perusahaan yang maksimum. Pengertian struktur modal menurut Keown, *et al* (2002:337) adalah kombinasi sumber dana jangka panjang yang digunakan perusahaan berupa utang jangka panjang, saham preferen dan juga saham biasa. Sejalan dengan Keown, menurut Weston dan Brigham (1990:150) struktur modal adalah pembiayaan permanen perusahaan, meliputi utang jangka panjang, saham preferen dan juga saham biasa, tanpa mengikutsertakan semua utang jangka pendek.

Gitman (2003:516) menjelaskan bahwa struktur modal adalah gabungan antara utang jangka panjang dan modal yang harus dipertahankan oleh perusahaan.

Berdasarkan pengertian struktur modal yang telah dijabarkan di atas, dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah sumber pembiayaan permanen perusahaan yang merupakan perpaduan antara utang jangka panjang dan modal sendiri yang berupa saham biasa dan saham preferen.

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 saham perusahaan itu sendiri. Namun di sisi lain, harga saham tersebut banyak dipengaruhi faktor-faktor yang di luar batas kendali manajemen perusahaan. Oleh karenanya, investor berupaya untuk mendapatkan cara pengukuran kinerja yang terbaik.

B. Teori Struktur Modal

Menurut Weston dan Copeland (1996:19) struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Berbagai teori struktur keuangan dapat memberikan landasan berpikir dalam menganalisis komposisi pendanaan eksternal dan internal. Struktur modal yang optimal adalah suatu keseimbangan komposisi struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, perubahan tingkat kapitalisasi modal sendiri dan

utang setelah perubahan tingkat *financial leverage* dapat menyebabkan nilai total perusahaan meningkat.

Perkembangan teori struktur modal modern bermula pada 1958, ketika dua profesor, yaitu Franco Modigliani dan Merton Miller yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan ketika ia beroperasi di dalam pasar yang efisien, dimana seluruh informasi dapat diperoleh siapa saja tanpa biaya yang signifikan serta tidak adanya pajak dan biaya-biaya transaksi. Namun demikian, pada kenyataannya perusahaan beroperasi pada pasar yang kurang efisien. Penelitian-penelitian berikutnya di bidang keuangan kemudian mengembangkan kerangka teori ini dengan mempertimbangkan faktor-faktor penyebab inefisiensi pasar ke dalam penjelasan keputusan struktur modal perusahaan.

a. Trade Off Theory

Teori ini disebut juga dengan *balancing theory*. *Trade off theory* yang dikemukakan oleh Bradley *et al* (1984) dalam Frank and Goyal (2007:11) ini mengatakan bahwa target utang antara perusahaan satu dengan yang lain berbeda. Menurut Birgham *et.al* (1998:298) dalam teori *trade-off*, setiap perusahaan harus menetapkan target struktur modalnya, yaitu pada posisi keseimbangan biaya dan keuntungan *marginal* dari pendanaan dengan utang, sebab pada posisi itu nilai perusahaan menjadi maksimum. Berdasarkan teori ini juga, menggunakan semakin banyak utang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham (ekuitas) dan juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan.

Pada prakteknya, manajemen perusahaan berupaya membuat keseimbangan bauran sumber dana perusahaan pada struktur modal tertentu untuk menjaga risiko finansial perusahaan pada tingkat tertentu yang dianggap aman. Sejauh manfaat utang masih lebih besar, utang akan ditambah. Akan tetapi apabila risiko yang muncul akibat penggunaan utang lebih besar dibandingkan manfaat yang ada, maka utang tidak boleh ditambah lagi.

Menurut *trade off model*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan utang dengan biaya kesulitan keuangan akibat penggunaan utang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain (*trade off*). Pada tingkat utang yang optimal diharapkan nilai perusahaan akan mencapai tingkat optimal, dan sebaliknya terjadi tingkat perubahan utang sampai melewati tingkat optimal atau biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan/*financial distress cost* lebih besar daripada efek *interest tax shield*, utang akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan. Teori *trade off* ini mengakui adanya tingkat utang yang ditargetkan. Dalam teori ini disebutkan bahwa manfaat utama utang yaitu:

- a) Biaya bunga sebagai pengurang dalam perhitungan laba kena pajak.
- b) Meningkatkan *Return on Equity* (ROE) lebih tinggi, karena jumlah modal sendiri yang ditanam lebih sedikit.

Berdasarkan teori Modigliani dan Miller, semakin besar utang yang digunakan, semakin tinggi nilai perusahaan. Model Modigliani dan Miller mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Struktur

modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang disebut *trade-off*.

Perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan. Penggunaan utang mengakibatkan peningkatan EBIT (*earning before interest and tax*) yang mengalir ke investor, jadi semakin besar utang perusahaan, semakin tinggi nilainya dan harga saham perusahaan.

b. Pecking Order Theory

Model lain yang membahas mengenai struktur modal adalah teori *pecking order*. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Teori yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984 ini menjelaskan urutan prioritas para manajer dalam menentukan sumber pendanaannya. Preferensi manajer dinyatakan dalam urutan sumber pendanaan yang dimulai dari pendanaan internal sebagai sumber utama. Pilihan prioritas berikutnya adalah utang, dan yang terakhir berupa penerbitan saham. *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal.

- a) Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal

tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.

- b) Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu utang yang paling rendah risikonya, turun ke utang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
- c) Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung rugi.
- d) Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan bertumbuh, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

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

Model *pecking order theory* memfokuskan pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. *Pecking order theory* mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh informasi yang asimetris.

Kalau bisa memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh sorotan dan publisitas publik sebagai akibat penerbitan saham baru. Dasar pemikirannya didasarkan pada penjelasan berikut ini:

- a) Para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun mereka enggan untuk menerbitkan saham ketika percaya saham mereka adalah *undervalued*.
- b) Investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak dan mereka mencoba menerbitkan sesuai waktu yang tepat
- c) Para manajer mengintegrasikan keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai *bad news*, dan perusahaan dapat menerbitkan ekuitas hanya pada harga *discount*.
- d) Perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi *pecking order theory* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan bertumbuh yang baik, karena saham tidak dapat dijual pada *fair price*.
- e) Pertimbangan biaya emisi, biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama.

Struktur modal perusahaan memiliki beberapa komponen yaitu (Riyanto, 2001):

a. Modal Asing

Menurut Riyanto (2001:227) modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara dan bagi perusahaan modal tersebut merupakan utang yang pada saatnya harus dibayar kembali. Modal asing dapat dibagi menjadi tiga, yaitu:

1. Utang jangka pendek, yaitu utang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian besar utang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan yaitu kredit yang diperlukan untuk melakukan usahanya. Jenis-jenis utang jangka pendek adalah:

a. Kredit rekening koran

Merupakan kredit yang diberikan oleh bank kepada perusahaan dengan batas *plafond* tertentu dimana perusahaan mengambilnya tidak sekaligus melainkan sedikit demi sedikit sesuai dengan kebutuhannya dan bunga yang dibayar hanya untuk dana yang sudah diambil saja meskipun perusahaan meminjam melebihi jumlah tersebut.

b. Kredit penjual

Kredit ini terjadi apabila penjualan produk dilakukan secara kredit. Penjual menerima pembayaran harga dari barang yang dijual beberapa waktu setelah pembeli menerima barang yang diserahkan. Pelaku kredit penjualan biasanya adalah perusahaan industri, sedangkan perusahaan yang menerima adalah perusahaan perdagangan.

c. Kredit pembeli

Kredit pembeli merupakan kredit yang diberikan oleh perusahaan sebagai pembeli kepada pemasok dari bahan mentahnya. Pembeli membayar harga barang yang dibelinya terlebih dahulu, setelah beberapa hari barulah pembeli memperoleh barang yang dibelinya.

d. Kredit Wesel

Kredit wesel terjadi apabila suatu perusahaan mengeluarkan surat pengakuan utang yang berisikan kesanggupan untuk membayar sejumlah uang tertentu dan pada saat tertentu. Setelah ditandatangani, surat tersebut diuangkan di bank. Perolehan uang yang didapat sebesar yang tertera dalam surat tersebut dikurangi dengan bunga sampai jatuh tempo.

2. Utang jangka menengah, yaitu utang yang jangka waktunya satu sampai sepuluh tahun. Bentuk-bentuk utang jangka menengah adalah:

a. Term Loan

Merupakan kredit usaha yang umurnya lebih dari setahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kredit dibayar dengan angsuran tetap selama periode tertentu, misalnya setiap bulan, semester, kuartal atau tahun.

b. Leasing

Merupakan suatu cara mendapatkan jasa dari suatu aktiva tetap yang pada masa waktu tertentu dan dapat dimiliki apabila diinginkan sesuai dengan kontrak yang disepakati

3. Utang jangka panjang, yaitu utang yang jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Jumlah utang, baik utang jangka pendek maupun jangka panjang di dalam neraca akan menunjukkan besarnya modal pinjaman yang digunakan dalam operasi perusahaan. Pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dibandingkan dengan utang jangka pendek.

Bentuk-bentuk utang jangka panjang adalah:

a. Pinjaman Obligasi

Merupakan pinjaman uang untuk jangka panjang, dimana debitur mengeluarkan surat pengakuan utang yang mempunyai nominal tertentu.

b. Pinjaman Hipotik

Merupakan pinjaman jangka panjang dimana kreditur diberi hak hipotek terhadap suatu barang tidak bergerak. Hal ini bertujuan apabila kreditur tidak memenuhi kewajibannya, barang tersebut dapat dijual dan dari hasil penjualan tersebut dapat dipergunakan untuk menutupi tagihannya.

Mengukur besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai oleh kreditur (*debt ratio*) dilakukan dengan cara membagi total utang jangka panjang dengan total aset. Semakin tinggi *debt ratio*, semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan didalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Beberapa hal yang menjadi pertimbangan manajemen sehingga memilih untuk menggunakan utang adalah sebagai berikut:

1. Biaya utang terbatas, walaupun perusahaan memperoleh laba besar, jumlah bunga yang dibayarkan besarnya tetap.
2. Hasil yang diharapkan lebih rendah daripada saham biasa.
3. Tidak ada perubahan pengendalian atas perusahaan bila pembiayaan memakai utang.
4. Pembayaran bunga merupakan beban biaya yang dapat mengurangi pajak

b. Modal Sendiri

Berkaitan dengan besarnya risiko yang ditanggung perusahaan apabila menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya, maka perusahaan seringkali menitikberatkan susunan modalnya dengan penggunaan modal sendiri. Keuntungan dari memiliki saham perusahaan bagi pemilik adalah kontrol terhadap perusahaan. Namun, *return* yang dihasilkan dari saham tidak pasti dan pemegang saham adalah pihak pertama yang menanggung risiko perusahaan.

Dua hal tersebut merupakan *opportunity cost* atas modal sendiri. Modal sendiri adalah modal yang berasal dari dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak diketahui. Modal sendiri atau ekuitas merupakan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo. Bentuk-bentuk modal sendiri menurut Riyanto (2001: 240) adalah:

1. Modal saham

Merupakan penanaman modal terhadap suatu perusahaan dan akan mendapatkan bunga dalam bentuk deviden yang waktunya ditentukan oleh perusahaan dan sewaktu-waktu pemilik saham dapat menjual sahamnya. Jenis-jenis saham adalah:

a) Saham biasa

Saham biasa adalah saham yang diterbitkan suatu perusahaan yang hanya terdiri dari satu macam saham saja. Pemegang saham biasa memiliki hak kontrol, hak menerima pembagian keuntungan, hak preentif dan hak klaim

sis. Dalam pembagian dividen, saham biasa menempatkan pemiliknya paling junior dibandingkan dengan saham preferen. Demikian pula terhadap hak harta kekayaan perusahaan setelah dilikuidasi. Pemilik perusahaan adalah pemegang saham biasa yang menginvestasikan uangnya dengan harapan mendapat pengembalian di masa yang akan datang. Fungsi saham biasa adalah untuk membiayai perusahaan, menentukan pembagian laba, alat untuk mengadakan fungsi perusahaan dan alat menguasai perusahaan.

b) Saham preferen

Saham preferen memberikan para pemegang sahamnya beberapa hak istimewa yang menjadikannya lebih diprioritaskan daripada pemegang saham biasa. Saham preferen mempunyai sifat gabungan (*hybrid*) antara obligasi (*bond*) dan saham biasa. Seperti obligasi yang membayar bunga atas pinjaman, saham preferen juga memberikan hasil yang tetap berupa dividen preferen. Seperti saham biasa, dalam hal likuidasi, klaim pemegang saham preferen dibawah klaim pemegang obligasi. Oleh karena itu, perusahaan tidak memberikan saham preferen dalam jumlah yang banyak.

c) Saham preferen kumulatif

Apabila pada tahun sebelumnya pemegang saham preferen kumulatif tidak mendapatkan dividen yang disebabkan oleh kerugian perusahaan, maka ketika perusahaan telah memperoleh keuntungan pemegang saham dapat menuntut pembagian dividen.

2. Laba ditahan

Modal internal perusahaan didapat salah satunya dari laba yang ditahan yaitu keuntungan yang diperoleh perusahaan yang ditahan (tidak dibayarkan sebagai dividen), apabila kegunaannya belum ditentukan oleh perusahaan.

Dari keterangan struktur modal yang digunakan pada perusahaan di atas, utang menjadi suatu permasalahan utama terhadap sistem pendanaan perusahaan, karena pada dasarnya perusahaan yang berdasarkan prinsip syariah pun juga meminjam dana kepada bank atau kreditur yang pada umumnya sistem pengembaliannya berdasarkan kepada tingkat bunga yang sudah ditetapkan pada saat meminjam.

C. Faktor-Faktor Struktur Modal

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan struktur modal, diantaranya adalah *asset tangibility*, *growth*, *size*, *profitability*, *financial deficit* dan *leverage* tahun sebelumnya. Masing-masing dijelaskan sebagai berikut:

1) *Asset Tangibility*

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) *Growth*

Growth adalah kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi di masa yang akan datang. Berdasarkan teori *trade off*, menurut Myers (1977) seperti dikutip oleh Hamidi (2004:277) hubungan yang negatif antara *growth* dengan tingkat utang dikarenakan adanya *assymetric information*, sehingga dibutuhkan *extra premium* untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal dengan tidak memperhatikan kualitas dari proyek yang akan dikerjakan. Dalam masalah penggunaan utang, *extra premium* mencerminkan tingginya keuntungan yang diharapkan. Perusahaan yang berada pada tingkat *growth* yang tinggi akan membutuhkan biaya yang besar apabila menggunakan utang untuk membiayai investasinya. Perusahaan yang memiliki utang yang besar akan menolak kesempatan investasi karena adanya ketidakpastian.

- a. Menurut Fama dan French (2002:5) sesuai dengan POT, perusahaan yang peduli dengan masa mendatang dan sejalan dengan pendanaan yang dilakukan, maka kesempatan pertumbuhan akan tinggi sehingga perusahaan berusaha menggunakan utang dengan risiko yang rendah untuk mengantisipasi investasi di masa yang akan datang atau dengan menerbitkan saham.
- b. Menurut Myers (1977) dalam Correa (2007:3) "*firms with high growth rates might not optimize their investments and creditors could be reluctant to lend their long-term resource.*"

c. Menurut Goyal, Lehn, Racic (2002) dikutip oleh Frank dan Goyal (2003:22) perusahaan dengan tingkat kesempatan pertumbuhan yang rendah akan ditandai dengan tingginya tingkat utang. Apabila tingkat pertumbuhannya turun, maka perusahaan akan meningkatkan tingkat utang.

3) *Size*

Ukuran perusahaan dapat digunakan untuk menganalisis masalah *assymetric information* yang ada antara manajemen dan pihak pasar modal. Umumnya pasar modal memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar daripada perusahaan yang lebih kecil, karena pada perusahaan yang berukuran besar akan lebih banyak lembaga dan analisis umum yang memiliki informasi tentang suatu perusahaan. Situasi ini akan mengurangi masalah *assymetric information*.

- a. Menurut Myers dan Majluf (1984) seperti dikutip Santi (2003:247) perusahaan dengan ukuran lebih besar akan lebih mudah untuk mendapatkan akses pada pasar keuangan, karena berkaitan dengan laporan keuangan perusahaan, sehingga biaya utang akan lebih kecil daripada perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil, dengan asumsi semua sama.
- b. Menurut Frank dan Goyal (2003:10) perusahaan yang memiliki reputasi yang baik pada pasar utang akan memiliki biaya informasi yang lebih kecil ketika meminjam dana. Oleh karena itu perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan semakin memiliki banyak utang.

4) *Profitability*

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.

- a. Menurut Donaldson (1961) dikutip oleh Titman dan Wessel (1988:6) 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.
- b. Menurut Frank dan Goyal (2003:17) menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara tingkat *profitability* dengan tingkat utang.
- c. Menurut Myers dan Majluf (1984) seperti dikutip Santi (2003:247) 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 utang.

5) Defisit Pendanaan Internal

Menurut Chirinko dan Singha (2000) dalam Christianti (2008:4) dalam penelitiannya menunjukkan koefisien *pecking order* secara signifikan lebih kecil dari satu, bahkan ketika perusahaan mengambil keputusan pendanaan secara hierarki sesuai dengan POT. Secara rasional, jika defisit perusahaan

besar, perusahaan mungkin mempunyai keterbatasan untuk menggunakan utang dan harus mendanai defisitnya yang tersisa dengan ekuitas.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) dalam Adrianto (2007:10) menemukan bahwa defisit pendanaan internal signifikan mempengaruhi perubahan tingkat utang perusahaan. Perusahaan dengan defisit pendanaan internal akan melakukan pinjaman dari utang. Begitupun saat terjadi surplus, perusahaan akan menggunakannya untuk membayar utang. Jadi, bisa dikatakan bahwa defisit pendanaan internal berbanding lurus dengan tingkat utang perusahaan.

6) Tingkat Utang Jangka Panjang Pada Periode Sebelumnya

Teori *pecking order* memprediksi bahwa tingkat utang di masa lalu tidak berpengaruh terhadap kebutuhan utang saat ini. Sebaliknya, teori *trade off* memprediksi hubungan yang berkebalikan antara variabel ini dengan perubahan tingkat utang jangka panjang. Teori *trade off* menyatakan bahwa tingkat utang di masa lalu signifikan pengaruhnya dengan hubungan yang berkebalikan.

D. Penelitian Terdahulu

a.) Liono (2009)

Liono melakukan penelitian tentang interdependensi kebijakan deviden, *financial leverage* dan investasi dengan melakukan pengujian teori *pecking order*. Berdasarkan hasil pengolahan data penelitian dengan menggunakan metode *three stage least square* (3 SLS) untuk melihat pengaruh antara kebijakan deviden (*deviden yield*), *financial leverage* dan investasi

menunjukkan adanya pengaruh di antara kebijakan deviden terhadap *financial leverage*, investasi terhadap kebijakan deviden, *financial leverage* terhadap kebijakan deviden, *financial leverage* terhadap investasi dan investasi terhadap *financial leverage*. Sedangkan untuk kebijakan deviden terhadap investasi menunjukkan tidak ada pengaruh yang negatif. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, perusahaan dalam industri makanan dan minuman periode 2002-2007 tidak mengikuti *pecking order theory*. Hal ini ditunjukkan melalui hasil penelitian yang di mana kebijakan deviden terhadap investasi tidak berpengaruh negatif dan sebaliknya investasi terhadap kebijakan deviden berpengaruh negatif.

b.) Correa, Basso dan Nakamura (2007)

Correa, Basso dan Nakamura melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan terbesar di Brazil. Dengan menggunakan *pecking order theory* dan *trade off theory*, mereka menguji keabsahan empiris dari teori-teori ini dalam skala lokal. Penelitian ini menggunakan metode data panel dengan *growth*, *tangible assets*, *size*, *profitability*, *risk*, *business industry* dan *capital origin* sebagai variabelnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *pecking order theory* lebih konsisten daripada *trade off theory* dalam menjelaskan struktur modal dari perusahaan-perusahaan terbesar di Brazil.

c.) Christianti (2006)

Christianti melakukan penelitian tentang pengaruh dari beberapa perubahan faktor (*assets tangibility*, *growth*, *profitability*, *volatily* dan *flexibility*) yang diidentifikasi dengan teori struktur modal dalam perusahaan (utang jangka

pendek dan utang jangka panjang). Penelitian ini menggunakan pendekatan *Structural Equation Modelling* (SEM) dengan memakai *path diagram*. Berdasarkan hasil pengolahan *path diagram* dengan menggunakan AMOS, atribut *assets tangibility*, *growth* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa baik atribut *assets tangibility*, *growth* dan *profitability* mendukung hipotesis POT. Namun, untuk atribut *earning volatility* menunjukkan hasil yang tidak mendukung baik hipotesis STO maupun POT. Hal ini menunjukkan bahwa dalam hubungannya dengan volatilitas laba, perusahaan manufaktur di BEJ masih cenderung menggunakan *leverage* yang tinggi ketika *earning volatility* tinggi. Kemungkinan hal ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara *insider* dengan *outsider* yang menyebabkan terjadinya *agency cost equity*.

d.) Adrianto (2007)

Adrianto melakukan penelitian dengan menguji teori *pecking order* pada perusahaan-perusahaan LQ45. Metode yang digunakan adalah *period fixed effects model* dengan *White's robust errors* dan *Period SUR*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa defisit pendanaan internal bukanlah satu faktor utama yang menentukan perubahan tingkat hutang jangka panjang perusahaan. Profitabilitas dan tingkat utang di masa lalu juga menunjukkan pengaruh yang kuat. Hasil ini membuktikan bahwa perusahaan tidak hanya mendasarkan keputusan pendanaan berdasarkan hierarki pendanaan seperti yang diprediksi oleh teori ini. Pertimbangan tinggi rendahnya tingkat utang di masa lalu juga merupakan faktor yang penting. Lebih lanjut, defisit pendanaan internal tidak

memiliki respon satu-satu terhadap perubahan tingkat utang jangka panjang, mengindikasikan bahwa defisit pendanaan internal tidak selalu didanai dari utang. Saham masih sangat mungkin diterbitkan, bahkan ketika perusahaan masih memiliki kapasitas untuk menerbitkan utang. Kesimpulannya, bukti empiris pada perusahaan LQ45, yang relatif memiliki masalah asimetri informasi yang lebih rendah daripada perusahaan terbuka lainnya, belum dapat dibuktikan. Penentuan teori struktur modal mana yang sesuai sangat bergantung pada kondisi perusahaan tersebut.

e.) Darminto dan Adler (2008)

Darminto dan Adler melakukan penelitian tentang pengujian teori *trade-off* dan *pecking order* pada perusahaan publik di Indonesia. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio utang, *collateral value of asset*, *non debt tax shield*, *profitability*, *growth*, *size* dan *deficit cash flow*. Dengan metode analisis regresi didapat hasil dari penelitian ini yaitu variabel yang signifikan (pada tingkat keyakinan lebih dari 95%) mempengaruhi perubahan *debt ratio* adalah konstanta, *debt ratio* periode sebelumnya, *non debt tax shield* dan faktor *size* perusahaan, sedang lainnya kurang signifikan.

f.) Harjanti dan Tandelilin (2007)

Hajanti dan Tandelilin melakukan penelitian bertujuan untuk menguji pengaruh variabel bebas *firm size*, *tangible asset*, *growth opportunity*, *profitability*, dan *business risk* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Melalui model *Structural Equation Modelling* (SEM), simpulan yang diperoleh adalah *firm size* berhubungan positif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, *tangible assets* tidak berpengaruh

terhadap *leverage* perusahaan namun ada kecenderungan negatif, tidak ditemukan bukti bahwa *growth opportunity* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan, profitabilitas berhubungan negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, tidak ditemukan bukti bahwa *business risk* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

Tabel 2. Matriks Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil
1	Liono, Utami, Wijaya (2009)	Interdependensi kebijakan deviden, <i>financial leverage</i> dan investasi dengan melakukan pengujian <i>pecking order theory</i>	Kebijakan deviden (<i>deviden yield</i>), <i>financial leverage</i> dan investasi	<i>Three Stage Least Square</i> (3 SLS)	Perusahaan dalam industri makanan dan minuman periode 2002-2007 tidak melakukan <i>pecking order theory</i> . Hal ini ditunjukkan melalui hasil penelitian yang di mana kebijakan deviden terhadap investasi tidak berpengaruh negatif dan sebaliknya investasi terhadap kebijakan deviden berpengaruh negatif
2	Correa, Basso, Nakamura (2007)	What Determines The Capital Structure of The Largest Brazilian Firms? An Empirical Analysis Using Panel Data	<i>Growth, tangible assets, size, profitability, risk, business industry, dan capital origin</i>	Panel data	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa <i>pecking order theory</i> lebih konsisten daripada <i>trade off theory</i> dalam menjelaskan struktur modal dari perusahaan-perusahaan terbesar di Brazil.

3	Christianti (2006)	Penentuan perilaku kebijakan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis <i>Static Trade Off</i> atau <i>Pecking Order Theory</i> .	<i>Assets tangibility, growth, profitability, volatility, flexibility</i> dan <i>leverage</i> perusahaan.	<i>Structural Equation Modelling (SEM)</i>	Atribut <i>assets tangibility, growth</i> dan <i>profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> perusahaan, yang menunjukkan mendukung hipotesis POT. Namun atribut <i>earning volatility</i> menunjukkan hasil yang tidak mendukung baik hipotesis POT maupun STO, yang menunjukkan bahwa dalam hubungannya dengan volatilitas laba, perusahaan manufaktur di BEJ masih cenderung menggunakan <i>leverage</i> yang tinggi ketika <i>earning volatility</i> tinggi.
4	Adrianto Arifin (2007)	Pengujian Teori <i>Pecking Order</i> pada Perusahaan-perusahaan Nonkeuangan LQ45 Periode 2001-2005	<i>Assets tangibility, growth, profitability, firm size</i> , defisit pendanaan internal dan utang jangka panjang.	<i>Period fixed effect model</i> .	Defisit pendanaan internal bukanlah satu faktor utama yang menentukan perubahan tingkat utang jangka panjang perusahaan, melainkan juga profitabilitas dan tingkat utang di masa lalu. Defisit pendanaan internal tidak selalu didanai dari utang. Jadi <i>pecking order</i> belum dapat dibuktikan sesuai pada seluruh kondisi perusahaan.

5	Darminto dan Adler (2008)	Pengujian Teori <i>Trade Off</i> dan <i>Pecking Order</i> dengan Satu Model Dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia.	Rasio utang, <i>collateral value of assets</i> , <i>non debt tax shield</i> , <i>profitability</i> , <i>growth</i> , <i>size</i> dan <i>deficit cash flow</i> .	Regresi	Variabel yang signifikan (pada tingkat keyakinan 95%) mempengaruhi perubahan <i>debt ratio</i> adalah konstanta, <i>debt ratio</i> periode sebelumnya, <i>non debt tax shield</i> dan faktor <i>size</i> perusahaan, sedangkan faktor lainnya kurang signifikan.
6	Harjanti dan Eduardus (2007)	Pengaruh <i>firm size</i> , <i>tangible asset</i> , <i>growth opportunity</i> , <i>profitability</i> , dan <i>business risk</i> terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia: Studi Kasus BEJ	<i>Firm size</i> , <i>tangible asset</i> , <i>growth opportunity</i> , <i>profitability</i> dan <i>business risk</i> terhadap struktur modal.	<i>Structural Equation Modelling</i> (SEM).	<i>Firm size</i> berhubungan positif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> perusahaan, <i>tangible assets</i> tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan namun adakecenderungan negatif, tidak ditemukan bukti bahwa <i>growth opportunity</i> berpengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan, profitabilitas berhubungan negatif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> perusahaan, tidak ditemukan bukti bahwa <i>business risk</i> berpengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan.

Sumber : Jurnal yang telah dipublikasikan

Berdasarkan atas penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu terletak pada faktor-faktor yang

mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan, objek dan periode penelitian yang digunakan. Faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian ini adalah *asset tangibility*, *growth*, *firm size*, *profitability*, *financial deficit* dan *leverage t-1*. Objek penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sedangkan periode penelitian ini yaitu tahun 2008 sampai 2012.

E. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan *trade off theory*, terdapat hubungan yang positif antara *asset tangibility* dengan tingkat utang suatu perusahaan. Menurut Titman dan Wessel (1988) dalam Correa (2007:3) berdasarkan *trade off theory*, *asset tangibility* dapat digunakan oleh perusahaan untuk memperoleh utang, karena dapat dijadikan jaminan untuk mendukung utang. 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.

Menurut Gomes dan Leal (2001) dalam Correa (2007:3) berdasarkan *pecking order theory*, terdapat hubungan yang positif antara *growth* dengan tingkat utang perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi, yang memerlukan lebih banyak modal daripada yang dapat mereka hasilkan (melalui penjualan barang maupun jasa), dan akan cenderung mencari modal yang dibutuhkan untuk perluasan perusahaan. Di lain pihak, Myers (1977) dalam Correa (2007:3) berpendapat bahwa perusahaan dengan tingkat *growth* yang tinggi mungkin tidak mengoptimalkan investasi mereka dan kreditur akan

segitu untuk menanamkan modal mereka. Selanjutnya, Titman dan Wessel (1988) menarik perhatian kepada fakta bahwa *growth opportunity* bisa dilihat sebagai *intangible asset* / harta tak terlihat, yang tidak bias dijadikan jaminan utang. Oleh karena itu penggunaan utang akan terbatas pada perusahaan seperti ini, yang menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan kurang menggunakan utang. Untuk alasan inilah, perusahaan akan cenderung untuk menjaga *leverage* agar tetap rendah, agar mampu untuk meraih kesempatan baru bila tiba saatnya. Perusahaan yang peduli dengan masa mendatang dan sejalan dengan pendanaan yang dilakukan, maka kesempatan pertumbuhan akan tinggi sehingga perusahaan berusaha menggunakan utang dengan risiko yang rendah untuk mengantisipasi investasi di masa yang akan datang atau dengan menerbitkan saham.

Dari perspektif *Trade-Off Theory* menurut Modigliani dan Miller (1963) dalam Correa (2007:3) perusahaan yang *profitable* lebih banyak menggunakan utang, karena mereka mengambil keuntungan dari pengurangan bunga pajak. Selain itu, *track record* profitabilitas perusahaan di masa lalu bias menjadi indikator dari profitabilitas di masa yang akan datang, dan kreditur akan merasa lebih yakin untuk memberikan pinjaman yang lebih besar, karena mereka percaya bahwa perusahaan tidak akan mengalami masalah dalam mengembalikan pinjaman tersebut. Menurut *pecking order theory*, terdapat hubungan yang negatif antara tingkat *profitability* suatu perusahaan dengan tingkat utang yang dimiliki. Perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi akan cenderung menggunakan utang yang rendah, karena cenderung menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan. Sumber pendanaan internal akan lebih dahulu digunakan. Kemudian

sumber dari pihak ketiga yang berupa utang, dan terakhir dengan menerbitkan saham baru. Karena itu diharapkan perusahaan yang paling *profitable* akan berada pada situasi yang lebih baik dalam pembiayaan sendiri dan beralih dengan lebih sedikit menggunakan utang. Karenanya, POT menyatakan adanya hubungan negatif antara tingkat *leverage* dengan profitabilitas perusahaan, karena semakin *profitable* perusahaan akan semakin menghindari penggunaan utang. Jadi, perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi akan lebih sedikit menggunakan utang.

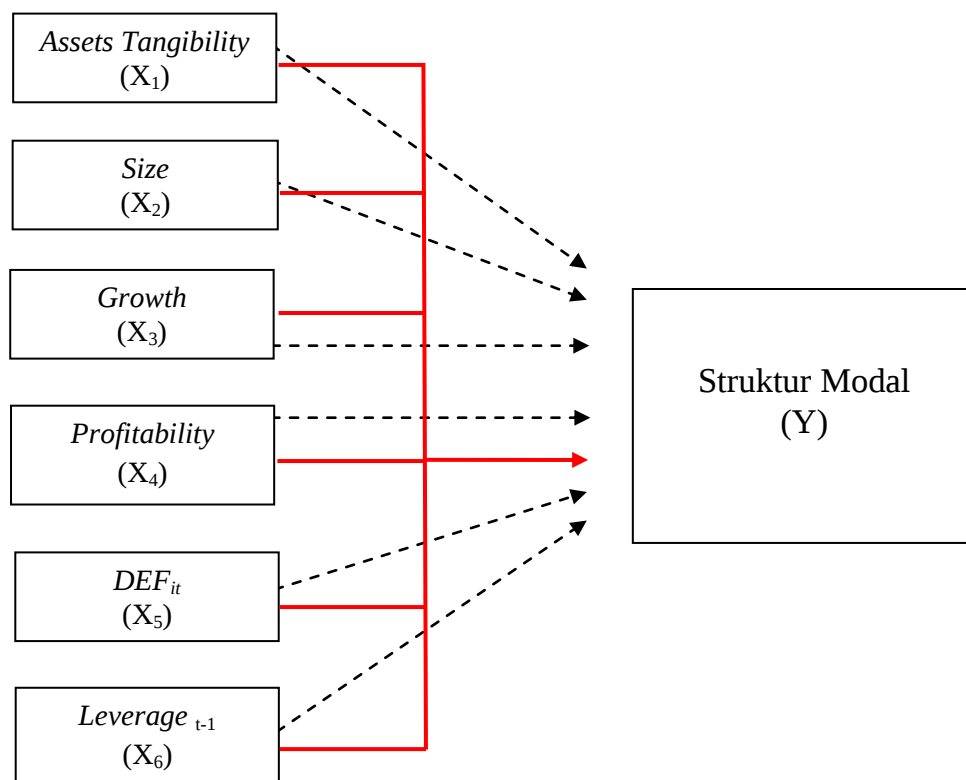
Berdasarkan *trade off theory*, terdapat hubungan yang positif antara *firm size*/ukuran perusahaan dengan tingkat utang perusahaan dengan tingkat utang yang dimiliki. Menurut Titman dan Wessel (1988) serta Rajan dan Zingales (1995) dalam Correa (2007:3) perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar akan lebih terdiferensiasi, memiliki reputasi yang baik pada pasar utang dan memiliki biaya informasi yang lebih sedikit ketika meminjam dana sehingga perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan semakin memiliki banyak utang. Ukuran perusahaan ini mengurangi biaya kebangkrutan yang diasosiasikan dengan *leverage* dan untuk alasan ini kapasitas *leverage* dari perusahaan besar seharusnya lebih besar daripada perusahaan-perusahaan kecil.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) dalam Adrianto (2007:10) menggunakan defisit pendanaan internal sebagai variabel bebas untuk menguji teori *pecking order*. Perusahaan yang memiliki defisit pendanaan internal akan melakukan pendanaan internal. Sebaliknya, ketika terjadi surplus pendanaan internal digunakan untuk membayar utang untuk menjaga kapasitas utang perusahaan. Dengan demikian,

teori ini memprediksi bahwa defisit pendanaan internal memiliki hubungan searah dengan perubahan tingkat utang jangka panjang.

Tingkat utang jangka panjang pada periode lalu pada *pecking order theory* diprediksi tidak berpengaruh terhadap kebutuhan utang saat ini. Namun pada *trade off theory*, diprediksi adanya hubungan yang negatif antara variabel ini dengan perubahan tingkat utang jangka panjang. Perusahaan dengan tingkat utang yang terlalu tinggi di masa lalu akan mengurangi tingkat utangnya pada masa sekarang untuk mencapai target utang optimalnya, begitu pula sebaliknya.

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



Gambar 1. Bagan Kerangka Pikir

F. 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 kebijakan struktur modal perusahaan yang masuk ke dalam kelompok perusahaan LQ 45 periode tahun 2008 sampai tahun 2012.

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

1. H_0 : *Assets Tangibility* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
 H_a : *Assets Tangibility* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
2. H_0 : *Profitability* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
 H_a : *Profitability* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
3. H_0 : *Growth* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
 H_a : *Growth* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
4. H_0 : *Size* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
 H_a : *Size* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

5. H_0 : *Financial Deficit* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
 H_a : *Financial Deficit* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
6. H_0 : *Leverage* tahun sebelumnya secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
 H_a : *Leverage* tahun sebelumnya secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
7. H_0 : *Assets Tangibility, Profitability, Growth, Firm Size, Financial Deficit* dan *Leverage* tahun sebelumnya secara simultan berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.
 H_a : *Assets Tangibility, Profitability, Growth, Firm Size, Financial Deficit* dan *Leverage* tahun sebelumnya secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
8. H_0 : *Trade Off Theory* lebih dominan berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.
 H_a : *Pecking Order Theory* lebih dominan berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.