

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Struktur Modal

Secara umum definisi struktur modal adalah percampuran berbagai jenis dan sumber modal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai perusahaannya (Brealey dan Myers, 2002). Faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal menurut Brigham dan Houston (2001) adalah sebagai berikut:

a. Struktur aktiva

Perusahaan yang aktiva sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak berutang.

b. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal (utang).

c. Profitabilitas

Perusahaan yang profitabel akan sedikit menggunakan utang.

Kunci dalam pendanaan perusahaan adalah utang dan ekuitas. Perusahaan menggunakan pendanaan yang berasal dari utang dan ekuitas untuk meningkatkan kemampuan perusahaan dalam *capital expenditure*, pengembangan proyek, dan ekspansi operasional perusahaan. Sebenarnya perusahaan bisa saja tidak melakukan pendanaan yang berasal dari utang ataupun ekuitas, namun untuk mempercepat pertumbuhan perusahaan pembiayaan tidak hanya terbatas pada laba ditahan dari perusahaan.

a. Latar Belakang Struktur Modal

Dalam *perfect market view of capital structure* (Brigham dan Houston, 2001), dikatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh dalam penilaian perusahaan. Dalam keadaan pasar yang seperti itu nilai perusahaan hanya bergantung terhadap uang yang dapat dihasilkan oleh perusahaan di masa datang. Namun, pada kenyataannya tidak ada pasar yang bersifat sempurna sehingga sebenarnya struktur modal dapat memengaruhi nilai dari perusahaan. Adapun beberapa alasan mengapa struktur modal berpengaruh pada suatu perusahaan adalah (Emery, Finnerty, dan Stowe, 2007):

1) An Arbitrage Argument

Dalam argumen ini dinyatakan bahwa suatu perusahaan yang mengombinasikan pendanaannya antara utang dan ekuitas dapat memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis yang tidak melakukan kombinasi atas pendanaannya. Hal ini dikarenakan perbedaan nilai pasar antara utang dan ekuitas. Tingkat bunga utang yang lebih rendah menyebabkan nilai pasar dari perusahaan yang menggunakan utang menjadi lebih tinggi. Dengan nilai perusahaan yang lebih tinggi, pemegang saham dimungkinkan untuk mendapatkan keuntungan dari adanya perbedaan nilai tersebut. Keuntungan tersebut dapat diperoleh dengan cara menjual saham yang memiliki

nilai lebih tinggi dan membeli saham dengan nilai yang lebih rendah.

2) *Capital Market Imperfections*

Pasar modal dikatakan tidak sempurna karena adanya beberapa hal yaitu ketidaksimetrisan pajak, ketidaksimetrisan informasi, dan biaya transaksi.

a) Ketidaksimetrisan Pajak

Dalam poin ini, keberadaan pajak dapat memengaruhi keputusan dari struktur modal perusahaan. Penggunaan utang dalam pendanaan perusahaan menimbulkan biaya bunga yang pada akhirnya dapat memberikan keuntungan pajak bagi perusahaan. Utang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak karena biaya bunga yang dibayar dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak.

b) Ketidaksimetrisan informasi

Beberapa konflik kepentingan dapat terjadi antara pemberi utang, pemilik perusahaan, dan manajer. Ada beberapa teori yang menjelaskan mengapa konflik kepentingan ini terjadi, yaitu:

(1) Agency Cost of Debt

Masalah ini timbul ketika pemegang saham akan mengambil alih kekayaan dari pemberi utang melalui pencampuran aset. Misalnya, pada saat perusahaan

mengajukan proposal utang, perusahaan berencana untuk berinvestasi pada proyek yang memiliki risiko rendah. Namun, pada saat telah mendapatkan utang tiba-tiba perusahaan mengganti pada investasi yang memiliki risiko tinggi. Hal ini berdampak pada kenaikan *required return* dari utang dan akan menurunkan nilai sekarang dari utang tersebut. Teori ini menjelaskan tentang adanya pertentangan antara manajemen (sebagai agen dengan pemegang saham (sebagai pemilik). Agar *agency cost of debt* rendah perlu dilakukan pengawasan, karena biaya yang timbul pasti merupakan tanggung jawab pemegang saham.

(2) *Financial Distress* dan *Bankruptcy Cost*

Dengan adanya unsur utang pada struktur modal suatu perusahaan, maka ia akan memiliki ekspektasi biaya kebangkrutan. Biaya ini timbul akibat adanya kemungkinan di masa yang akan datang perusahaan tidak dapat membayar kembali utang yang telah dilakukan.

c) Biaya Transaksi

Biaya transaksi timbul pada saat perusahaan membutuhkan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan. Pada saat perusahaan dihadapkan dalam situasi ini, perusahaan akan berpikir apakah biaya yang harus dikeluarkan untuk mendapat

pembiayaan yang berasal dari luar akan lebih besar dari keuntungan yang akan dihasilkan nantinya.

b. Sumber–sumber Pendanaan Perusahaan

Dalam pemilihan sumber dana, perusahaan dapat memilih sumber dana yang berasal dari luar maupun dari dalam perusahaan. Pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan berupa laba ditahan dan depresiasi (penyusutan) sedangkan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan berupa utang atau saham.

1) Pendanaan Internal Perusahaan (Laba ditahan dan Depresiasi)

Sumber pendanaan internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Laba ditahan merupakan representasi dari akumulasi laba bersih perusahaan yang tidak didistribusikan kepada pemegang saham sebagai dividen (Warren, Fees dan Reeve, 2005). Jumlah laba ditahan biasanya terbatas, karena adanya perjanjian kepada pemegang saham untuk mendistribusikan sejumlah dividen kepada mereka. Namun, di dalam suatu perusahaan nilai minimum dari laba ditahan sudah ditentukan. Jadi, nilai minimum dari jumlah laba ditahan tersebut tidak boleh didistribusikan sebagai dividen oleh perusahaan. Setelah didapatkan jumlah laba ditahan yang seharusnya dimiliki oleh perusahaan, maka selanjutnya laba ditahan tersebut akan digunakan oleh perusahaan untuk melakukan ekspansi atau memperbaiki kegiatan operasional perusahaan.

Depresiasi adalah penurunan dalam nilai fisik properti seiring dengan waktu penggunaannya. Dalam konsep akuntansi, depresiasi adalah pemotongan tahunan terhadap pendapatan sebelum pajak sehingga pengaruh waktu dan penggunaan atas nilai aset dapat terwakili dalam laporan keuangan suatu perusahaan. Depresiasi adalah biaya non kas yang berpengaruh terhadap pajak pendapatan.

2) Pendanaan Eksternal Perusahaan

a) Utang

Menurut *Financial Accounting Standards Board* (FASB), utang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu. Menurut Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI), kewajiban merupakan utang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi (Chairiri, Anis dan Ghozali, 2007). Menurut Munawir (2004) utang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana utang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari utang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Utang dapat dibedakan menjadi dua yaitu utang jangka pendek dan utang jangka panjang.

(1) Utang Jangka Pendek

Utang jangka pendek merupakan utang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu 1 tahun atau satu siklus operasi normal perusahaan dengan menggunakan sumber-sumber aktiva lancar atau dengan menimbulkan utang jangka pendek yang baru. Siklus operasi adalah periode waktu yang diperlukan antara akuisisi barang dan jasa yang terlibat dalam proses manufaktur serta realisasi kas akhir yang dihasilkan dari penjualan dan penagihan selanjutnya.

(2) Utang Jangka Panjang

Utang jangka panjang merupakan utang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal

neraca dan sumber-sumber untuk melunasi utang jangka panjang adalah sumber bukan dari kelompok aktiva lancar.

b) Sekuritas Ekuitas

Saham adalah sebuah instrumen investasi yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal, instrumen investasi tersebut membuat para pemilik saham tersebut menjadi pemilik perusahaan. Para pemilik saham berhak mendapatkan dividen sebagai investasinya di suatu perusahaan. Ada dua jenis saham berdasarkan prioritas pembagian dividen dan hak suaranya, yaitu saham biasa dan saham preferen.

Babu dan Jain (1998) menguraikan ada empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai mengeluarkan utang daripada saham baru, yaitu adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga, biaya transaksi pengeluaran utang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru, lebih mudah mendapatkan pendanaan utang daripada pendanaan saham, serta kontrol manajemen lebih besar dengan adanya utang baru daripada dengan adanya saham baru.

2. Teori Struktur Modal

a. Teori Modigliani Miller

Teori Modigliani-Miller atau MM membentuk dasar untuk pemikiran modern tentang struktur modal perusahaan. Teori dasar dari Modigliani-

Miller menyatakan bahwa dengan ketidakberadaan pajak, *bankruptcy cost*, informasi yang asimetris, dan pada pasar yang efisien, maka nilai dari perusahaan tidak dipengaruhi oleh bagaimana pendanaan dari perusahaan. Dalam teori ini, penerbitan saham, utang pada perusahaan, dan kebijakan pembagian dividen dari perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Sehingga, teori ini sering disebut dengan prinsip struktur modal yang tidak masuk akal (*capital structure irrelevance principle*).

b. Pecking Order Theory

Teori ini diperkenalkan oleh Myers pada 1984, menjelaskan fenomena bagaimana perusahaan menetapkan struktur modal yang diungkapkan oleh Gordon Donaldson.

- 1) Perusahaan lebih senang menggunakan pendanaan internal sebagai sumber pendanaan.
- 2) Perusahaan menetapkan target rasio pembayaran berdasarkan kesempatan investasi di masa depan dan *cash flow* yang akan diperoleh.
- 3) Dividen bersifat “*sticky*”, perusahaan tidak menyukai menaikkan dividen kecuali mereka yakin akan terdapat peningkatan arus kas secara berkelanjutan sehingga terus dapat meningkatkan dividen di masa depan. Perusahaan juga enggan menurunkan pembayaran dividen, kecuali memang terjadi hal yang mengharuskan penurunan dividen yang dibayarkan.

- 4) Jika perusahaan memiliki dana internal untuk membiayai investasi maka apabila terjadi kelebihan dana akan diinvestasikan dalam modal investasi seperti kepada sekuritas, membeli saham, atau mengakuisisi perusahaan lain. Namun apabila jumlah dana internal lebih kecil dari pengeluarannya maka perusahaan akan mendapatkannya dari portofolio sekuritas baru mencari sumber eksternal. Pendanaan eksternal yang dipilih adalah dari penerbitan utang, *convertible bonds*, baru kemudian saham.

Teori ini berdasarkan atas empat asumsi *corporate financial behavior*, Megginson (1997):

- 1) Kebijakan dividen bersifat “*stiky*”, manajer berusaha mempertahankan dividen per lembar saham yang dibayarkan tetap stabil. Manajer tidak akan mengambil risiko menaikkan atau menurunkan dividen sebagai respon terhadap kenaikan atau penurunan profit yang bersifat sementara.
- 2) Perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal (laba ditahan dan depresiasi), daripada pendanaan eksternal.
- 3) Jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih yang paling aman.
- 4) Jika perusahaan membutuhkan lebih banyak pendanaan eksternal maka akan memilih sesuai *pecking order theory*, yaitu yang paling aman terlebih dahulu dilanjutkan dengan utang yang lebih berisiko,

convertible securities, preferred stock, baru *common stock* sebagai pilihan terakhir.

Dari teori ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, apabila harus menggunakan pendanaan eksternal maka akan dipilih yang paling aman terlebih dahulu, *equity* sebagai pilihan terakhir. Penyebabnya adalah *asymmetric information* yang dapat menimbulkan *adverse selection*. Teori ini lebih berfokus pada motivasi manajer yang melandasi pemilihan pendanaan yang digunakan perusahaan daripada prinsip valuasi dalam pasar modal. Teori ini ditolak oleh *modern economist* karena tindakan yang irasional dan dapat mengurangi nilai perusahaan. Teori ini juga masih mengasumsikan adanya pasar yang tidak sempurna dengan masih adanya informasi yang asimetris dan manajer yang tidak sensitif terhadap valuasi pasar saham, sehingga tidak mencerminkan pasar modal yang telah modern yang tidak lagi terlambat oleh adanya informasi yang tidak sempurna. Sebagai tanggapan Myers dan Majluf (1984) membuat dua asumsi tentang perilaku manajer:

- 1) Manajer dalam perusahaan lebih mengetahui mengenai laba ditahan dan kesempatan investasi daripada investor.
- 2) Manajer bertindak demi kepentingan pemegang saham.

Asumsi ini penting untuk menjelaskan tindakan manajer sehingga tidak lagi bersifat irasional. Dari asumsi pertama disimpulkan bahwa ketika manajer mengetahui suatu kesempatan investasi yang bernilai

NPV positif maka ia tidak akan memberitahu investor luar karena dianggap sebagai *interest party* yang berkepentingan menaikkan nilai perusahaan sehingga tidak akan dipercaya oleh investor. Adanya informasi asimetris ini menyebabkan investor akan menurunkan nilai perusahaan dan hanya membeli saham ketika dijual dengan harga *discount* yang besar dari harga ekuilibrium. Dalam beberapa kasus, manajer akan menolak investasi dengan NPV positif jika harus mengeluarkan saham baru yang akan banyak menguntungkan pemegang saham baru namun mengorbankan pemegang saham lama.

Dari asumsi kedua disimpulkan, bahwa manajer akan menyimpan *financial slack* untuk digunakan membiayai investasi yang memiliki NPV positif. Kelemahan dari teori ini adalah tidak mampu menjelaskan pengaruh pajak, biaya kebangkrutan, *security issuance cost*, dan *individual firm's investment opportunity set*, yang memengaruhi rasio utang perusahaan. Teori ini juga mengabaikan kemungkinan terjadinya *agency problem* sebagai akibat akumulasi *financial slack*, yang akan dapat menimbulkan dua masalah:

- 1) Manajer menjadi kurang disiplin dan kurang bijak dalam penggunaan sumber daya.
- 2) Manajer akan cenderung menjadi *risk averse* dalam mencari proyek dan kesempatan investasi yang menguntungkan.

Terdapat dua kemungkinan bentuk *Pecking Order Theory* (Robert dan Anuja, 2000), yaitu:

1) *Strong form*

Dalam bentuk kuat, perusahaan tidak akan pernah menerbitkan saham, hanya menggunakan pembiayaan internal dan *debt*.

2) *Semi strong form* atau *weak form*

Dalam bentuk ini memungkinkan penerbitan saham pada level tertentu.

Pecking order theory tidak menutup kemungkinan penerbitan saham baru, yang dapat terjadi pada dua situasi spesifik, yang tidak bertentangan dengan teori ini. Kesimpulannya teori ini tidak menetapkan suatu *optimal leverage* tetapi lebih mempertimbangkan tingkat *asymmetric information* dan pengaruh *financial slack*. Sehingga melalui teori ini dapat disimpulkan pengaruh beberapa variabel terhadap *leverage*.

Tabel 1 Pengaruh variabel terhadap *leverage* dalam *pecking order theory*.

Variabel	<i>Leverage</i>
<i>SIZE</i>	+
<i>ROE</i>	-
<i>Growth</i>	+
<i>Dividends</i>	+

Analisis dari tabel diatas, yaitu semakin besar *firm size* maka kecenderungan penggunaan dana eksternal juga semakin besar. Semakin

besar *profitability* maka semakin besar *retained earning*, sehingga akan mengurangi *leverage*. Sedangkan *growth* akan meningkatkan kebutuhan perusahaan terhadap utang untuk menunjang kebutuhan modal. Dan semakin tinggi jumlah dividen maka akan membutuhkan dana eksternal untuk menggantikan dana yang hilang dan utang yang diprioritaskan.

c. Trade Off Theory

Trade Off Theory (Modigliani dan Miller, 1963) berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) ketika utang meningkat pada sisi yang lain. Ketika manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dibandingkan dengan perkiraan *agency cost* maka perusahaan masih bisa meningkatkan utangnya dan peningkatan utang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan utang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*. Model *Static Trade off* ini merupakan evolusi atau pengembangan dari teori *irrelevance*-nya Modigliani dan Miller dan saat ini merupakan *mainstream* dari teori struktur modal.

d. Signaling Theory

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (2001), adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Pada Brigham dan Houston (2001), 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. 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.

3. Faktor-faktor yang Memengaruhi Struktur Modal

a. *Firm Size*

Pengelompokkan perusahaan atas dasar skala operasi (besar atau kecil) dapat dipakai oleh investor sebagai salah satu variabel dalam menentukan keputusan investasi. Tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan, antara lain total penjualan, rata-rata tingkat penjualan dan total aktiva (Panjaitan, Yunia, Dewinta, dan Sri, 2004). Perusahaan besar umumnya memiliki total aktiva yang besar pula sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Firm size adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain. Pada dasarnya *firm size* hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium firm*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan *firm size* ini didasarkan kepada *total asset* perusahaan (Mas'ud Machfoedz, 1994). *Firm size* bisa diukur dengan menggunakan total aktiva, penjualan, atau modal dari perusahaan tersebut. Salah satu tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan *total asset* yang kecil (Nina Daniati dan Suhairi, 2006). Aktiva merupakan tolok ukur besaran atau skala suatu perusahaan. Biasanya perusahaan besar mempunyai aktiva yang besar pula nilainya. Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan. Hal tersebut dapat membantu investor memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika berinvestasi pada perusahaan tersebut. (Chastina Yolana dan Dwi Martani, 2005).

b. *Profitability*

Profitability atau kemampulabaan merupakan kemampuan perusahaan didalam menghasilkan laba. *Profitability* mencerminkan keuntungan dari investasi keuangan. Myers dan Majluf (1984) berpendapat bahwa manajer keuangan yang menggunakan *pecking order theory* dengan laba ditahan sebagai pilihan pertama dalam pemenuhan kebutuhan dana dan utang sebagai pilihan kedua serta penerbitan saham sebagai pilihan ketiga, akan selalu memperbesar *profitability* untuk meningkatkan laba. *Profitability ratio* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2008). Rasio ini sangat diperhatikan oleh calon investor maupun pemegang saham karena berkaitan dengan harga saham serta dividen yang akan diterima.

Profitability sebagai tolok ukur dalam menentukan alternatif pembiayaan, namun cara untuk menilai *profitability* suatu perusahaan adalah bermacam-macam dan sangat tergantung pada laba dan aktiva atau modal yang akan dibandingkan dari laba yang berasal dari operasi perusahaan atau laba *netto* sesudah pajak dengan modal sendiri. Dengan adanya berbagai cara dalam penelitian *profitability* suatu perusahaan tidak mengherankan bila ada beberapa perusahaan yang mempunyai perbedaan dalam menentukan suatu alternatif untuk menghitung *profitability*. Hal ini bukan keharusan tetapi yang paling penting adalah

profitability mana yang akan digunakan, tujuannya adalah semata-mata sebagai alat mengukur efisiensi penggunaan modal di dalam perusahaan yang bersangkutan.

Jika dihubungkan dengan struktur modal, rasio profitabilitas berasosiasi dengan struktur modal. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi utang dengan ekuitas. Biasanya dana yang diperoleh melalui pinjaman yaitu dalam bentuk utang mempunyai biaya modal dalam bentuk bunga, sementara dana yang diperoleh dari ekuitas mempunyai biaya modal dalam bentuk dividen. Dilihat dari sisi biayanya, biasanya suatu perusahaan akan memilih sumber dana yang memiliki biaya yang paling rendah di antara sumber dana yang tersedia. Menurut Syamsuddin (2004) *Return on Equity* (ROE) merupakan "rasio profitabilitas yang berhubungan dengan struktur modal secara teoritis". Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri. ROE merupakan salah satu indikator yang digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Jika dihubungkan dengan dividen, sebenarnya dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan sehingga semakin tinggi ROE suatu perusahaan maka kemungkinan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan semakin besar.

c. *Growth*

Growth menunjukkan sampai seberapa besar perusahaan akan menggunakan utang sebagai sumber pembiayaannya. Dalam hubungannya dengan *leverage*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan utang sebagai sumber pembiayaannya karena pembayaran utang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur (Sartono, 2008).

Growth merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan. *Growth* pada dasarnya dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu faktor eksternal, internal, dan pengaruh iklim industri lokal. *Growth* yang cepat maka semakin besar kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan.

d. Dividends

Sebagian keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam operasinya akan didistribusikan kepada pemegang saham dan sebagian lagi akan ditahan untuk diinvestasikan pada investasi yang menguntungkan. Terkait dengan keuntungan tersebut maka manajer keuangan harus dapat mengambil keputusan mengenai besarnya keuntungan yang harus dibagikan kepada pemegang saham dan berapa yang harus ditahan guna mendanai perkembangan atau ekspansi perusahaan. Keputusan tersebut akan mempunyai pengaruh yang menentukan terhadap nilai perusahaan. Besarnya keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham disebut dividen.

Pengertian *dividend* menurut Darmadji dan Hendi (2006), “Dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan RUPS”. Dalam hal pembagian dividen kepada para pemegang saham suatu perusahaan membutuhkan pertimbangan yang matang, hal ini disebabkan pihak manajemen harus memikirkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dividen dapat berbentuk tunai (*cash dividend*) atau dividen saham (*stock dividend*).

Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang

dialokasikan untuk pembayaran dividen. Pengertian rasio pembayaran dividen menurut Sartono (2008) menyatakan bahwa rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham.

Ada beberapa teori dividen yang dikemukakan oleh Sofyan Harahap (2004) yang telah teruji secara empiris, yaitu :

1) *Smoothing Theory*

Teori ini dikembangkan oleh Litnert. Litnert mengatakan ”jumlah dividen tergantung pada keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya”.

2) *Dividend Irrelevance Theory*

Teori ini diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller dalam papernya *Dividend Irrelevance Proposition*. Dalam paper tersebut dijelaskan bahwa dalam dunia tanpa pajak, serta dalam kondisi pasar yang sempurna tidak diperhitungkannya biaya transaksi maka kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh apapun terhadap harga saham tersebut.

3) *Bird in The Hand Theory*.

Menurut teori ini dikatakan bahwa dengan mendapatkan dividen (*A bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*A Bird in The Bush*) karena laba tersebut tidak akan pernah terwujud dalam masa depan (*it can fly away*). Sehingga berdasarkan teori diatas

tingkat pengembalian yang disyaratkan atas ekuitas akan turun apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan karena para pemegang saham kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan jika dibandingkan dengan seandainya menerima dividen.

4) *Tax Preference Theory*

Teori ini menjelaskan bahwa dalam hal yang berkaitan dengan pajak, investor lebih memilih pembayaran dividen yang rendah dibandingkan dengan dividen yang tinggi. Hal ini memberikan makna bahwa investor lebih suka apabila perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan karena adanya keuntungan pajak.

5) *Clientele Effect Theory*

Teori ini menyatakan bahwa apabila perusahaan membayar dividen, investor seharusnya mendapatkan keuntungan dari dividen tersebut untuk menghilangkan konsekuensi negatif dari pajak.

e. *Leverage*

Penggunaan sumber-sumber pembiayaan perusahaan, baik yang merupakan sumber pembiayaan jangka pendek maupun sumber pembiayaan jangka panjang akan menimbulkan suatu efek yang biasa disebut dengan *leverage*. Sedangkan Daniel Shapiro (1990) mengemukakan suatu definisi *leverage* sebagai pengganti beban tetap keuangan sementara (bunga dan prinsip pembayaran) tetapi juga mencakup saham istimewa (pembayaran saham istimewa) untuk saham

biasa dengan variabel pembayaran dividen. Selain itu, Schall dan Harley (1992) mendefinisikan *leverage* sebagai tingkat pinjaman perusahaan.

Berdasarkan pada pengertian-pengertian diatas maka dapat disimpulkan bahwa yang dimaksud dengan *leverage* adalah suatu tingkat kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva dan atau dana yang mempunyai beban tetap (utang dan atau saham istimewa) dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan untuk memaksimisasi kekayaan pemilik perusahaan.

B. Penelitian yang Relevan

Kajian yang berkaitan dengan struktur modal sudah banyak diteliti oleh peneliti-peneliti terdahulu.

1. Wahyuning Kurniati (2007), menemukan adanya pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang perusahaan (studi pada perusahaan *textile/garments* di Bursa Efek Jakarta). Hasil dari penelitian tersebut adalah profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi profitabilitas maka tingkat utang perusahaan akan semakin rendah dan sebaliknya. Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan dividen akan meningkatkan utang perusahaan
2. Andi Kartika (2009), meneliti faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI. Hasil dari

penelitian tersebut adalah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dengan demikian hasil ini mendukung *pecking order theory*.

3. Prima Nur Happyani (2009), melakukan suatu pengujian *Pecking Order Theory* pada sektor manufaktur, pertambangan dan properti di BEI. Hasil dari penelitian tersebut menemukan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.
4. Sri Yulianti (2011) telah melakukan pengujian *Pecking Order Theory*: Analisis faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal industri manufaktur di BEI. Hasil dari penelitian tersebut adalah profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio *leverage*, hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap rasio *leverage*.

C. Kerangka Pikir

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian terdahulu, maka kerangka pikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pengaruh *firm size* terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2010.

Firm size merupakan salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan *leverage* yang akan dilakukan perusahaan. Secara singkat *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan menyukai pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan, apabila

pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi, baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Kebanyakan perusahaan industri sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal sendiri, sedang utang sifatnya sebagai pelengkap. Besar atau kecilnya ukuran suatu perusahaan dapat dilihat dari jumlah aset yang dimiliki perusahaan, tingkat penjualan yang terjadi dalam suatu periode tertentu, dan kapitalisasi pasar. Semakin besar jumlah aset yang dimiliki suatu perusahaan maka akan semakin besar pula modal yang tertanam dalam perusahaan tersebut, semakin banyak penjualan yang dapat dihasilkan oleh suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar. Karena ukuran perusahaan yang semakin besar, laba ditahan dan depresiasi tidak mencukupi untuk melakukan operasi perusahaan, sehingga sesuai dengan hirarki pendanaan *pecking order theory* dibutuhkan modal eksternal yaitu menggunakan utang sampai kemudian menerbitkan saham atau obligasi. Perusahaan-perusahaan dengan ukuran besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. *Firm size* yang besar memiliki sumber daya pendukung yang lebih besar dibanding

perusahaan yang lebih kecil. Sehingga semakin besar perusahaan maka kecenderungan penggunaan dana eksternal juga semakin besar. Jadi, *firm size* berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan.

2. Pengaruh *profitability* terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2010.

Profitability merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Semakin tinggi *profit*, maka proporsi ekuitas semakin meningkat atau proporsi pinjaman semakin menurun. Sehingga manajer akan memiliki *power* untuk mengelola dana perusahaan tanpa harus melakukan utang kepada pihak lain. Dengan tingkat keuntungan perusahaan yang tinggi, maka di perusahaan akan tersedia banyak modal yang dapat digunakan untuk investasi baru. Dengan demikian, *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage*, dimana jika *profitability* perusahaan meningkat maka tingkat utang perusahaan akan menurun dan sebaliknya.

3. Pengaruh *growth* terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2010.

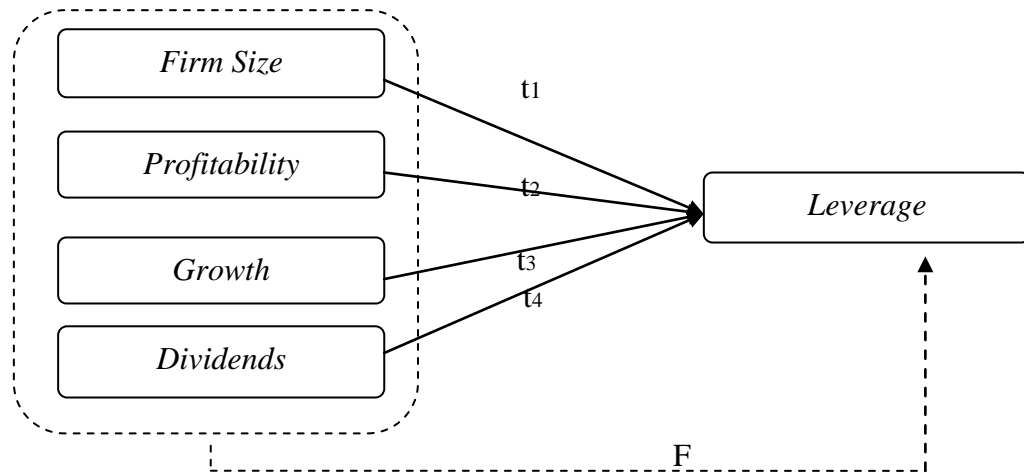
Menurut *pecking order theory*, perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Untuk memenuhi

kebutuhan investasi, perusahaan tidak dapat hanya mengandalkan dana internal yang biasanya masih rendah karena perusahaan masih dalam fase pertumbuhan. Perusahaan biasanya menerbitkan utang atau meminjam untuk menutupi keterbatasan dana internal tersebut. Biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan utang. Dengan demikian, *growth* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

4. Pengaruh *dividends* terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2010.

Perusahaan dengan *higher past dividen* akan memiliki *financial slack* rendah oleh karenanya *leverage* akan tinggi. Semakin tinggi jumlah dividen maka akan membutuhkan dana eksternal untuk menggantikan dana yang hilang dan utang yang diprioritaskan. Para manajer dan *shareholder* akan mengharapkan pembayaran dividen yang sebagian besar ditentukan melalui proses pertimbangan atas keuntungan yang telah diperoleh pada masa lalu. Jika pembayaran yang dilakukan sebelumnya besar, maka para manajer dan *shareholder* mungkin akan mengharapkan dividen yang lebih besar pula pada masa yang akan datang. Dividen yang besar pada masa lalu akan meningkatkan kebutuhan kas pada masa yang akan datang sehingga hal ini mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada *leverage* yang lebih tinggi pula. Sehingga dengan demikian, *dividends* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

D. Paradigma Penelitian



Gambar 1 Paradigma Penelitian

Keterangan:

t_1, t_2, t_3, t_4 : Uji t hitung (pengujian parsial)

F : Uji F hitung (pengujian simultan)

E. Hipotesis

Menurut Arikunto (2002) hipotesis merupakan suatu jawaban yang bersifat sementara terhadap permasalahan penelitian. Berdasarkan kajian teori dan kerangka pikir, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H_{a1} : *Firm size* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

H_{a2} : *Profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

H_{a3} : *Growth* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

H_{a4} : *Dividends* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

H_{a5} : *Firm size*, *profitability*, *growth* dan *dividends* secara simultan berpengaruh terhadap *leverage*.