

BAB. II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasa Teori

2.1.1. Pengertian Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan hubungan apakah tersedianya sumber dana dan biaya modal yang berlainan serta ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan dan biaya modal (Husnan dan Enny Pudjiatuti (1994)). Menurut Weston dan Copeland (1996;68) mengatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Sedangkan Siegel & Shim (1999;69) mengatakan *capital struktur* (struktur modal) adalah komposisi saham biasa, saham preferen dan berbagai kelas seperti itu, laba yang ditahan, utang jangka panjang yang dipertahankan oleh kesatuan usaha dalam mendanai aktiva.

Fleksibilitas nilai suatu perusahaan pada dasarnya tergantung pada perkiraan seberapa besar arus dana di masa datang dan tingkat pemulihan sebagai pengembalian (kapasitalisasi) dari arus dana tersebut. Tingkat biaya modal yang dikeluarkan oleh perusahaan mencerminkan tingkat pemulihan bagi investor.

Adapun secara umum struktur modal terdiri atas :

a. Hutang jangka panjang (*long term debt*)

Yaitu hutang yang masa jatuh tempo pelunasannya lebih dari sepuluh tahun.

Komponen ini terdiri dari : hutang hipotik dan obligasi.

b. Modal sendiri (*equity*)

Yang terdiri dari saham preferen, saham biasa dan laba ditahan.

Untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan kita dapat melihat dari segi sumber-sumber dana perusahaan. Jika kebutuhan dana untuk membiayai aktivitas yang bersifat jangka pendek (*short term expenditures*) dan jika untuk membiayai aktivitas bersifat jangka panjang maka lebih baik diambil dari yang bersumber pengeluaran jangka panjang (*long term expenditures*).

Struktur modal merupakan hal penting dalam sebuah perusahaan, dimana didalamnya terdapat perpaduan antara utang beserta ekuitas atau biasa diartikan sebagai perimbangan antara modal asing dan modal sendiri. Modal asing terdiri dari utang jangka panjang maupun utang jangka pendek. Sedangkan modal sendiri terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Optimal tidaknya struktur modal terletak dalam satu rentang tertentu untuk setiap perusahaan dan pemahaman konsep struktur modal membantu manajer keuangan untuk mengidentifikasi faktor utama yang mempengaruhi struktur modal yang optimal.

2.1.2 Teori Yang Berkaitan dengan Struktur modal

Ada beberapa teori yang berkaitan dengan struktur modal yaitu :

a. Pendekatan Laba Bersih, Pendekatan Laba Operasi Bersih dan Pendekatan Tradisional

David Durand (1952) mengemukakan teori berdasarkan pendekatan laba bersih, pendekatan laba operasi bersih dan pendekatan tradisional. Dalam ketiga pendekatan ini, diasumsikan bahwa pajak perusahaan adalah nol.

Pendekatan yang pertama yaitu pendekatan laba bersih mengasumsikan tingkat kapitalisasi laba yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utang dengan tingkat biaya utang yang konstan pula. Karena laba dan tingkat biaya utang yang konstan, maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, semakin kecil biaya modal rata-rata tertimbangnya. Oleh karena itu, jika biaya modal rata-rata tertimbang semakin kecil akibat penggunaan utang yang besar, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Tetapi persoalannya adalah dalam hal ini sebaiknya perusahaan menggunakan seratus persen utang untuk memaksimumkan nilai perusahaan.

Pendekatan Kedua adalah pendekatan laba operasi bersih ini berasumsi bahwa investor memiliki reaksi berbeda terhadap penggunaan utang perusahaan, karena melihat biaya modal rata-rata tertimbang bersifat konstan berapapun tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Oleh karena itu, asumsi pertama yakni biaya utang konstan. Kedua, penggunaan utang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan resiko

perusahaan. Artinya bahwa ketika perusahaan menggunakan utang yang lebih besar, maka pemilik saham akan memperoleh bagian laba yang semakin kecil.

Pendekatan ketiga adalah pendekatan tradisional. Pendekatan ini banyak dianut oleh para praktisi dan akademis. Pendekatan Tradisional mengamsusikan bahwa perubahan struktur modal yang optimal dan peningkatan nilai total perusahaan melalui penggunaan *financial leverage* (utang dibagi modal sendiri). Hasil dari pendekatan tradisional memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham yang tertinggi.

b. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Tahun 1958, Franco Modigliani dan Merton Miller (selanjutnya disebut MM) menerbitkan salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. MM membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur modalnya. Dengan kata lain, hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Modigliani dan Miller menentang pendekatan tradisional dengan menawarkan tingkat kapitalisasi perusahaan yang konstan. MM berpendapat bahwa resiko total bagi seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun mengalami perubahan, karena nilai investasi total perusahaan tergantung dari keuntungan

dan resiko, sehingga nilai perusahaan tidak berubah walaupun struktur modalnya berubah. Akan tetapi, studi MM didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut:

- a. tidak ada biaya pialang,
- b. tidak ada pajak,
- c. tidak ada biaya kebangkrutan,
- d. investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan,
- e. semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan dimasa depan,
- f. EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan utang.

Pada tahun 1963, MM menerbitkan artikel sebagai lanjutan teori MM tahun 1958. Asumsi yang diubah adalah adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan. Dengan adanya pajak ini, MM menyimpulkan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Implikasi teori ini adalah perusahaan sebaiknya menggunakan utang sebanyak-banyaknya.

Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai utang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat utang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya dan hal tersebut diabaikan oleh MM.

c. Teori Trade-off

Model *trade-off* mengasumsikan bahwa profitabilitas merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan utang dengan biaya yang

akan timbul sebagai akibat penggunaan utang tersebut. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan utang sudah lebih besar, maka tambahan utang sudah tidak diperbolehkan. *Trade-off theory* telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax*, dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih struktur modal tertentu. Biaya kebangkrutan tersebut bisa cukup signifikan.

Biaya tersebut terdiri dari 2 (dua) hal, yaitu :

a. Biaya Langsung

Yaitu, biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, biaya pengacara atau biaya lainnya yang sejenis.

b. Biaya Tidak Langsung

Yaitu, biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

d. Teori *Pecking Order*

Pada tahun 1961, seorang akademisi Donald Donaldson melakukan pengamatan terhadap perilaku profitabilitas di Amerika Serikat.

Pengamatannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan tinggi ternyata cenderung menggunakan utang yang lebih rendah.

Pada tahun 1984 Myers dan Majluf mengemukakan mengenai teori *pecking*

order, mereka menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian utang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir (J. Fred Weston dan Thomas E. Copeland, 2010). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan.

Perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena utang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi utang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham.

2.2. Pengertian Profitabilitas

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Menurut beberapa ahli pengertian profitabilitas, antara lain:

- a. menurut Helfert (2003:126)

“profitability is the effectiveness with which management has employed both the total assets and the net assets as recorded on the balance sheet”.

b. menurut Greuning (2005:29)

“profitabilitas adalah suatu indikasi atas bagaimana margin laba suatu perusahaan berhubungan dengan penjualan, modal rata-rata, dan ekuitas saham biasa rata-rata”.

Berdasarkan beberapa pengertian dari para ahli sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Ukuran profitabilitas perusahaan dapat berbagai macam seperti : laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/asset, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Robert (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas atau rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Rasio ini dapat dibagi atas enam jenis yaitu :

1) *Gross Profit Margin (GPM)*

Gross Profit Margin (GPM) berfungsi untuk mengukur tingkat pengembalian keuntungan kotor terhadap penjualan bersihnya. GPM dapat diketahui dengan perhitungan sebagai berikut :

$$GPM = \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Net Sales}}$$

Gross profit adalah *net sales* dikurangi dengan harga pokok penjualan, sedangkan *net sales* adalah total penjualan bersih selama satu tahun. Nilai GPM berada diantara 0 dan 1. Nilai GPM semakin mendekati satu, maka berarti semakin efisien biaya yang dikeluarkan untuk penjualan dan semakin besar juga tingkat pengembalian keuntungan.

2) *Net Profit Margin (NPM)*

NPM berfungsi untuk mengukur tingkat kembalian keuntungan bersih terhadap penjualan bersihnya (Robert, 1997)

$$\text{NPM} = \frac{\text{Net Income After Tax}}{\text{Net Sales}}$$

Nilai NPM ini juga berada diantara 0 dan satu. Nilai NPM semakin besar mendekati satu, maka berarti semakin efisien biaya yang dikeluarkan dan juga berarti semakin besar tingkat kembalian keuntungan bersih.

3) *Operating Return On Assets (OPROA)*

OPROA digunakan untuk mengukur tingkat kembalian dari keuntungan operasional perusahaan terhadap seluruh asset yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasional tersebut.

$$\text{OPROA} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Average Total Asset}}$$

Operating income merupakan keuntungan operasional atau disebut juga laba usaha. *Average total assets* merupakan rata-rata dari *total asset* awal tahun dan akhir tahun. Jika *total asset* awal tahun tidak tersedia, maka total asset akhir tahun dapat digunakan.

4) *Return On Assets (ROA)*

ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan asset yang

dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting diantara rasio profitabilitas yang ada. ROA kadang-kadang disebut juga *Return on Investment* (ROI)

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Income After Tax}}{\text{Average Total Asset}}$$

5) *Earning Power*

Earning Power adalah hasil kali *net profit margin* dengan perputaran asset. *Earning Power* merupakan tolak ukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan asset yang digunakan. Rasio ini menunjukkan pula tingkat efisiensi investasi yang nampak pada tingkat perputaran asset. Apabila perputaran asset meningkat dan *net profit margin* tetap maka *earning power* juga meningkat. Dua perusahaan mungkin akan mempunyai *earing power* yang sama meskipun perputaran asset dan *net profir margin* keduanya berbeda.

6) *Return on equity* (ROE)

Return on equity (ROE) merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah asset bersih perusahaan. *Return on equity* atau *return on net worth* mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan (Sartono, 2001). ROE secara eksplisit memperhitungkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* bagi pemegang saham biasa setelah memperhitungkan bunga (biaya

utang) dan biaya saham preferen. Apabila terdapat kenaikan permintaan saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung akan menaikkan harga saham tersebut di pasar modal (Sartono, 2001):

2.3. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan merupakan proksi volatilitas operasional dan *inventory controlability* yang seharusnya dalam skala ekonomis besarnya perusahaan menunjukkan pencapaian operasi lancar dan pengendalian persediaan (Mukhlisin, 2002). Sedangkan Sidharta (2000) mengatakan, “Ukuran perusahaan diproksikan dari penjualan bersih (*net sales*) dan total penjualan mengukur besarnya perusahaan”. Biaya-biaya yang mengikuti penjualan cenderung lebih besar, maka perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi cenderung memilih kebijakan akuntansi yang mengurangi laba. Secara umum, perusahaan besar yang memiliki peluang investasi sebaiknya menetapkan rasio pembayaran yang lebih rendah, yang berarti menahan lebih banyak laba dari pada perusahaan besar yang memiliki peluang investasi yang lemah. Jika ada ketidakpastian yang besar dalam arus kas bebas (*free cashflow*), yang didefinisikan sebagai arus kas operasi perusahaan dikurangi investasi ekuitas yang diwajibkan, maka yang terbaik bagi perusahaan adalah bersikap konservatif dan menetapkan dividen tunai masa berjalan rendah. (Brigham dan Houston, 2001).

Weston (1985) mengatakan, “Dalam pemilihan cara pembiayaan, perusahaan besar yang sahamnya dimiliki oleh banyak orang akan memilih penambahan penjualan saham biasa karena penjualan ini tidak akan banyak mempengaruhi

pengendalian perusahaan”. Sebaliknya perusahaan kecil mungkin lebih senang menghindari penerbitan saham biasa dalam usahanya untuk tetap mengendalikan perusahaan sepenuhnya. Dalam perusahaan kecil terdapat keyakinan prospek perusahaan dan laba yang diperoleh besar, sehingga sering bersedia mengambil utang yang tinggi (dalam Trisusilowati, 2006).

2.4. Penelitian terdahulu

Struktur modal dan profitabilitas memiliki hubungan yang tidak dapat diabaikan, dimana keduanya memiliki hubungan yang saling mempengaruhi satu dan lainnya. Hal itu dikarenakan perusahaan memerlukan peningkatan profitabilitas agar dapat bertahan hidup jangka panjang dan nantinya berpengaruh pada nilai perusahaannya. Di antaranya tentang besar kecilnya nilai yang dikeluarkan perusahaan untuk kebutuhan sosial dan lingkungan perusahaan, pembayaran bunga utang dikurangkan pajak, dan penambahan utang dalam struktur modal akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Pemilik sebuah perusahaan mungkin dapat mempergunakan utang yang berjumlah relatif besar untuk membatasi manajernya. Ancaman kebangkrutan disebabkan oleh tingkat rasio utang yang tinggi. Untuk itu, perusahaan diharapkan lebih berhati-hati dan tidak menghambur-hamburkan uang para pemegang saham.

Kebanyakan pengambilalihan perusahaan dan pembelian melalui utang dirancang untuk meningkatkan efisiensi dengan mengurangi arus kas bebas yang tersedia bagi para manajer (Brigham & Houston, 2004). Berkaitan dengan profitabilitas, Gill *et al.*, (2011) menemukan hubungan positif antara utang jangka pendek, utang

jangka panjang, dan total utang terhadap profitabilitas. Roden dan Lewellen (dalam Gill *et al.*, 2011) mengumpulkan data dengan menggunakan 107 perusahaan di Amerika Serikat. Mereka menggunakan data untuk periode sepuluh tahun dari tahun 1981 hingga 1990. Melalui analisis regresi, mereka menemukan hubungan positif antara profitabilitas dan total utang sebagai presentase dari total pembelian. Wald (dalam Gill *et al.*, 2011) menggunakan data Worldscope tahun 1993 yang telah ditetapkan, untuk mengumpulkan data tentang perusahaan dari 40 negara. Total ukuran sampel Wald adalah lebih dari 3.300 perusahaan tertutup untuk Amerika Serikat saja. Melalui analisis regresi, Wald menemukan bahwa adanya korelasi negatif antara *leverage* dan profitabilitas.

Kemudian dilanjutkan penelitian Chiang *et al.* (2002), mereka mengumpulkan data yang berkaitan dengan 18 pengembang dan 17 kontraktor dari Hongkong dengan menggunakan Data Stream (data base keuangan elektronik). Hasil studi empiris mereka melalui analisis regresi mengindikasikan bahwa profitabilitas dan struktur modal saling terkait. Abor J (2005) mengambil sampel 22 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Ghana selama periode lima tahun (1998-2002) ditemukan :

1. Hubungan positif antara rasio utang jangka pendek terhadap total asset dan *Return On Equity*.
2. Hubungan negatif antara rasio utang jangka panjang terhadap total asset dan keuntungan *Return On Equity*.
3. Asosiasi positif antara rasio total utang pada total asset dan *Return On Equity*.

Selain itu, mereka juga menemukan bahwa adanya hubungan positif antara:

- i) Ukuran perusahaan dan profitabilitas, dan
- ii) Pertumbuhan penjualan dan profitabilitas

Penelitian yang dilakukan oleh Denise dan Robert (2009), menemukan bahwa strategi investasi yang berdasarkan kepemilikan modal dari dalam perusahaan (modal sendiri) memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas perusahaan, artinya jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari dana yang dipinjam dari pada yang harus dibayar sebagai bunga, maka hasil pengembalian berupa profit untuk para pemilik akan meningkat. Selain itu, ada pula penelitian yang telah dilakukan sebelumnya mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Diantaranya adalah pada tahun 1958 Modigliani dan Miller (MM) menunjukkan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, bukti tersebut dengan berdasarkan serangkaian asumsi antara lain, tidak ada biaya broker (pialang), tidak ada pajak, tidak ada kebangkrutan, para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, semua investor mempunyai informasi yang sama, EBIT tidak dipengaruhi oleh biaya utang. Hasil tersebut menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tidak relevan, MM juga memberikan petunjuk agar struktur modal menjadi relevan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Pada tahun 1963, MM menerbitkan makalah lanjutan yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengurangan bunga sebagai beban, tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak

dapat dikurangi. Hasil penelitian mendorong perusahaan untuk menggunakan utang dalam struktur modal. Kesimpulan ini diubah oleh Miller ketika memasuki efek dari pajak perseroan. Miller berpendapat bahwa investor bersedia menerima pengembalian atas saham sebelum pajak yang relatif rendah dibandingkan dengan pengembalian atas obligasi sebelum pajak (Brigham dan Houston, 2001). Hasil-hasil MM yang tidak relevan juga tergantung pada asumsi tidak adanya biaya kebangkrutan. Perusahaan yang bangkrut mempunyai biaya hukum dan akuntansi yang tinggi, dan mereka juga sulit untuk menahan pelanggan, pemasok dan karyawan. Bahkan kebangkrutan sering memaksa suatu perusahaan melikuidasi atau menjual hartanya dengan harga dibawah harga normal.

Biaya yang terkait dengan kebangkrutan, yaitu:

- 1) profitabilitas terjadinya,
- 2) biaya-biaya yang timbul bila kesulitan keuangan akan muncul.