

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

#### **A. Kajian Teori**

##### **1. Struktur Modal Perusahaan**

###### **a. Pengertian Struktur Modal**

Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan yang dapat diartikan sebagai pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah utang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2001:22). Sedangkan menurut Van Horne and Wachowicz (2007:211) struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang terdiri dari utang, saham preferen dan saham biasa.

Pemenuhan akan kebutuhan dana dapat diperoleh dengan baik secara 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 utang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan utang dapat diperoleh dengan melalui pinjaman, sedangkan modal sendiri melalui penerbitan saham baru.

## **b. Komponen Struktur Modal**

Struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen (Riyanto, 2001:227)

### **a. Utang Jangka Pendek (*Short-Term Debt*)**

Utang jangka pendek adalah utang yang jangka waktunya paling lama satu tahun. Sebagian besar utang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya.

### **b. Utang Jangka Menengah (*Intermediate-Term Debt*)**

Utang jangka menengah adalah utang yang jangka waktu atau umumnya adalah lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun. Kebutuhan membelanjai usaha dengan jenis kredit ini dirasakan karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi dengan kredit jangka pendek di satu pihak dan juga sukar untuk dipenuhi dengan kredit jangka panjang dilain pihak. Untuk kebutuhan modal yang tidak begitu besar jumlahnya juga tidak ekonomis untuk dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal.

### **c. Utang Jangka Panjang (*Long-Term Debt*)**

Utang jangka panjang adalah utang yang jangka waktunya adalah panjang, umumnya lebih dari 10 tahun. Utang jangka panjang umumnya digunakan untuk membelanjai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan, karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut meliputi jumlah yang besar.

### c. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan apakah terdapat pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan (yang tercermin dari harga saham perusahaan). Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Struktur modal yang dapat memaksimalkan 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 (Suad Husnan, 2000:299). Teori mengenai struktur modal telah banyak dibicarakan oleh para peneliti. Berikut ini akan diuraikan mengenai teori-teori tersebut.

#### 1. *Modigliani-Miller (MM) Theory*

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. Atau 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. Akan tetapi, studi MM didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut ini (Brigham and Houston, 2006:33):

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 utang.

Pada tahun 1963 MM menerbitkan makalah di mana di dalamnya mereka melonggarkan asumsi tidak adanya pajak perusahaan. Peraturan perpajakan memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban, akan tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat menjadi pengurang pajak. Kesimpulan tersebut telah dimodifikasi dengan hasil bahwa bunga sebagai pengurang pajak akan menguntungkan penggunaan melalui utang, tetapi perlakuan pajak atas laba dari saham yang lebih menguntungkan menurunkan tingkat pengembalian atas saham yang diminta dan akibatnya

menguntungkan penggunaan pendanaan melalui ekuitas (Brigham and Houston, 2006:34).

Hasil irelevansi MM juga tergantung pada asumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut, sehingga tidak akan ada biaya kebangkrutan. Namun, kebangkrutan pada praktiknya terjadi, dan hal ini dapat sangat mahal biayanya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi, dan juga akan mengalami kesulitan untuk mempertahankan para pelanggan, pemasok, dan karyawannya. Ancaman kebangkrutan dapat membawa masalah-masalah, diantaranya karyawan-karyawan pindah, pemasok menolak kredit, pelanggan mencari pemasok yang lebih stabil dan pemberi pinjaman menuntut tingkat bunga yang lebih tinggi (Brigham and Houston, 2006:35).

## **2. *Trade-off Theory***

Teori *Trade Off* menjelaskan adanya hubungan antara, pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan utang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan utang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi

yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik.

### **3. *Pecking Order Theory***

Secara singkat teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan). Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *pecking order theory* adalah *internal fund* (dana internal), *debt* (utang), dan *equity* (modal sendiri) (Saidi, 2004:48).

### **4. *Agency Theory***

Manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan imbalan dan pengawasan.

Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham (Van Horne and Wachowicz, 2007:243).

#### **5. *Asymmetric Information Theory***

*Asymmetric information* atau ketidaksamaan informasi, menurut Brigham and Houston (2006:38) adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Hal ini merupakan suatu kondisi dimana manajer perusahaan memiliki lebih banyak informasi tentang operasi dan prospek kedepannya dari perusahaan dibandingkan dengan pihak lainnya. Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya). Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu

kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Oleh karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham (Saidi, 2004:49).

## **6. *Signaling Theory***

Isyarat atau *signal* adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan utang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya, yang berarti mencari investor baru untuk berbagi kerugian. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah (Brigham and Houston, 2001:39).

#### **d. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal**

Salah satu tugas manajer keuangan adalah memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Manajer keuangan diharapkan melakukan suatu variasi dalam melakukan pembelanjaan, dalam arti secara bergantian perusahaan menggunakan dana yang bersumber dari utang atau perusahaan lebih menggunakan modal sendiri (*equity*), sesuai kondisi perusahaan lebih baik menggunakan sumber dana internal atau eksternal. Oleh karena itu, manajer keuangan di dalam melaksanakan operasi perusahaan perlu berusaha untuk memenuhi sasaran tertentu mengenai perimbangan pendanaan antara lain besarnya utang dan modal sendiri yang tercermin dalam struktur modal perusahaan. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yang dapat diuraikan antara lain (Riyanto, 2001:297):

##### **1. Tingkat Bunga**

Tingkat bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis modal apa yang akan ditarik, apakah perusahaan akan mengeluarkan saham atau obligasi.

##### **2. Stabilitas dari “*Earnings*”**

Stabilitas dan besarnya “*earnings*” yang diperoleh oleh suatu perusahaan akan menentukan apakah perusahaan tersebut dibenarkan untuk menarik modal dengan beban tetap atau tidak. Suatu perusahaan yang mempunyai “*earnings*” yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban finansialnya sebagai akibat dari

penggunakan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang mempunyai “*earnings*” tidak stabil dan “*unpredictable*” akan menanggung risiko tidak dapat membayar beban bunga atau tidak dapat membayar angsuran-angsuran utangnya pada tahun-tahun atau keadaan yang buruk.

### 3. Susunan dari Aktiva

Kebanyakan perusahaan industri di mana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed asset*), akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedangkan modal asing sifatnya adalah sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif yang horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap plus aktiva lain yang sifatnya permanen.

### 4. Kadar Risiko dari Aktiva

Tingkat atau kadar risiko dari setiap aktiva di dalam perusahaan adalah tidak sama. Makin panjang jangka waktu penggunaan suatu aktiva di dalam perusahaan, makin besar derajat risikonya. Prinsip aspek risiko menyatakan bahwa apabila ada aktiva yang peka risiko, maka perusahaan harus lebih banyak membelanjai dengan modal sendiri, modal yang tahan risiko, dan sedapat mungkin mengurangi pembelanjaan dengan modal asing atau modal yang takut risiko.

#### 5. Besarnya Jumlah Modal yang Dibutuhkan

Apabila jumlah modal yang dibutuhkan sangat besar, maka dirasakan perlu bagi perusahaan tersebut untuk mengeluarkan beberapa golongan *securities* secara bersama-sama, sedangkan bagi perusahaan yang membutuhkan modal yang tidak begitu besar cukup hanya mengeluarkan satu golongan *securities* saja.

#### 6. Keadaan Pasar Modal

Keadaan pasar modal sering mengalami perubahan disebabkan karena adanya gelombang konjungtur. Pada umumnya apabila gelombang meninggi para investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya dalam saham.

#### 7. Sifat Manajemen

Sifat manajemen akan mempunyai pengaruh yang langsung dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan kebutuhan dana.

#### 8. Besarnya Suatu Perusahaan (Ukuran Perusahaan)

Suatu perusahaan yang besar dimana sahamnya tersebar sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau tergesernya kontrol dari pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan yang kecil di mana sahamnya hanya tersebar di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai

pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan.

#### 9. Stabilitas Penjualan

Sebuah perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat dengan aman mengambil lebih banyak utang dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil (Brigham and Houston, 2006:42).

#### 10. Risiko Bisnis

Risiko bisnis atau risiko inheren dengan operasi risiko jika perusahaan tidak mempergunakan utang. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan, maka semakin rendah rasio utang optimalnya (Brigham and Houston, 2006:7).

#### 11. *Leverage* Operasi

Jika hal-hal yang lain dianggap sama, perusahaan dengan *laverage* operasi yang lebih sedikit memiliki kemampuan yang lebih baik dan menerapkan *leverage* keuangan karena perusahaan tersebut akan memiliki risiko bisnis yang lebih kecil (Brigham and Houston, 2006:42).

#### 12. Tingkat Pertumbuhan

Jika hal-hal yang lain dianggap sama, perusahaan yang tumbuh dengan cepat harus lebih banyak mengandalkan diri pada modal eksternal (Brigham and Houston, 2006:43).

### 13. Profitabilitas

Kita sering mengamati bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi menggunakan utang yang relatif sedikit (Brigham and Houston, 2006:43).

### 14. Pajak

Bunga adalah beban yang dapat menjadi pengurang pajak, dan pengurang pajak adalah hal yang sangat berharga bagi perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Semakin tinggi tarif pajak sebuah perusahaan, semakin besar manfaat yang diperoleh dari utang (Brigham and Houston, 2006:43).

### 15. Pengendalian

Dampak utang versus saham pada posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur modal. Jika manajemen saat ini memiliki kendali atas pengambilan suara tetapi berada dalam posisi di mana mereka tidak dapat membeli saham lagi, manajemen mungkin akan memilih utang untuk pendanaan-pendanaan baru. Di lain pihak, manajemen mungkin memutuskan untuk menggunakan ekuitas jika situasi keuangan perusahaan begitu lemahnya sehingga penggunaan utang dapat menimbulkan risiko gagal bayar (Brigham and Houston, 2006:43).

### e. Arti Pentingnya Struktur Modal

Setiap perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai operasi perusahaan, yang bisa dipenuhi dari pemilik modal sendiri maupun dari pihak lain berupa utang. Di dalam dana tersebut terkandung biaya modal yang harus ditanggung oleh perusahaan. Struktur modal akan menentukan besarnya biaya modal. Biaya modal adalah balas jasa yang dibayarkan oleh perusahaan kepada masing-masing pihak yang menanamkan dananya di dalam perusahaan.

Modal sendiri maupun utang perlu diperinci dalam biaya modal, karena tiap-tiap jenis sumber modal mempunyai konsekuensi tersendiri, baik jenis, cara perhitungan maupun ada atau tidaknya keharusan untuk dibayarkan. Sumber modal tersebut adalah utang jangka panjang, modal saham preferen, dan modal saham biasa. Keputusan untuk menggunakan tiap-tiap jenis sumber modal tersebut atau mengkombinasikannya perlu pertimbangan dari pihak-pihak yang berkepentingan.

Arti penting struktur modal pada umumnya diperlukan ketika perusahaan menghadapi kondisi sebagai berikut:

- 1) Pada waktu mengorganisir atau mendirikan perusahaan baru.
- 2) Pada waktu membutuhkan tambahan modal baru untuk perluasan usaha atau ekspansi.
- 3) Pada waktu diadakan konsolidasi dalam bentuk *merger* dengan perusahaan-perusahaan lain yang sudah ada.

4) Pada waktu dijalankan penyusunan kembali struktur modal, perubahan-perubahan yang fundamental dalam struktur modal dan ketika dijalankan perbaikan-perbaikan dari keseluruhan struktur modal yang terpaksa harus dilakukan, karena perusahaan yang bersangkutan dalam keadaan terancam, perubahan-perubahan tersebut dimaksudkan agar perusahaan tersebut dapat bekerja dengan basis finansial yang kuat (Riyanto, 2001:282).

## **2. Risiko Bisnis**

Pembiayaan dengan utang umumnya akan meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan untuk suatu investasi, tetapi utang juga meningkatkan tingkat risiko investasi bagi pemilik perusahaan, yaitu para pemegang saham biasa. Meningkatnya utang dapat diartikan bahwa operasi perusahaan dilakukan dengan menggunakan utang atau sumber dana eksternal. Apabila hal tersebut terjadi secara terus menerus maka dapat meningkatkan risiko kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan. Apabila perusahaan mengalami prospek atau gejala kebangkrutan maka akan berpengaruh terhadap minat investor dalam menginvestasikan dananya pada perusahaan. Apabila investor tidak menanamkan dananya maka akan berpengaruh terhadap risiko saham.

Risiko bisnis tergantung sejumlah faktor, dimana faktor yang lebih penting akan dicantumkan di bawah ini (Brigham and Houston, 2006:11) :

1. Variabilitas permintaan. Semakin stabil permintaan akan produk sebuah perusahaan, jika hal-hal lain dianggap konstan, maka semakin rendah risiko bisnisnya.
2. Variabilitas harga jual. Perusahaan yang produk-produknya dijual di pasar yang sangat tidak stabil terkena risiko bisnis yang lebih tinggi daripada perusahaan yang sama yang harga produknya lebih stabil.
3. Variabilitas biaya input. Perusahaan yang inputnya sangat tidak pasti akan terkena tingkat risiko bisnis yang tinggi.
4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga output untuk perubahan-perubahan pada biaya input. Beberapa perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik daripada yang lain untuk menaikkan harga output mereka ketika biaya input naik. Semakin besar kemampuan melakukan penyesuaian harga output untuk mencerminkan kondisi biaya, semakin rendah tingkat risikonya.
5. Kemampuan untuk mengembangkan produk-produk baru pada waktu yang tepat dan efektif dalam hal biaya. Perusahaan-perusahaan di bidang industri yang menggunakan teknologi tinggi seperti obat-obatan dan komputer tergantung pada arus.
6. *Exposure* risiko asing. Perusahaan yang menghasilkan sebagian besar labanya dari operasi luar negeri dapat terkena penurunan laba akibat fluktuasi nilai tukar. Begitu pula jika perusahaan beroperasi di wilayah yang secara politis tidak stabil, perusahaan dapat terkena risiko politik.

7. Komposisi biaya tetap: *leverage* operasi. Jika sebagian besar biaya adalah biaya tetap, sehingga akibatnya tidak mengalami penurunan ketika permintaan turun, maka perusahaan terkena tingkat risiko bisnis yang relatif tinggi. Faktor ini disebut sebagai *leverage* operasi.

### 3. Pertumbuhan Penjualan

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai perusahaan. Perusahaan yang tumbuh dengan cepat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat (Weston dan Brigham, 1993: ). Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi kecenderungan perusahaan menggunakan utang sebagai sumber dana eksternal yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah.

Brigham and Houston (2006:42) mengatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan dalam melakukan usaha untuk menjaga kestabilan penjualan dan meningkatkan laju pertumbuhan penjualan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai operasi perusahaan.

Perusahaan yang memiliki tingkat penjualan yang tinggi cenderung menggunakan utang atau dana eksternal untuk membiayai perusahaan.

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang stabil cenderung dapat memenuhi kewajiban tetapnya dalam memenuhi kebutuhan operasi perusahaan. Dengan demikian semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan akan menggunakan utang dalam membiayai perusahaan, sehingga semakin tinggi struktur modalnya.

#### **4. Kepemilikan Saham Manajerial**

Kepemilikan saham manajerial adalah situasi dimana para pemegang saham mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai kreditur maupun sebagai dewan komisaris. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

Kepemilikan saham manajerial (*manajerial share ownership*) dipandang sebagai mekanisme yang dapat menurunkan konflik agensi melalui penyalarsan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Dyah Sih Rahayu (2005:184) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat menurunkan dorongan manajerial untuk pengambilalihan kesejahteraan manajemen perusahaan dan melakukan perilaku lain yang tidak memaksimumkan nilai perusahaan.

Manajer akan melakukan kebijakan yang tidak akan merugikan perusahaan karena memiliki sebagian saham di perusahaan tersebut, dengan kata lain manajer dalam mengambil keputusan pendanaan yang

berasal dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan akan dipertimbangkan dengan baik agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Selain hal tersebut, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, manajer dapat merasakan langsung manfaat yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilalihan keputusan yang salah (Seftiane dan Ratih 2011:46).

## **5. Kepemilikan Saham Institusional**

Indra dan Faris (2008: 142 ) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *investor institusional* seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan dapat mengurangi *agency cost*, mengingat kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau tidak mendukung keberadaan manajemen.

Pihak pemegang saham institusional diharapkan dapat melakukan pengawasan terhadap manajer perusahaan, sehingga dapat mengontrol manajer untuk tidak melakukan tindakan pengambilan keputusan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham atau untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kontrol yang efektif dari investor institusional dapat mengurangi *agency cost* sehingga diharapkan akan menurunkan penggunaan utang. Menurunnya penggunaan utang terkait dalam penggunaan atau pembiayaan operasi perusahaan yang tidak

tergantung dengan utang atau dana eksternal, hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dapat berjalan dengan baik dengan sedikitnya utang.

## **6. Ukuran Perusahaan**

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diproksi dari total aktiva. Menurut Riyanto (2001:22), kebanyakan perusahaan industri sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap (fixed assets), akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedangkan utang sifatnya sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif horisontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap plus aktiva lain yang sifatnya permanen. Dan perusahaan yang sebagian besar dari aktivasinya terdiri atas aktiva lancar akan mengutamakan kebutuhan dananya dengan utang.

Menurut Brigham dan Houston (2001: 40), perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan utang. Namun pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginan untuk menggunakan utang.

Ukuran perusahaan merupakan salah satu kriteria yang dipertimbangkan oleh investor dalam strategi berinvestasi. Ukuran

perusahaan dapat digunakan sebagai alat untuk mengukur besar kecilnya perusahaan yang ditunjukkan pada total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan dan rata-rata total aktiva.

Besar kecilnya ukuran perusahaan (*firm size*) akan mempengaruhi akses perusahaan tersebut ke pasar modal sehingga akan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk memperoleh dana yang dibutuhkannya. Perusahaan besar dianggap telah memiliki posisi yang kuat dalam likuiditas, solvabilitas dan rentabilitasnya sehingga mampu memiliki profitabilitas yang tinggi, sementara perusahaan kecil kegiatan operasinya belum stabil sehingga akan lebih sulit masuk ke pasar modal untuk mendapatkan dana, akibatnya perusahaan kecil cenderung menghimpun dana melalui pembiayaan internal. Hal ini disebabkan karena investor pada umumnya tidak menyukai risiko sehingga tidak membeli saham dari perusahaan kecil karena dianggap lebih berisiko daripada saham dari perusahaan besar.

Menurut Riyanto (2001:299), suatu perusahaan besar yang sahamnya tersebar luas, dimana setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya pengendalian dari pihak yang lebih dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan, yaitu pihak pemegang saham pengendali dimana pemegang saham pengendali tersebut memiliki keputusan yang lebih besar dalam mengendalikan manajemen perusahaannya, dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, sehingga keputusan yang diambil sering

mengabaikan keputusan kelompok pemegang saham. Sebaliknya perusahaan kecil dimana sahamnya tersebar hanya dilingkungan kecil maka penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol dari pihak pemegang saham pengendali terhadap perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu, perusahaan besar akan lebih berani untuk mengeluarkan atau menerbitkan saham baru dalam pemenuhan kebutuhan dananya jika dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Perusahaan yang lebih besar memiliki akses yang lebih besar kepada pihak-pihak yang dapat membantu peningkatan kinerja perusahaan dan ditangani dan diatur secara berbeda dengan perusahaan kecil. Ukuran perusahaan yang lebih kecil yang menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi, kemungkinan bertahan yang lebih rendah dan memiliki kesulitan untuk memasuki pasar.

Perusahaan yang besar dimana sahamnya tersebar luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan perusahaan dibandingkan dengan perusahaan yang kecil dimana sahamnya tersebar dilingkungan kecil (Riyanto, 2001:296).

## **B. Penelitian yang Relevan**

Telaah terhadap penelitian terdahulu bertujuan untuk mendapatkan bahan perbandingan dan acuan yang dapat memperjelas pembahasan.

Penelitian terdahulu yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian ini adalah penelitian dari:

1. Anugrah Gamajati (2010) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal pada perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2008, hasil penelitian dengan teknik analisis menggunakan model regresi linear berganda dengan data panel menunjukkan pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Persamaan penelitian yang dilakukan oleh Anugrah Gamanjati terletak pada variabel independennya, yaitu pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan, variabel dependennya, yaitu struktur modal dan teknik analisis yang digunakan, yaitu regresi linear berganda. Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh penulis adalah variabel independennya, yaitu risiko bisnis dan kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusional, periode sampel yang digunakan, yaitu tahun 2008-2010.

2. Bayu Septadona P. (2006) melakukan penelitian berjudul “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Rasio Pertumbuhan dan *Return On Asset* Terhadap Kebijakan Pendanaan”. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan mendapatkan bukti empiris untuk mengetahui pengaruh kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, *asset growth*, dan *sales growth* terhadap struktur modal antara perusahaan PMA dan

PMDN yang listed di Bursa Efek Jakarta. Populasi dalam penelitian ini adalah 330 perusahaan, pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dan diperoleh 40 perusahaan. Data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linear berganda dengan melakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan saham manajerial memiliki pengaruh negatif dan signifikan yang diketahui dari nilai t-hitung sebesar -2,401 dengan probabilitas sebesar  $0,022 < 0,05$ . Kepemilikan saham institusional memiliki pengaruh negatif dan signifikan yang dapat diketahui dari nilai t-hitung sebesar -2,074 dan probabilitas sebesar  $0,049 < 0,05$ . Pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan yang dapat diketahui dari nilai t-hitung sebesar -0,449 dan nilai signifikansi sebesar 0,656.

Persamaan penelitian ini adalah menggunakan variabel kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusional dan pertumbuhan penjualan. Persamaan lain adalah menggunakan teknik analisis regresi linear berganda dan metode perolehan data. Perbedaan penelitian tersebut dengan peneliti adalah perbedaan variabel penelitian yang digunakan, yaitu risiko bisnis dan ukuran perusahaan dan periode penelitian yang digunakan.

3. Meyulinda Aviana Elim dan Yusfarita (2010) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Penjualan, dan *Return On Assets* Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan mendapatkan bukti empiris untuk mengetahui pengaruh struktur aktiva, tingkat pertumbuhan penjualan, dan *return on assets* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2007, yaitu sebanyak 151 perusahaan. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode cluster propotional random sampling dan dari 151 perusahaan manufaktur secara keseluruhan diperoleh 115 sampel perusahaan sampel. Data dalam penelitian ini bersumber dari data sekunder yang diperoleh dari data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta khususnya dari *Indonesian Capital Market Directory*. Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linier berganda dengan melakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial diperoleh kesimpulan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal tersebut di tunjukkan oleh koefisiensi positif tingkat pertumbuhan penjualan sebesar 1,009 dan nilai signifikansi sebesar  $0,000 < 0,05$ .

Persamaan penelitian ini adalah menggunakan variabel pertumbuhan penjualan. Persamaan yang lain adalah teknik analisis data yang digunakan, yaitu analisis regresi linier berganda. Perbedaan penelitian tersebut dengan peneliti adalah variabel penelitian yang digunakan lebih banyak, yaitu risiko bisnis, kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusional, dan ukuran perusahaan. perbedaan selanjutnya adalah teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah teknik *purposive sampling* dan periode penelitian.

4. Yuke Prabansari dan Hadri Kusuma (2005) melakukan penelitian dengan judul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur *Go Public* di Bursa Efek Jakarta”. Tujuan penelitian ini adalah untuk melakukan kajian empiris terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur *go public* di BEJ. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta, yaitu sebanyak 130 perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *random sampling* sehingga dapat diperoleh 97 perusahaan sampel. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan model regresi linier berganda.

Hasil penelitian dengan menggunakan pengujian model regresi dan pengujian pengaruh parsial masing-masing variabel bebas menunjukkan

ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan yang dapat ditunjukkan oleh hasil penelitian, yaitu nilai koefisien positif sebesar 0,013 dan nilai signifikansi sebesar  $0,000 < 0,05$ . Sementara, risiko bisnis memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, hal tersebut terbukti dengan hasil penelitian yang menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar  $-0,0003$  dan nilai signifikansi  $0,002 < 0,05$ .

Persamaan penelitian tersebut dengan penulis adalah variabel dependen yaitu struktur modal, dan variabel independennya yaitu, ukuran perusahaan dan risiko bisnis. Persamaan yang lain adalah teknik analisis data yang digunakan, yaitu teknik analisis regresi linier berganda. Perbedaan penelitian tersebut dengan penulis adalah variabel independennya, yaitu pertumbuhan penjualan. Perbedaan selanjutnya adalah teknik pengambilan sampel dan periode penelitian.

## **C. Kerangka Berfikir**

### **1. Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal**

Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan utang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah. Hal ini disebabkan karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan utang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka. Kreditor dalam memberikan pinjaman pembiayaan atau utang akan lebih mempertimbangkan perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang kecil dari pada perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang besar.

Dengan demikian risiko bisnis diharapkan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

## **2. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal**

Perusahaan yang memiliki penjualan yang stabil akan dapat lebih mudah dalam memperoleh pinjaman dari para kreditor untuk membiayai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan kreditor mementingkan prospek masa depan mengenai pengembalian utang pinjamannya. Perusahaan yang tumbuh secara pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang untuk membiayai kegiatan usahanya daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat. Dengan demikian pertumbuhan penjualan diharapkan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

## **3. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Struktur Modal**

Penyelarasan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham melalui kepemilikan saham manajerial dipandang sebagai mekanisme yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan manajer dalam mengambil keputusan pendanaan yang bersumber dari dana eksternal maupun internal akan merasakan dampak secara langsung terkait dengan kerugian maupun laba yang didapatkan oleh perusahaan. Sehingga manajer dalam mengambil keputusan akan lebih berhati-hati agar tidak menimbulkan kerugian. Dengan demikian *managerial ownership* diharapkan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

#### **4. Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional terhadap Struktur Modal**

Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer agar tidak mengambil keputusan pendanaan yang dapat merugikan perusahaan. Pengawasan yang dilakukan investor institusional dilakukan untuk melindungi investasi yang dipertaruhkan di dalam perusahaan agar dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan manajer dalam mengambil keputusan akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang dapat menyebabkan penggunaan utang yang lebih kecil, sehingga *institutional ownership* diharapkan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

#### **5. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal**

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan yang dihitung dari skala penjualannya maupun aktiva yang dibutuhkan untuk membiayai usahanya. Semakin besar ukuran perusahaan semakin besar pula biaya operasional perusahaan. Perusahaan besar cenderung lebih mudah dalam memperoleh pinjaman dari kreditor, hal ini disebabkan perusahaan yang lebih besar memiliki ketahanan dan dapat dengan mudah masuk ke dalam persaingan pasar, serta dapat mengeluarkan saham baru

untuk dapat membiayai perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan diharapkan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal.

#### **6. Pengaruh Risiko Bisnis, Pertumbuhan Penjualan, Kepemilikan Saham Manajerial, Kepemilikan Saham Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal**

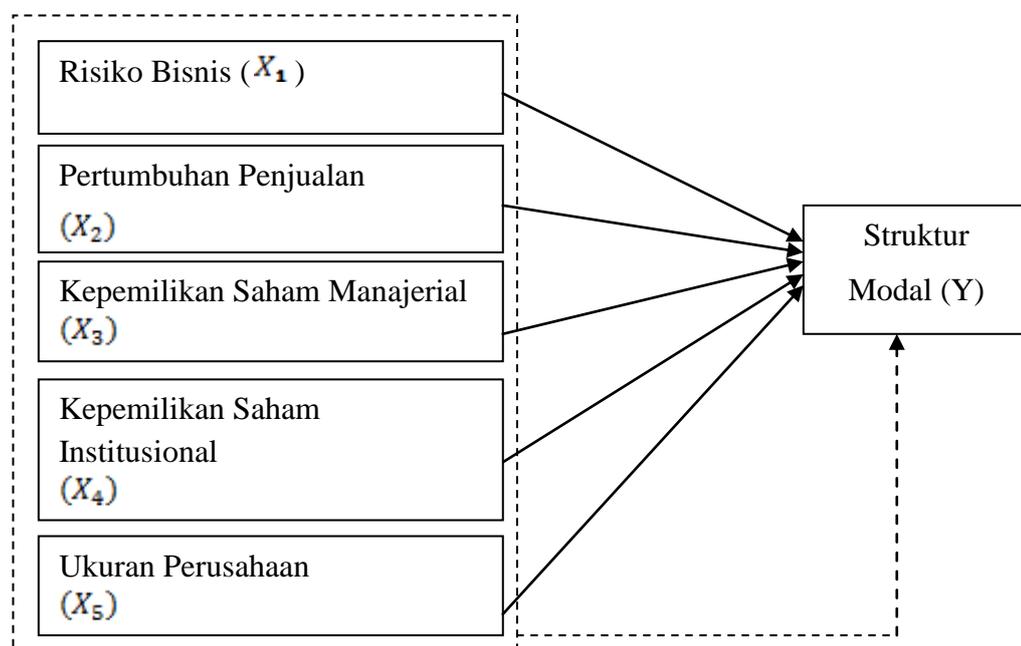
Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan dan nilai perusahaan. Tujuan utama tersebut tidak lepas dari usaha perusahaan dalam melakukan kegiatan ekonomi untuk memaksimalkan laba, memakmurkan pemilik perusahaan atau pemegang saham serta mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan dan mengembangkan usahanya dapat tercapai.

Usaha perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan harus didukung dengan kebijakan dalam memutuskan seberapa besar dana atau modal yang dibutuhkan dalam memenuhi operasi perusahaan. Kebijakan pendanaan tersebut disebut dengan struktur modal perusahaan. Kebijakan struktur modal perusahaan dilakukan oleh manajer keuangan perusahaan yang bertanggung jawab mengambil keputusan pendanaan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasi perusahaan yang didapatkan dari eksternal maupun internal perusahaan.

Kebijakan manajer keuangan perusahaan yang tidak cermat dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan akan berpengaruh terhadap profitabilitas, besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta

besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Manajer keuangan dalam mengambil keputusan sumber pendanaan harus mempertimbangkan keseimbangan antara aktiva dan pasiva dalam pendanaan perusahaan, keefisienan dan keefektifan pendanaan agar tercapai struktur modal yang optimal. Kebijakan manajer keuangan dalam memenuhi sumber pendanaan dipengaruhi beberapa faktor dalam menentukan struktur modal perusahaan, diantaranya risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusional dan ukuran perusahaan.

#### D. Paradigma Penelitian



Keterangan:

- = Pengaruh variabel X terhadap variable Y secara parsial
- - - - - → = Pengaruh variable X terhadap variable Y secara simultan

Gambar 1: Paradigma Penelitian

## E. Hipotesis Penelitian

Mengacu pada perumusan masalah yang ada, maka hipotesis yang akan diajukan adalah:

1.  $H_{a1}$ : Terdapat pengaruh negatif variabel risiko bisnis terhadap Struktur Modal perusahaan.
2.  $H_{a2}$ : Terdapat pengaruh positif pertumbuhan penjualan terhadap Struktur Modal perusahaan.
3.  $H_{a3}$ : Terdapat pengaruh negatif kepemilikan saham manajerial terhadap Struktur Modal perusahaan.
4.  $H_{a4}$ : Terdapat pengaruh negatif kepemilikan saham institusional terhadap Struktur Modal perusahaan.
5.  $H_{a5}$ : Terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap Struktur Modal perusahaan.
6.  $H_{a6}$ : Risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusional dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap Struktur Modal.