

BAB II

STUDI KEPUSTAKAAN

A. Kajian Literatur

1. Pengertian Struktur Modal

Salah satu fitur penting dari ekonomi pasar adalah modal (*capital*). Bahkan, ekonom selalu memasukkan konsep modal dalam teori dan modelnya. Definisi standar dari modal adalah alat produksi, yaitu konsep yang bersifat fisik. Namun, ekonom juga menggunakan istilah modal untuk sejumlah uang. Jadi disini terdapat perbedaan antara modal finansial (*financial capital*) dan modal barang (*capital goods*). Ekonom juga menggunakan istilah modal untuk konsep finansial yang melibatkan harga pasar dan dalam unit mata uang (Murphy, 2014).

Manajer atau pemilik perusahaan harus dapat menyediakan modal yang cukup ketika aktivitas perusahaan mulai mengalami peningkatan dan sekaligus dapat mengatasi agar tidak terjadi kelebihan modal dalam bentuk kas pada saat aktifitas perusahaan sedang menurun. Modal dapat diperoleh dari hasil operasi perusahaan maupun dari sumber luar perusahaan. Kegagalan dalam memperoleh modal dalam jumlah mencukupi bagi kebutuhan perusahaan akan menghambat aktivitas perusahaan.

Kebutuhan modal dari operasi perusahaan tidak akan mencukupi untuk mendanai ekspansi perusahaan ketika perusahaan mulai

berkembang. Untuk mengatasi kebutuhan modal ini, perusahaan dapat mengakses sumber modal baik melalui hutang atau ekuitas atau kombinasi dari keduanya. Sumber modal perusahaan baik melalui hutang atau ekuitas atau kombinasi dari keduanya ini melahirkan konsep struktur modal dan keputusan mengenai sumber modal yang mana yang dipakai serta berapa proporsinya disebut sebagai keputusan struktur modal (Thakor dan Simon, 2011).

Struktur modal merupakan konsep yang paling banyak diperdebatkan dalam literatur keuangan perusahaan (Akinyomi & Adebayo Olagunju, 2013). Beberapa peneliti meyakini bahwa struktur modal terdiri dari penerbitan saham (*share issuance*), hutang pada bank investasi, hutang usaha, kontrak leasing, hutang pajak (*tax debt*), *retirement debt*, kompensasi untuk eksekutif dan pegawai, hutang yang terkait produk dan hutang-hutang lainnya (Afrasiabishani, *et al.*, 2012).

Gharaibeh (2015) menyatakan bahwa struktur modal merupakan kombinasi dari hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang dan ekuitas (saham umum dan saham preferen). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah berbeda-beda antar negara karena perbedaan perkembangan kondisi sosial, lingkungan, ekonomi, teknologi dan budaya. Doug (2014) menyatakan bahwa kajian empiris menunjukkan keputusan finansial di negara berkembang berbeda dengan di negara maju. Perbedaan ini disebabkan oleh perbedaan kelembagaan seperti level transparansi dan perlindungan investor, hukum kebangkrutan

dan pajak. Di sisi lain, Abzari, *et al.*, (2012) menyatakan bahwa struktur modal juga berbeda antar industri dan ukuran industri. Konsekuensinya, temuan riset di suatu negara atau industri tidak dapat digeneralisasikan untuk negara atau industri lain.

Keputusan struktur modal perusahaan merupakan salah satu aspek yang berpengaruh dalam menciptakan nilai bagi perusahaan. Manager finansial harus selalu memilih antara pendanaan melalui hutang dan ekuitas yang dapat menguntungkan perusahaan (Roshaliza dan Sanusi, 2014). Mayoritas perusahaan memandang bahwa struktur modal dan keputusan struktur modal adalah tugas yang sangat menantang bagi manajemen perusahaan. Hal ini Karena keputusan struktur modal berperan penting bagi keberlanjutan perusahaan dan kesalahan dalam keputusan struktur modal dapat menyebabkan tekanan finansial dan bahkan kebangkrutan. Dengan kata lain keputusan terhadap struktur modal perusahaan adalah salah satu keputusan terpenting yang dihadapi perusahaan dalam pembiayaan perusahaan (Gharaibeh, 2015). Jadi adalah penting bagi perusahaan untuk membuat kebijakan struktur modal yang tepat dan sesuai dengan kapasitas perusahaan.

Manajemen keuangan berperan penting dalam mengelola struktur modal perusahaan. Salah satu tanggung jawab utama seorang manajer keuangan (*financial manager*) dalam suatu perusahaan adalah merencanakan sumber dan penggunaan dana untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*the value of the firm*). Dalam kaitannya dengan struktur

modal, menurut Martono dan Harjito (2008), keputusan manajemen keuangan terdiri dari 3 bagian yaitu :

a. Keputusan Investasi.

Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva apa yang akan dikelola oleh perusahaan. Keputusan investasi merupakan keputusan yang paling penting karena keputusan investasi ini berpengaruh secara langsung terhadap besarnya laba investasi dan aliran kas perusahaan untuk waktu-waktu yang akan datang.

b. Keputusan Pendanaan.

Keputusan pendanaan menyangkut tentang sumber-sumber dana yang berada di sisi aktiva. Ada beberapa hal mengenai keputusan pendanaan, yaitu keputusan mengenai penetapan sumber dana yang diperlukan untuk membiayai investasi, dan penetapan 10 tentang perimbangan pembelanjaan yang terbaik atau sering disebut struktur modal yang optimum.

c. Keputusan Pengelolaan Aktiva.

Apabila aset telah diperoleh dengan pendanaan yang tepat, maka aset-aset tersebut memerlukan pengelolaan secara efisien. Manajer keuangan bersama manajer-manajer lain dip perusahaan bertanggung jawab terhadap berbagai tingkatan dari aset-aset yang ada. Tanggung jawab tersebut menuntut manajer keuangan lebih memperhatikan pengelolaan aktiva lancar daripada aktiva tetap. Manajer keuangan

yang konservatif akan mengalokasikan dananya sesuai dengan jangka waktu aset yang didanai.

Dengan demikian manajemen keuangan ini dapat memastikan bahwa perusahaan didanai dengan biaya modal paling rendah dan investor yakin mereka menginvestasikan dananya di pasar modal dengan adanya jaminan hasil maksimal pada tingkat risiko yang paling kecil serta pembuat kebijakan publik dapat membuat peraturan dan pajak yang meningkatkan output secara keseluruhan dengan tingkat risiko terkecil.

Inti dari keputusan struktur modal adalah mencari struktur modal yang optimal yaitu level modal yang dapat memaksimalkan profitabilitas dan nilai bagi shareholders (Addae, *et al.*, 2013). Ross, *et al.*, (2009) juga mendukung pendapat ini dengan menyatakan bahwa manajer harus memilih struktur modal yang diyakininya dapat memberikan nilai tertinggi bagi perusahaan karena struktur modal memberikan keuntungan bagi pemegang saham perusahaan. Struktur modal yang optimal akan meminimalkan biaya rata-rata modal. Oleh karena itu dalam mencari struktur modal yang optimal, sangat penting untuk mempertimbangkan tingkat suku bunga, tingkat pajak, biaya kebangkrutan, *agency relation* dan informasi asimetrik antara manajer dan investor.

2. Sumber -Sumber Pendanaan

Secara umum, terdapat tiga sumber pendanaan bagi perusahaan baik melalui hutang atau modal ekuitas. Thakor dan Simon (2011) menyatakan bahwa sumber modal ini mencakup pendanaan privat, sumber lembaga

perantara, dan pasar publik. Pertama, sumber modal melalui pengumpulan dana tidak menggunakan perantara seperti bank atau melalui pasar modal. Yang termasuk dalam kategori ini adalah keluarga dan teman, modal pemilik (*employee ownership*), laba ditahan dari profit operasi perusahaan, konsumen dan supplier, dan *angel investors*. Kedua, pengumpulan modal melalui lembaga perantara tetapi tidak masuk ke pasar modal. Kategori ini mencakup pinjaman bank dan perusahaan asuransi, pendanaan oleh perusahaan ekuitas privat (*private-equity firms*) dan modal ventura. Ketiga, pasar modal publik yaitu melalui pasar modal dengan penerbitan hutang publik, menjual saham, atau surat berharga (*commercial paper*).

a. Pembiayaan Bisnis melalui ekuitas

1) Pembiayaan Ekuitas dari sumber Internal

Keluarga dan Teman merupakan sumber pembiayaan penting untuk memulai usaha. Investor ini umumnya adalah keluarga atau teman yang telah berhasil dalam usahanya dan ingin berinvestasi membantu anggota keluarga atau teman.

Modal pegawai adalah cara lain dalam melakukan pembiayaan. Program kepemilikan saham pegawai dapat memberikan peluang pegawai menjadi pemilik saham perusahaan. Sebagai pemegang saham, pegawai menjadi lebih termotivasi sehingga lebih produktif.

Laba ditahan (*Retained earnings*) juga menjadi sumber penting pembiayaan ekuitas dari dalam perusahaan. Laba ini muncul ketika perusahaan berhasil memperoleh keuntungan (profit) di akhir tahun setelah membayar semua pengeluaran, membayar kreditor, pajak dan memberikan sebagian keuntungan sebagai deviden bagi pemegang saham. Jumlah sisa keuntungan ini disebut sebagai *retained earnings*, dan ini dapat menambah ekuitas perusahaan.

2) **Pembiayaan Ekuitas dari sumber Eksternal**

Investor tunggal (*Angel financing*) adalah mengumpulkan modal ekuitas dari investor tunggal, yang dikenal sebagai “malaikat”. Individu ini mencari perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan tinggi dan memiliki sinergi dengan perusahaannya. Pembiayaan dari sumber investor tunggal ini cukup mahal. Modal dari investor tunggal dapat mencapai 10% sampai 50% dari kepemilikan bisnis.

Ekuitas juga dapat dikumpulkan dari konsumen, pemasok dan sales representatives. Pihak-pihak ini dapat termotivasi memberikan pembiayaan karena yakin bahwa pertumbuhan perusahaan berpotensi tinggi sehingga mereka memberikan dukungan finansial melalui input ekuitas (*equity input*).

Perusahaan induk juga dapat menjadi sumber pembiayaan penting. Perusahaan induk dapat menyediakan ekuitas bagi anak perusahaannya dibandingkan harus menanggung biaya mencari modal dari sumber eksternal.

3) **Modal ekuitas melalui lembaga perantara**

Ekuitas juga dapat dikumpulkan melalui lembaga perantara finansial yang membantu menghubungkan sumber dan pengguna modal. Pertama adalah *private equity*. Istilah *private equity* menunjukkan suatu perusahaan yang ekuitasnya tidak diperdagangkan ke publik melalui bursa saham atau modal. Perusahaan *private equity* menspesialisasikan perusahaannya dalam membeli perusahaan. Setelah melakukan perbaikan manajemen perusahaan, *private equity* dapat menjual perusahaan tersebut ke perusahaan lain atau melakukan go publik dengan menjual saham di bursa saham.

Modal ventura adalah sumber ekuitas lain untuk membiayai perusahaan. Pembiayaan melalui modal ventura disediakan melalui dukungan dari pemerintah atau entitas privat.

Bank investasi juga dapat menjadi perantara menambah modal dari berbagai sumber. Bank investasi adalah lembaga finansial yang membantu individu, perusahaan dan

pemerintah mengumpulkan modal melalui *underwriting* dan/atau bertindak sebagai agen klien (*client's agent*) dalam menerbitkan sekuritas. Bank investasi juga dapat membantu perusahaan melakukan merger dan akuisisi dengan menjadi *host of services*, seperti membuat pasar, memperdagangkan obligasi derivatif, obligasi, ekuitas, devisa, dan komoditas.

b. Pembiayaan Perusahaan Melalui Hutang

1) Hutang non pasar, diintermediasi dan langsung

Perusahaan dapat mengumpulkan dana dalam jumlah besar melalui hutang dari berbagai sumber. Bank komersial adalah sumber penting pembiayaan hutang bagi perusahaan. Perusahaan menggunakan bank untuk mendapatkan hutang jangka pendek, jangka menengah dan jangka panjang.

Pembiayaan hutang bank jangka pendek (tipikalnya dengan jatuh tempo di bawah 1 tahun) umumnya digunakan perusahaan untuk membiayai kebutuhan modal kerja (*working capital*), yaitu uang tunai (*cash-on-hand*) yang diperlukan untuk membayar supplier, membeli persediaan dan membayar tagihan-tagihan harian. Hutang jangka menengah dan panjang umumnya berbentuk *bank-term loans*. Ini merupakan pinjaman komersial standar dengan suku bunga tetap, tanggal jatuh tempo dan skema pembayaran bulanan.

Pinjaman jangka menengah umumnya memiliki masa jatuh tempo kurang dari tiga tahun. Pinjaman ini umumnya dibayar dalam bentuk angsuran bulanan dari arus kas yang dihasilkan dari penjualan barang dan jasa. Di sisi lain, Pinjaman jangka panjang umumnya memiliki jatuh tempo 3 sampai 10 tahun. Pinjaman ini dijamin dengan aset (agunan) perusahaan.

Disamping melakukan pinjaman, bank juga dapat membuat *loan commitments* bagi perusahaan. Melalui *loan commitment*, bank menjanjikan memberikan pinjaman sampai pada jumlah tertentu secara kontraktual dengan suku bunga yang ditetapkan kemudian. Tipikalnya, *loan commitment* diberikan untuk tujuan khusus seperti memenuhi kebutuhan modal kerja atau membiayai akuisisi.

Piutang dagang (***accounts receivables***) adalah sumber lain pembiayaan hutang bagi perusahaan. Setiap usaha yang menjual barang/jasa secara kredit ke konsumen dimana konsumen membayar di kemudian hari akan menghasilkan *accounts receivables*. Masalah dari *accounts receivables* adalah meski penjualan dicatat tetapi tidak ada uang tunai masuk saat itu. Pembayaran konsumen di kemudian hari akan menjadi sumber pembiayaan.

Hutang dagang (*Accounts payable*) juga menjadi sumber pembiayaan dari sisi supplier. Kebanyakan perusahaan tidak membayar suppliernya saat menerima barang. Umumnya mereka membayar dalam waktu 30 hari dan bahkan lebih.. ini menimbulkan hutang dagang dalam neraca yang dicatat dalam pos kewajiban (*liability*) yang pada dasarnya merupakan hutang jangka pendek.

2) **Hutang Publik**

Perusahaan juga dapat secara langsung mengakses pasar modal untuk melakukan pinjaman dengan menerbitkan hutang publik (*public debt*) dengan bantuan bank investasi. Terdapat dua bentuk hutang publik yaitu surat berharga (*commercial paper*) dan hutang jangka panjang.

Commercial paper umumnya memiliki masa jatuh tempo kurang dari 1 tahun, yaitu hutang tanpa agunan yang hanya tersedia bagi perusahaan yang berkualitas baik. Hutang ini umumnya digunakan untuk membiayai piutang dagang (*accounts receivable*) dan persediaan.

Hutang jangka panjang dapat berupa penerbitan obligasi dengan masa jatuh tempo lebih dari 1 tahun hutang ini umumnya digunakan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas jangka pendek bagi perusahaan, membeli aset tetap seperti mesin atau akuisisi perusahaan lain. tipikalnya hutang jangka

panjang memiliki suku bunga lebih tinggi dibandingkan surat berharga.

3. Teori-Teori Struktur Modal

Kajian terhadap struktur modal, khususnya struktur modal optimal didasarkan pada beragam teori dan hipotesis yang dikemukakan oleh sejumlah peneliti. Teori dan hipotesis ini mencakup pendapatan bersih (*Net income*), pendapatan operasional bersih (*net operational income*), teori pendekatan tradisional, teori Miller dan Modigliani, teori *trade-off* statik, hipotesis informasi asimetris (*asymmetric of the information hypothesis*), teori pecking order, teori signaling, teori biaya agensi (*agency cost theory*), hipotesis arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*), Teori *trade-off* dinamis dan teori market timing. Teori-teori ini memberikan penjelasan mengenai metode pembiayaan tetapi tidak satupun yang memberikan model optimasi struktur modal (Afrasiabishani, *et al.*, 2012).

Menurut Shah Shahar, *et al.*, (2015) diantara teori-teori struktur modal, teori Trade off statik yang diturunkan dari Modigliani and Miller pada tahun 1963 adalah yang paling awal dan banyak menjelaskan struktur modal. Namun, studi terbaru menunjukkan pergeseran dari teori Trade Off ke teori Pecking Order theory. Mostafa & Boregowda (2014) menyatakan bahwa teori *Trade-Off* statik dan teori Pecking Order adalah yang paling diterima dalam teori struktur modal. Berikut akan dijelaskan

beberapa teori struktur modal yaitu Teori Miller dan Modigliani, Teori *Pecking Order Hypothesis* dan Teori *Signalling*.

a. Teori Miller dan Modigliani (M&M)

Mostafa & Boregowda (2014) menyatakan bahwa teori pertama tentang struktur modal adalah teori Modigliani-Miller (M&M) yang dikembangkan sekitar tahun 1958. Teori Miller dan Modigliani atau yang dikenal dengan teori M&M merupakan dasar dari teori keuangan modern. Teori M&M ini mencoba menjelaskan bagaimana hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Teori ini memberikan sebuah definisi operasional dari biaya modal dan dasar teori investasi yang secara eksplisit mengakui ketidakpastian dan memberikan dukungan sebagai dasar prinsip dari maksimalisasi nilai pasar.

Danso & Adomako, (2014) menyatakan bahwa terdapat beberapa asumsi baik secara eksplisit dan implisit yang digunakan dalam Teori M&M yaitu :

- 1) Semua aset secara fisik dimiliki oleh perusahaan
- 2) Di pasar modal tidak terjadi friksi. Tidak ada pajak perusahaan atau pajak pendapatan personal, tidak ada biaya dalam membeli dan menjual sekuritas, dan tidak ada biaya kebangkrutan.

- 3) Perusahaan hanya dapat mengeluarkan 2 jenis sekuritas yaitu ekuitas yang berisiko (*risky equity*) dan hutang yang bebas risiko (*risk-free debt*).
- 4) Baik individu maupun perusahaan dapat meminjam dan meminjamkan dana pada tingkat bunga bebas risiko (*risk-free interest rate*).
- 5) Investor memiliki ekspektasi yang homogen tentang pergerakan profit perusahaan di masa depan.
- 6) Tidak ada pertumbuhan, sehingga semua pola arus kas (*cash flow*) bersifat anuitas sampai jangka waktu tidak terbatas.
- 7) Semua perusahaan dapat digolongkan menjadi satu dari beberapa kelas *return* yang sama sehingga return semua perusahaan di kelas yang sama adalah proporsional, dan berkorelasi dengan sempurna, dengan perusahaan lain di kelas tersebut.

Teori M&M mengakui tidak adanya hubungan antara pendanaan dan investasi. Penggunaan hutang atau tanpa hutang dalam mendanai investasi perusahaan tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan. Selama jumlah aliran kas perusahaan tetap, maka nilai dari perusahaan tidak akan berubah dengan ada atau tidak adanya perjanjian yang *protective*; dengan aliran kas yang tetap, keuntungan yang dimiliki *bondholder* akan hilang ke pemegang saham dan sebaliknya. Perjanjian hanya akan mengubah

distribusi kumpulan payoffs dan adanya pilihan pendanaan tidak berhubungan terhadap nilai perusahaan. Teori M&M menyatakan bahwa peningkatan hutang akan menurunkan nilai dari saham yang beredar yang berdampak pada nilai ekuitas perusahaan akan lebih kecil.

b. *Pecking Order Theory*

Teori pecking order dikembangkan oleh Stewart Myers pada tahun 1984. Teori Pecking Order theory membahas konflik antara insider dan outsider karena informasi asimetris, tetapi teori ini tidak mempertimbangkan struktur modal yang optimal (Mostafa & Boregowda, 2014).

Myers mengembangkan teori pecking order berdasarkan 4 asumsi yaitu :

- 1) Kebijakan dividen adalah kaku. Manajer akan berusaha menjaga tingkat pembayaran dividen yang konstan, dan tidak akan menaikkan atau menurunkan dividen sebagai bentuk respon akan fluktuasi laba sekarang yang bersifat sementara.
- 2) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (laba ditahan dan penyusutan) dibandingkan pendanaan eksternal seperti hutang dan saham.
- 3) Jika perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih dari pendanaan saham yang paling aman terlebih dahulu.

- 4) Jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal yang lebih banyak maka perusahaan akan memilih dengan memakai hutang yang aman, kemudian dengan hutang yang berisiko , *convertible securities*, *preferred stock*, dan terakhir adalah saham umum.

Model ini lebih fokus pada motivasi manajer perusahaan dibandingkan prinsip valuasi dari pasar modal. Dalam bentuknya yang paling sederhana, teori *Pecking Order* ini telah ada selama beberapa tahun, namun banyak ditolak oleh para ekonomi modern karena kelihatannya tidak rasional. Teori *Pecking Order* yang sederhana menganggap ada pengaruh yang buruk dari ketidaksempurnaan pasar (biaya transaksi tinggi, investor yang tidak memiliki informasi, dan manajer yang sangat tidak sensitif terhadap valuasi pasar atas saham perusahaan) yang sulit menerima sebagai gambar akurat dari pasar modal yang modern. Myers memberikan pandangan pembenaran dari teori pecking order ini berdasarkan informasi asimetris. Myers dan Majluf memberikan dua asumsi utama tentang manajer perusahaan. Pertama adalah mereka mengasumsikan bahwa manajer perusahaan lebih mengetahui tentang penghasilan perusahaan sekarang dan kesempatan investasi dibandingkan investor luar. Kedua adalah bahwa manajer bertindak berdasarkan kepentingan terbaik dari pemegang saham yang ada.

Kedua asumsi ini sangat penting karena asumsi informasi asimetris mengimplikasi bahwa manajer yang mengembangkan atau menemukan kesempatan investasi yang bagus dengan NPV positif tidak mampu untuk menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar karena pernyataan manajer tersebut tidak akan dipercaya. Setelah itu, semua team manajemen memiliki dorongan untuk mengumumkan proyek baru supaya harga beli saham naik, sehingga mereka dapat menjual saham pada harga yang lebih tinggi dan karena investor tidak mampu memverifikasi klaim tersebut dalam waktu yang lama, mereka akan memberi nilai rata – rata rendah terhadap semua saham semua perusahaan dan akan membeli saham baru yang diterbitkan hanya pada saat diskon besar dari nilai ekuilibrium tanpa informasi asimetris. Manajer perusahaan memahami masalah ini, dan pada kasus tertentu akan menolak untuk menerima kesempatan investasi dengan NPV positif jika di dunia ini melibatkan penerbitan saham baru karena ini akan memberikan nilai proyek yang terlalu banyak kepada pemegang saham baru dengan membebankan kepada pemegang saham yang lama. Investor tidak dapat mempercayai manajer, sehingga mereka akan menempatkan nilai kecil pada saham biasa dan manajer akan dipaksa melepaskan kesempatan investasi yang bernilai karena tidak dapat menyampaikan informasi pribadi kepada investor lama secara kredibel. Ditambah lagi , masalah informasi dalam pasar

keuangan adalah masalah yang disebabkan oleh sifat manusia, sehingga tidak dapat diatasi dengan pengurangan biaya transaksi atau pasar modal lainnya. Solusi dari permasalahan ini menurut Myers dan Majluf adalah menahan *financial slack* yang cukup agar dapat mendanai proyek secara internal.

Financial slack merupakan kas perusahaan dan surat berharga yang dipegang perusahaan seperti kapasitas hutang yang tidak dipakai. Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak akan pernah menerbitkan hutang berisiko atau sekuritas untuk mendanai investasi proyeknya, dengan begitu perusahaan dapat mengatasi masalah informasi yang asimetris antara manajer dan investor. Selain itu, menurut aturan investasi optimal dari Fisherian sekali lagi menekankan, karena manajer dapat menerima semua proyek yang NPV positif tanpa membahayakan investor lama. Yang terpenting adalah model ini memberikan penjelasan mengenai pola dari perusahaan yang profitabilitasnya tinggi menahan labanya sebagai ekuitas dan meningkatkan cadangan kas mereka.

Mereka membangun *financial slack* dan *financial flexibility*. Model Myers dan Majluf juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap peningkatan dan penurunan hutang. Karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi berharga berusaha mendanai proyeknya secara internal, atau menggunakan sekuritas yang

rendah risiko. Jika perusahaan tersebut masih harus membutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas karena manajer perusahaan menganggap saham perusahaan overvalued. Investor sangat paham akan insentif ini dan juga sadar bahwa manajer terinformasi dengan baik tentang prospek perusahaan bila dibandingkan dengan dirinya sendiri, dan oleh sebab itu investor selalu berusaha menanggapi pengumuman penerbitan saham sebagai "berita buruk" (sebagai tanda bahwa manajemen menganggap saham perusahaan akan *over-valued*).

Teori Pecking Order ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu tidak dapat menjelaskan semua aturan dalam struktur modal yang diamati. Sebagai contoh, jika dibandingkan dengan *trade-off theory* adalah ketidakmampuannya untuk menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan dan biaya menerbitkan sekuritas dan kesempatan investasi perusahaan berpengaruh terhadap rasio aktual hutang. Apalagi teori ini mengindahkan *agency problem* yang signifikan dapat dengan mudah meningkat ketika manajer perusahaan mengakumulasi begitu banyak financial slack sehingga mereka menjadi kebal dari peraturan pasar. Ini dapat terjadi jika perusahaan tidak memiliki kebutuhan untuk meningkatkan pendanaan eksternal yang baru, dan dengan demikian tidak dapat dihukum secara langsung melalui harga saham yang rendah. Meskipun begitu, *Pecking Order Hypothesis* terlihat lebih baik

dalam menjelaskan aspek tertentu dari pola struktur modal yang diamati dibandingkan model yang lain, dan ini tentunya menjadi pilihan pendanaan perusahaan (sekuritas apa yang dipilih untuk diterbitkan) dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

c **Teori Signaling**

Menurut teori signaling, keputusan finansial adalah sinyal yang dikirimkan investor ke manajer untuk mengkompensasi informasi asimetris. Sinyal ini dipandang sebagai inti dari hubungan finansial (Afrasiabishani, *et al.*, 2012). Teori ini pertama kali dikembangkan oleh Spencer tahun 1973 menggunakan pasar tenaga kerja untuk memodelkan signaling pada pendidikan (Conelly, *et al.*, 2011)

Signalling merupakan kegiatan pendanaan manajer yang dipercaya dapat merefleksikan nilai dari saham perusahaan. Pada umumnya pendanaan dengan hutang dianggap sebagai signal positif sehingga manajer percaya bahwa saham “undervalued”. Sebagai contoh anggap manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan memerlukan adanya tambahan pendanaan.

Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan sekarang. Dalam hal ini akan menguntungkan bagi para stockholder untuk menggunakan hutang dibandingkan dengan menerbitkan saham. Karena dengan penggunaan hutang ini

dianggap sebagai signal positif. Sedangkan adanya penerbitan saham dianggap sebagai signal negatif sehingga manajemen percaya bahwa saham “overvalued”. Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan hutang.

Menurut teori ini, perusahaan dengan leverage yang besar dapat dipakai manajer sebagai signal yang optimis akan masa depan perusahaan. Teori signalling ini muncul karena adanya permasalahan asimetris informasi. Karena kondisi asimetris informasi ada dari waktu ke waktu, perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi tanpa harus menjual saham pada harga rendah. Dengan demikian akan mengirimkan signal yang sangat mempengaruhi harga saham.

Adanya asumsi bahwa pasar keuangan tidak merefleksikan semua informasi khususnya informasi yang belum tersedia di publik, maka memungkinkan bagi manajer untuk memilih dalam penggunaan kebijakan pendanaan untuk menyampaikan informasi ke pasar. Manajer sebagai pihak dalam yang memiliki akses informasi tentang ekspektasi aliran kas perusahaan, akan memilih signal yang tidak terlalu ambigu tentang masa depan perusahaan

jika mereka memiliki insentif yang tepat. Untuk melihat bagaimana proses bekerja insentif ini, maka kita asumsikan manajer dilarang untuk memperdagangkan sekuritas dari perusahaan mereka. Hal ini menjaga mereka dari keuntungan dengan mengeluarkan signal yang salah, seperti mengumumkan berita buruk dan menjual singkat (short sale) walaupun mereka tahu perusahaan bagus.

Model signalling yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Manajer lebih baik dari siapapun, diasumsikan mengetahui nilai "sebenarnya" perusahaan di masa depan. Disamping itu, manajer juga diasumsikan bertindak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham lama yaitu orang yang memiliki saham di perusahaan ketika keputusan diambil. Pemegang saham lama ini juga diasumsikan pasif atau tidak melakukan apapun untuk mengubah portofolio mereka. Untuk lebih mudah, maka kita asumsikan tingkat bunga adalah nol, dan tidak ada pajak, biaya transaksi, atau pasar tidak sempurna.

4. ***Debt to Assets Ratio (DAR)***

Debt to Assets Ratio (DAR) merupakan salah satu rasio *leverage* yang menunjukkan seberapa besar pembiayaan perusahaan dibiayai oleh utang. DAR mengukur proporsi dana yang bersumber dari utang untuk membiayai aktiva perusahaan. Semakin besar DAR menunjukkan semakin besar porsi penggunaan utang dalam

membiayai investasi pada aktiva, yang berarti pula risiko perusahaan akan meningkat (Sudana, 2011). DAR dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Asset}}$$

Besarnya hasil perhitungan DAR menunjukkan besarnya total utang yang dapat dijamin dengan total aktiva atau menunjukkan besarnya dana yang disediakan oleh kreditor terhadap aktiva total yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi DAR, maka resiko perusahaan akan semakin besar karena utang menimbulkan beban bunga tetap pada perusahaan.

5. *Debt to Equity Ratio (DER)*

DER merupakan salah satu rasio leverage yang menunjukkan perbandingan antara total utang dengan modal sendiri. Menurut Kasmir (2008). Rasio ini digunakan untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan oleh kreditor dengan pemilik perusahaan sehingga rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang. DER dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Semakin tinggi rasio ini menunjukkan semakin tingginya risiko kegagalan yang mungkin terjadi pada perusahaan, begitu juga sebaliknya apabila semakin rendah rasio ini maka menunjukkan

semakin rendah pula risiko kegagalan yang mungkin terjadi pada perusahaan.

6. Profitabilitas

Kata profitabilitas (*profitability*) tersusun atas dua suku kata yaitu *profit* dan *ability*. Suku kata *ability* menunjukkan kemampuan suatu entitas bisnis dalam menghasilkan profit. Kemampuan ini juga menunjukkan kekuatan mendapatkan atau kinerja operasi. Jadi, profitabilitas dapat didefinisikan sebagai kemampuan suatu investasi menghasilkan return atas penggunaannya. Profitabilitas adalah konsep relatif sedangkan profit adalah konotasi absolut. Analisis profitabilitas adalah salah satu teknik terbaik dalam mengukur produktivitas dari modal yang digunakan dan efisiensi operasional (Tulsian, 2014).

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari modal yang diinvestasikan. Laba merupakan kenaikan modal (aktiva bersih) yang berasal dari transaksi sampingan atau transaksi yang jarang terjadi dari suatu badan usaha dan dari semua transaksi atau kejadian lain yang dilakukan oleh badan usaha tersebut selama satu periode, kecuali yang timbul dari pendapatan (*revenue*) atau investasi pemilik. Profitabilitas sendiri merupakan kemampuan yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan dari data laporan laba rugi akhir tahun. Di sisi lain, rasio profitabilitas mengukur efektifitas

manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi (Tulsian, 2014).

Kinerja suatu perusahaan salah satunya dapat diukur dengan profitabilitas. Hal ini dikarenakan profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Ukuran profitabilitas perusahaan bermacam-macam, seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aset, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Loukoianova, (2008) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas atau rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan.

ROE merupakan salah satu rasio profitabilitas yang disebut juga sebagai rentabilitas modal sendiri. ROE mempunyai arti penting bagi para pemegang saham, yaitu untuk mengukur kemampuan manajemen dalam mengelola modal yang tersedia untuk mendapatkan laba bersih, sedangkan bagi pihak manajemen, ROE mempunyai arti penting untuk menilai kinerja keuangan perusahaan. ROE merupakan suatu pengukuran dari perhitungan *income* yang tersedia bagi pemilik perusahaan baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan (Syamsuddin, 2009).

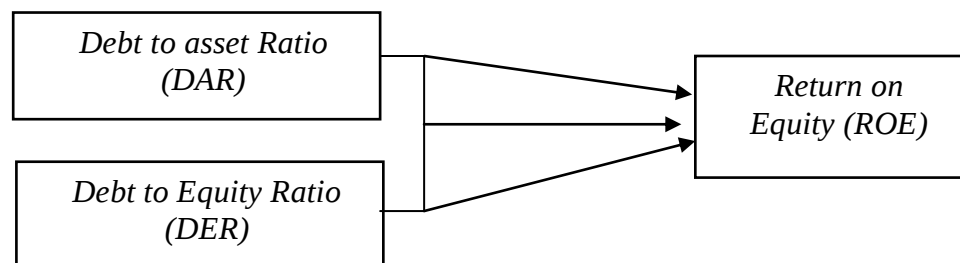
Menurut Sartono (2011), ROE mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. ROE dirumuskan sebagai berikut :

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Rata-rata Modal}}$$

ROE yang semakin tinggi berarti semakin efisien penggunaan modal sendiri yang dimiliki perusahaan (Sudana, 2011). Hal ini menunjukkan bahwa upaya untuk meningkatkan ROE sejalan dengan usaha meningkatkan harga saham yang merupakan pencerminan dari peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

B. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan studi pustaka yang telah dijelaskan sebelumnya, terdapat pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan. Pada penelitian ini struktur modal yang merupakan perbandingan antara modal sendiri dan modal asing atau hutang diwakili oleh rasio-rasio keuangan *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Asset Ratio* (DAR) sedangkan profitabilitas perusahaan diukur dengan *Return on Equity* (ROE). Secara ringkas, kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.1



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

C. Hipotesis

Penentuan struktur modal yang optimal bagi suatu perusahaan adalah salah satu tugas terpenting dari manajer keuangan. Struktur modal optimal adalah *debt to equity ratio* terbaik bagi perusahaan yang dapat meminimalkan beban pembiayaan (*cost of financing*) dan memaksimalkan nilai perusahaan. Roshaiza dan Sanusi (2014)

Keputusan struktur modal adalah bauran dari hutang dan ekuitas dan keputusan ini sangat penting karena kesalahan keputusan akan menyebabkan tekanan finansial pada perusahaan dan bahkan kebangkrutan (Shah Shahar, *et al.*, 2015). Bauran antara hutang dan ekuitas dalam struktur modal dapat ditunjukkan melalui rasio-rasio keuangan seperti *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Asset Ratio* (DAR) sedangkan profitabilitas perusahaan salah satunya dapat diukur dengan *Return on Equity* (ROE). Dengan demikian, hipotesis penelitian pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas dapat diwakili melalui pengaruh *Debt to equity Ratio* (DER) terhadap *Return on Equity* (ROE) dan pengaruh *Debt to Asset Ratio* (DAR) terhadap *Return on Equity* (ROE). Pengembangan hipotesisnya adalah sebagai berikut.

1. Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) Terhadap Profitabilitas (ROE)

Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan mempengaruhi besar kecilnya laba bagi perusahaan, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi semua kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar seluruh kewajibannya. Hal ini

dikarenakan semakin besar penggunaan utang maka akan semakin besar kewajibannya.

Di sisi lain, perusahaan akan lebih memprioritaskan pembayaran kewajiban dari pada profitabilitas kepada investor, sehingga hal ini dapat mengurangi kepercayaan investor dalam menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). Hasil penelitian Rosyadah (2013) menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap profitabilitas

2. Pengaruh *Debt to Asset Ratio* (DAR) Terhadap Profitabilitas

Perusahaan yang melakukan pinjaman pada pihak luar akan menimbulkan resiko utang sebagai konsekuensi dari pinjaman tersebut. Semakin besar utang, maka semakin besar pula resiko yang akan dihadapi perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan perlu mempertimbangkan alternatif lain demi mencapai keuntungan yang diharapkan. Salah satu alternatif yang perlu dipertimbangkan adalah seberapa besar penggunaan utang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan yang digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang merupakan salah satu tingkat keberhasilan dalam kinerja perusahaan. Meskipun

potensi laba yang akan didapatkan besar, penggunaan utang dapat menimbulkan masalah atau resiko keuangan perusahaan. Hal ini terjadi karena perusahaan akan terbebani bunga pinjaman, kemudian mengembalikan sejumlah utang yang dahulu telah dipinjam yang pada akhirnya dapat mengurangi laba perusahaan.

Besarnya hasil perhitungan *Debt to Asset Ratio* (DAR) menunjukkan besarnya total utang yang dapat dijamin dengan total aktiva atau menunjukkan besarnya dana yang disediakan oleh kreditor terhadap aktiva total yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar DAR menunjukkan semakin besar porsi penggunaan utang dalam membiayai investasi pada aktiva, yang berarti pula risiko perusahaan akan meningkat (Sudana, 2011). Hal ini sesuai dengan penelitian Shingh (2013) yang menyatakan bahwa *Debt to Asset Ratio* (DAR) berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : *Debt to Asset Ratio* (DAR) berpengaruh terhadap profitabilitas

D. Penelitian Terdahulu

Penelitian terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), *Debt to Asset Ratio* (DAR) dan Profitabilitas (ROE) telah banyak dikaji dalam literatur ilmu ekonomi, khususnya manajemen finansial perusahaan. Mengingat banyaknya literatur yang berkaitan dengan pokok bahasan yang dikaji, maka hanya akan disajikan beberapa literatur yang relevan dan terkini dengan penelitian ini. Ringkasan hasil penelitian terdahulu disajikan pada Tabel 2.1 berikut.

Tabel 2.1 Ringkasan Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Variabel	Metode	Hasil
1	Addae, <i>et al.</i> , (2013)	Dependen : Profitabilitas : ROE Independen : capital structure ratios : - <i>short-term debt to the total capital ratio</i> ; - <i>Long-term debt to total capital ratio</i> - Total debt to total capital ratio.	Study empiris pada Ghana Stock Exchange (GSE). Metode analiisi : Regresi linier berganda	Terdapat hubungan positif dan nyata antara profitabilitas dan <i>short term debt</i> Terdapat hubungan negatif dan nyata antara profitabilitas dan <i>long term debt</i> Perusahaan yang terdaftar di GSE lebih tergantung pada <i>short term debt</i> dibandingkan <i>long term debt</i> .
2	Gharaibeh (2015)	Variabel Independen : Peluang pertumbuhan, kebijakan deviden, umur, likuiditas, struktur kepemilikan, profitabilitas, ukuran, tipe industri dan resiko bisnis Dependen variabel : debt ratio or (leverage) : ratio total liabilities to total assets	Studi empiris pada 49 industri terdaftar pada kuwait stock exchange, menggunakan data time series 6 tahun periode 2009 to 2013. <i>Analisis Multiple regressions</i> menggunakan <i>ordinary least squares (OLS)</i>	- Peluang pertumbuhan, likuiditas, profitabilitas, ukuran, dan jenis industri berhubungan nyata dengan leverage perusahaan. - Kebijakan deviden dan struktur kepemilikan berpengaruh negatif tapi tidak nyata terhadap struktur modal.
3	Abzari, <i>et al.</i> , (2012)	- Dependen : struktur modal dan kompetisi pasar produk - Independen : jenis industri.	Studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di Tehran Stock Exchange. Menggunakan balanced panel data set sebanyak 603 perusahaan dari tahun 2001 ke 2009. Analisis data : analysis of variance.	Terdapat perbedaan nyata pada debt ratios dan kompetisi pasar antar beragam industri

No	Nama Peneliti	Variabel	Metode	Hasil
			Menggunakan metode parametrik,	
4	Khaled Al-Jafari, M dan H. Al Samman (2015)	Independen : Profit margin Return on assets Average tax rate Size Growth Fixed assets ratio Financial leverage Working capital	Studi empiris pada 17 industri yang terdaftar di website Muscat securities market Dengan data dari tahun 2006 sampai 2013. Pengolahan menggunakan <i>panel ordinary least squares model</i>	- Terdapat hubungan nyata antara Profitabilitas dengan ukuran perusahaan, pertumbuhan, <i>fixed assets</i> dan <i>working capital</i>. - average tax rate dan financial leverage menunjukkan hubungan negatif dengan profitabilitas. - Perusahaan besar dapat secara efisien memanfaatkan aset untuk meningkatkan <i>revenue</i> dan profitabilitas
5	Salawu, R.O (2009)	Independen : Profitability Dependen : Total liabilities ratio, ong-term liabilities ratio, Short-term liabilities ratio dan Participation of Equity	Studi empiris perusahaan non finansial selama tahun 1990 - 2004 dari Nigerian Stock Exchange. Analisis data : <i>Pooled Ordinary Least Squares (OLS) model, Fixed Effect Model (FEM) dan Random Effect Model (REM)</i>	Terdapat hubungan negatif antara rasio total debt to total assets terhadap profitabilitas. Perusahaan di nigeria tergantung pada pembiayaan eksternal financing.