

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Peneliti mengambil beberapa penelitian terdahulu yang terkait dengan topik sebagai referensi selain dari teori, terdapat lima penelitian yang diambil oleh peneliti sebagai berikut :

1. *Yuke Prabansari dan Hadri Kusuma, 2005, Faktor – faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur go public di Bursa Efek Jakarta.*

Penelitian ini bertujuan melakukan kajian empiris terhadap faktor – faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta. Variabel yang digunakan adalah ukuran perusahaan (*size*), risiko bisnis (*business risk*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), profitabilitas (*profitability*), dan struktur kepemilikan (*ownership structure*). Penelitian ini merupakan penelitian korelasi (*correlational research*). Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *random sampling*. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linier berganda dengan bantuan SPSS 11,5. Pengujian terhadap hipotesis penelitian dilakukan melalui pengujian regresi (uji F) dan pengujian parsial masing – masing variabel (uji t). Hasil analisis regresi linier berganda diketahui bahwa ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan perusahaan secara bersama – sama (simultan) berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil untuk

pengaruh parsial variabel bebas terhadap struktur modal adalah ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan, risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan, dan struktur kepemilikan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Persamaan penelitian yang dilakukan oleh Yuke dan Hadri (2005) dengan peneliti terdapat pada penggunaan struktur modal sebagai variabel dependen, profitabilitas dan struktur kepemilikan sebagai variabel independen, dan metode analisis data menggunakan *multiple regression analysis*. Perbedaan penelitian terdapat pada penambahan harga saham oleh peneliti untuk variabel dependen. Peneliti terdahulu menggunakan ukuran perusahaan dan risiko bisnis pada variabel independen. Peneliti terdahulu menggunakan perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta tahun 1997 – 2002, sedangkan peneliti menggunakan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

2. *Herman Ruslim, 2009, Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order) : Analisis Empiris Terhadap Harga Saham di LQ – 45.*

Penelitian ini mencoba untuk mempelajari struktur modal dinamis yang menggunakan pengaruh profitabilitas, defisit arus kas dan hutang jangka panjang. Variabel dependen yang digunakan adalah struktur modal dan variabel independen yang digunakan adalah defisit pendanaan internal, profitabilitas, dan hutang jangka panjang. Obyek penelitian adalah struktur modal dinamis, profitabilitas, hutang jangka panjang, dan defisit pendanaan internal dari emiten non – keuangan yang

terdaftar di LQ45 selama periode 2000 – 2006. Pemilihan sampel menggunakan metode acak sederhana (*simple random sampling*). Bentuk dari penelitian ini adalah penelitian deskriptif dan verifikatif karena penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan gambaran dan informasi mengenai pengaruh profitabilitas, defisit pendanaan internal dan hutang jangka panjang perusahaan terhadap struktur modal dinamis. Metode analisis yang digunakan adalah *Generalized Moment Method* (GMM). Penelitian ini menemukan hasil bahwa hutang jangka panjang dan defisit pendanaan internal secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan, sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Secara simultan variabel – variabel independen berpengaruh signifikan terhadap struktur modal atas emiten non – keuangan LQ45.

Persamaan penelitian yang dilakukan oleh Herman Ruslim (2009) dengan peneliti terdahulu pada struktur modal sebagai obyek yang diteliti dan satu variabel independen profitabilitas. Perbedaan dengan penelitian terdahulu terdapat pada penambahan harga saham sebagai variabel dependen oleh peneliti, variabel independen peneliti terdahulu menggunakan defisit pendanaan internal dan hutang jangka panjang, sedangkan peneliti menggunakan variabel struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan struktur kepemilikan manajerial. Peneliti terdahulu menggunakan perusahaan LQ45 tahun 2000 - 2006 untuk penelitiannya, sedangkan peneliti menggunakan perusahaan manufaktur tahun 2007 – 2011.

3. *Ali Kesuma, 2009, Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia.*

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak dari faktor – faktor pada struktur modal serta pengaruhnya terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia. Variabel dependen penelitian adalah struktur modal dan harga saham. Variabel independen pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, profitabilitas, dan rasio hutang. Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan – perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan sampel perusahaan *real estate yang go public* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2003 – 2006. Teknik analisis yang digunakan adalah *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan menggunakan software AMOS 7,0. Hasil pengujian terhadap variabel – variabel adalah pertumbuhan penjualan dan profitabilitas secara parsial mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal, rasio hutang mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Pertumbuhan penjualan dan struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap harga saham, profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga saham, rasio hutang mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap harga saham, dan struktur modal mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap harga saham.

Persamaan penelitian yang dilakukan oleh Ali Kesuma (2009) dengan peneliti terdapat pada struktur modal, harga saham sebagai variabel dependen. Struktur aktiva, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan sebagai variabel independen. Perbedaan dengan penelitian terdahulu terdapat pada rasio hutang sebagai variabel

independen peneliti terdahulu. Sampel yang digunakan oleh peneliti terdahulu di perusahaan *real estate* yang *go public* tahun 2003 – 2006 sedangkan peneliti menggunakan sampel perusahaan manufaktur tahun 2007 - 2011.

4. Ellilli, N. O. Daoud, dan Farouk Sherine, 2011, *Examining The Capital Structure Determinants : Empirical Analysis of Companies Traded on Abu Dhabi Stock Exchange*.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji hubungan antara sejumlah potensi determinan struktur modal dan tingkat hutang perusahaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Abu Dhabi (ADX) selama periode tahun 2008 dan 2009 yang terdiri dari 33 perusahaan. Penelitian ini mengenai struktur modal yang tidak hanya berdasarkan jumlah rasio hutang, tetapi juga didasarkan pada jangka pendek dan jangka panjang ukuran *leverage*. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diukur dengan total *leverage*, *leverage* jangka panjang dan jangka pendek. Variabel independen penelitian ini adalah struktur aktiva (*asset structure*), profitabilitas (*profitability*), ukuran perusahaan (*size*), tingkat pertumbuhan (*expected growth*), *uniqueness*, risiko operasional (*operating risk*), klasifikasi industri (*industry*), kepemilikan manajerial (*managerial ownership*), dan usia perusahaan (*age of the company*). Teknik analisis yang digunakan adalah *multivariate regression analysis*. Penelitian ini memberikan hasil bahwa struktur aktiva mempunyai hubungan positif terhadap *leverage* jangka panjang tetapi berhubungan negatif terhadap *leverage* jangka pendek. Profitabilitas mempunyai hubungan negatif terhadap *leverage* jangka panjang dan terdapat hubungan positif terhadap *leverage* jangka pendek. Ukuran perusahaan mempunyai dampak yang

positif terhadap *leverage* jangka panjang, maupun *leverage* jangka pendek. Tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan positif terhadap *leverage* jangka panjang dan mempunyai hubungan negatif terhadap *leverage* jangka pendek. *Uniqueness* mempunyai korelasi yang positif terhadap ketiga *leverage* jangka panjang maupun *leverage* jangka pendek. Risiko operasional perusahaan mempunyai hubungan positif terhadap *leverage* jangka panjang maupun *leverage* jangka pendek. Hubungan klasifikasi industri terhadap *leverage* berbeda - beda antara satu industri dengan yang lain. Secara keseluruhan industri telekomunikasi, *consumer and health care* lebih bergantung pada hutang jangka pendek sedangkan industri konstruksi, industrial, *real estate* dan energi lebih bergantung pada hutang jangka panjang.

Persamaan penelitian yang dilakukan oleh Ellili dan Farouk (2011) dengan peneliti terdahulu terdapat pada struktur modal sebagai variabel dependen, struktur aktiva, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen. Perbedaan dengan penelitian terdahulu terdapat populasi yang digunakan oleh peneliti terdahulu di Bursa Efek Abu Dhabi tahun 2008 - 2009 sedangkan peneliti menggunakan populasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011 dan pada variabel independen peneliti menambahkan variabel pertumbuhan penjualan.

5. *Buigut, Kibet., Soi, Neddy., Koskei, Irene., dan Kibet, John, 2013, The effect of capital structure on share price on listed firms in Kenya. A case of energy listed firms.*

Penelitian ini menguji hubungan antara struktur modal dan harga saham di Bursa Efek Nairobi. Variabel dependen penelitian adalah harga saham, sedangkan variabel independen adalah hutang, ekuitas, dan perputaran rasio. Penelitian ini

menggunakan panel data, dimana sektor yang diuji adalah sektor energi pada periode 2006 – 2011 dan peneliti menggunakan teori Modigliani dan Miller (MM). Teknik analisis data yang digunakan adalah *multiple regression*. Hasil pengujian mengindikasikan bahwa variabel hutang, ekuitas, dan perputaran rasio mempunyai hasil yang signifikan terhadap harga saham. Hutang mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga saham di perusahaan Kenya, ekuitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap harga saham di perusahaan Kenya, dan *gearing ratio* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga saham di perusahaan Kenya.

Persamaan penelitian yang dilakukan oleh Buigut,etc (2013) dengan peneliti terdapat pada harga saham sebagai variabel dependen dan metode analisis data menggunakan *multiple regression analysis*. Perbedaan dengan penelitian terdahulu terdapat pada sampel yang digunakan oleh peneliti terdahulu di perusahaan energi yang terdaftar di Bursa Efek Nairobi tahun 2006 – 2011 sedangkan peneliti menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Persamaan dan perbedaan peneliti sekarang dengan penelitian terdahulu secara lebih lengkap dapat dilihat pada tabel 2.1.

Tabel 2.1
PERSAMAAN DAN PERBEDAAN DENGAN PENELITIAN TERDAHULU

Keterangan	Yuke dan Hadri	Herman	Ali	Ellilli dan Farouk	Buigut, etc	Peneliti
Variabel Bebas	<i>Size, business risk, asset growth, profitability, dan ownership structure</i>	Hutang jangka panjang, defisit pendanaan internal dan profitabilitas	Rasio hutang, pertumbuhan penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas	struktur aktiva, profitabilitas, <i>size</i> , tingkat pertumbuhan, <i>uniqueness</i> , risiko operasional, <i>industry</i> , kepemilikan manajerial, dan <i>age</i>	Hutang, ekuitas, perputaran rasio	Struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, struktur kepemilikan
Variabel Terikat	Struktur modal	Struktur modal	Struktur modal dan harga saham	Total <i>leverage</i> , <i>leverage</i> jangka panjang, <i>leverage</i> jangka pendek	Harga saham	Struktur modal dan harga saham
Periode Penelitian	1997-2002	2000 - 2006	2003-2006	2008-2009	2006-2011	2007 – 2011
Populasi Perusahaan	Perusahaan manufaktur <i>go public</i> di Bursa Efek Indonesia	Perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Perusahaan <i>real estate</i> yang <i>go public</i> di Bursa Efek Indonesia	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Abu Dhabi	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Nairobi	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Teknik Analisis	<i>Multiple regression analysis</i>	<i>Generalized Moment Method (GMM)</i>	<i>Structural Equation Modeling (SEM)</i>	<i>Multivariate regression analysis</i>	<i>Multiple regression analysis</i>	<i>Multiple regression analysis</i>
Sumber Data	Dokumentasi	Dokumentasi	Dokumentasi	Dokumentasi	Dokumentasi	Dokumentasi

Sumber : Yuke dan Hadri (2005), Herman (2009), Ali (2009), Ellilli dan Farouk (2011), Buigut,etc (2013). Jurnal diolah

2.2. Landasan Teori

Penelitian ini memerlukan landasan teori yang tepat agar tujuan dari penelitian dapat tercapai, oleh karena itu peneliti perlu untuk menjelaskan landasan teori dari penelitian ini.

2.2.1. Struktur modal perusahaan

Menurut Niki (2006 : 195), *capital* (modal) mengacu kepada aktiva tetap yang umumnya digunakan perusahaan dalam proses produksi, sedangkan pengertian *budgeting* (penganggaran) adalah rencana perusahaan yang dituangkan dalam bentuk kuantitatif dan umumnya dinyatakan dalam satuan unit moneter. Modal perusahaan dalam bentuk aktiva tetap merupakan suatu investasi perusahaan dalam jangka panjang yang nantinya akan menghasilkan suatu produksi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan serta meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari saham preferen dan saham biasa (Dermawan, 207 : 179). Menurut Brigham dan Houston (2011 : 155) struktur modal adalah kombinasi hutang, saham preferen, dan ekuitas biasa yang akan menjadi dasar penghimpunan modal oleh perusahaan. Karena jika perusahaan salah mengambil keputusan, maka akan berdampak pada kelangsungan operasional dan kehidupan perusahaan. Pengukuran struktur modal sesuai dengan penelitian Ali (2009) sebagai berikut :

$$\text{Struktur modal} = \frac{\text{hutang jangka panjang}}{\text{ekuitas}} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

2.2.2. Harga saham

Tjiptono dan Hendy (2006 : 6) mendefinisikan saham sebagai berikut:

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Pembentukan harga saham terjadi karena adanya permintaan dan penawaran atas saham suatu perusahaan (Sugiarto, 2009 : 33 - 34). Pengukuran terhadap harga saham dilakukan dengan melihat nilai nominal akhir tahun pada saat penutupan hari bursa.

2.2.3. Perkembangan teori struktur modal

Teori struktur modal bermula pada tahun 1950 – an, Gordon Donaldson dari Harvard University membuat teori mengenai informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*). *Asymmetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak lain (Dermawan, 2007 : 207). Menurut Brigham dan Houston (2011 : 185) *asymmetric information* (informasi asimetris) adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (lebih baik) tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan yang dimiliki investor.

Pada tahun 1952 David Durand mengembangkan teori struktur modal tradisional dengan tiga pendekatan yaitu pendekatan laba bersih (*net income*),

pendekatan laba operasi, dan pendekatan tradisional. Menurut Dermawan (2007 : 180) pendekatan laba bersih (*net income*) mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutangnya dengan tingkat biaya hutang yang konstan pula. Pendekatan laba operasi bersih (*net operating income*) adalah pendekatan yang mengasumsikan bahwa berapapun tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan, biaya modal rata – rata tertimbang tetap konstan. Pendekatan tradisional merupakan pendekatan yang mengasumsikan perusahaan tidak mengalami risiko hingga suatu *leverage* tertentu.

Pada tahun 1958 struktur modal modern muncul dan dikembangkan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller (dikenal dengan MM). Asumsi – asumsi MM mencakup beberapa hal – hal, yaitu tidak ada biaya pialang, tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan, seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan, dan EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang (Brigham dan Houston, 2011 : 179).

Pada tahun 1963, MM mengembangkan teori yang sebelumnya telah dibuat tahun 1958 (Modigliani – Miller dengan tanpa pajak). Asumsi – asumsi yang dikemukakan oleh MM pada tahun 1958 terdapat perubahan asumsi, asumsi yang dirubah adalah adanya pajak terhadap laba perusahaan (*corporate income tax*). Dengan adanya pajak, MM menyimpulkan bahwa hutang (*leverage*) akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*a tax deductible expense*) (Dermawan, 2007 : 193).

Pada tahun 1976, Miller menyajikan suatu teori struktur modal yang juga meliputi pajak untuk penghasilan pribadi, yaitu pajak penghasilan dari saham dan pajak penghasilan dari obligasi (Dermawan, 2007 : 201).

Financial distress merupakan salah satu kelemahan model Modigliani dan Miller. *Financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut (Dermawan, 2007 : 202). Ketika perusahaan tidak dapat mempertahankan perusahaannya, maka perusahaan akan mengalami kebangkrutan dan hal ini akan menimbulkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*). Biaya kebangkrutan atas penjualan likuidasi perusahaan, penjualan aktiva tetap perusahaan.

Agency costs atau biaya keagenan juga salah satu kelemahan model Miller dan Modigliani Miller. Menurut Dermawan (2007 : 202) biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditur. Ketika perusahaan menggunakan hutang dalam pendanaannya, ada kemungkinan untuk perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditur.

Brigham dan Houston (2011 : 183) mendefinisikan *trade off theory* sebagai berikut :

Teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan hutang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Bunga pinjaman yang dibayarkan oleh perusahaan atas penggunaan hutang kepada kreditur dianggap sebagai beban pengurang pajak yang membuat hutang menjadi lebih murah dibandingkan saham biasa atau preferen.

2.2.4. Faktor – faktor yang mempengaruhi struktur modal

Terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2011 : 188 – 190), terdapat dua belas faktor – faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal antara lain :

a) Stabilitas Penjualan

Perusahaan yang penjualannya relatif stabil lebih aman ketika mengambil hutang yang lebih besar dan mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

b) Struktur aset

Perusahaan yang mempunyai struktur aset memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman, maka perusahaan cenderung akan menggunakan hutang untuk pendanaannya.

c) *Leverage* perusahaan

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih rendah akan lebih mampu untuk menerapkan *leverage* keuangan karena perusahaan mempunyai risiko usaha yang lebih rendah.

d) Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang pesat, harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal.

e) Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi, cenderung menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Tingkat

pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan menggunakan pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal.

f) Pajak

Bunga merupakan suatu beban pengurang pajak. Perusahaan yang mempunyai tarif pajak tinggi, kecenderungan untuk menggunakan hutang akan semakin tinggi pula. Karena bunga pinjaman dapat mengurangi beban pajak perusahaan.

g) Kendali

Kendali perusahaan dapat mempertimbangkan pendanaan yang didapat melalui hutang maupun ekuitas karena jenis modal yang memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen akan bervariasi dari satu situasi ke situasi yang lain.

h) Sikap manajemen

Manajemen perusahaan dapat menentukan proporsi struktur modal untuk memenuhi kebutuhan perusahaan.

i) Sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat

Perusahaan sering kali membahas struktur modalnya dengan pihak pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat. Ketika pihak pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat memberikan saran, perusahaan akan memperhatikan saran tersebut.

j) Kondisi pasar

Kondisi pasar saham dan obligasi dapat mengalami perubahan dalam jangka panjang maupun jangka pendek yang dapat memberikan arah penting pada

struktur modal optimal suatu perusahaan. Ketika kebijakan uang ketat, pasar obligasi menjadi sepi dan akan memilih ke pasar saham ataupun pasar hutang jangka pendek untuk kebutuhan modalnya. Namun, ketika kebijakan uang longgar perusahaan – perusahaan menjual obligasi jangka panjang untuk mengembalikan struktur modalnya kembali pada sasaran.

k) Kondisi internal perusahaan

Perusahaan yang memperoleh keuntungan tinggi, akan menarik para investor sehingga perusahaan dapat menjual penerbitan saham. Sebaliknya, jika perusahaan memperoleh keuntungan rendah, perusahaan akan melakukan pendanaan dengan hutang.

l) Fleksibilitas keuangan

Manajer keuangan dalam mengelola keuangan perusahaan dengan mempertahankan fleksibilitas keuangan. Jika dari sudut pandang operasional, manajer keuangan mempertahankan kapasitas pinjaman cadangan. Menentukan cadangan yang memadai adalah sesuatu yang dilakukan berdasarkan pertimbangan yang juga bergantung faktor – faktor struktur modal.

Sedangkan Menurut Dermawan (2007 : 204 - 205), terdapat tujuh faktor – faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal antara lain :

a) Tingkat penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil pula, dengan demikian perusahaan dapat menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil.

b) Struktur aktiva

Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar, karena jika dilihat dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil.

c) Tingkat pertumbuhan

Semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan ekspansi. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk pembiayaan investasi.

d) Kemampuan menghasilkan laba periode sebelumnya

Perusahaan yang memiliki laba ditahan yang besar, akan lebih senang menggunakan laba ditahan sebelum menggunakan hutang atau menerbitkan saham baru.

e) Variabilitas laba dan perlindungan pajak

Perusahaan dengan variabilitas laba yang kecil akan memiliki kemampuan lebih besar untuk menanggung beban tetap yang berasal dari hutang. Terdapat kecenderungan bahwa penggunaan hutang akan memberikan manfaat berupa perlindungan pajak.

f) Skala perusahaan

Perusahaan besar akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Karena kemudahan untuk

memperoleh modal tersebut berarti perusahaan besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar pula.

g) Kondisi intern perusahaan dan ekonomi makro

Perusahaan perlu melihat saat yang tepat untuk menjual obligasi dan saham.

Berdasarkan faktor – faktor yang mempengaruhi struktur modal menurut Dermawan (2007) dan Brigham and Houston (2011), maka peneliti membatasi variabel independen yang diteliti adalah struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, dan struktur kepemilikan manajerial.

2.2.5. Struktur aktiva

Struktur aktiva dalam perusahaan tidak ada yang sama. Perusahaan yang mempunyai struktur aktiva berupa piutang dan persediaan lebih besar dari aktiva tetap, maka perusahaan lebih cenderung menggunakan hutang jangka pendek. Sebaliknya, jika perusahaan mempunyai struktur aktiva berupa aktiva tetap yang memadai untuk jaminan hutang, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang jangka panjang. Cara mengukur struktur aktiva adalah dengan perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva, sesuai dengan penelitian Ali (2009)

$$\text{struktur aktiva} = \frac{\text{aktiva tetap}}{\text{total aktiva}} \times 100\% \dots\dots\dots(2)$$

2.2.6. Pertumbuhan penjualan

Pertumbuhan penjualan dalam setiap perusahaan mengalami kenaikan maupun penurunan yang berbeda – beda pada setiap periode.

2.2.7. Profitabilitas

Seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan laba akan berpengaruh pada komponen struktur modal. Perusahaan lebih senang menggunakan laba ditahan yang diperoleh dari laba pada periode tersebut daripada menggunakan hutang ataupun menerbitkan saham baru. Secara teori sumber modal yang biayanya paling murah adalah saham biasa dan laba ditahan, pertimbangan lain karena biaya langsung untuk pembiayaan dari dalam yaitu dari laba ditahan lebih murah bila dibandingkan dengan biaya modal yang berasal dari penerbitan emisi saham baru (Dermawan, 2007 : 205). Menurut Irham (2012 : 80), pengukuran profitabilitas dapat dengan berbagai macam cara, yaitu ;

$$\text{Gross Profit Margin (GPM)} = \frac{\text{Penjualan} - \text{Harga pokok penjualan}}{\text{Penjualan}} \dots\dots\dots(4)$$

$$\text{Net Profit Margin (NPM)} = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Penjualan}} \dots\dots\dots(5)$$

$$\text{Return on Investment (ROI)} = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Total aktiva}} \dots\dots\dots(6)$$

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Modal sendiri}} \dots\dots\dots(7)$$

Dari berbagai macam cara pengukuran profitabilitas, peneliti menggunakan pengukuran *Net Profit Margin* (NPM) karena dalam penelitian Yuke dan Hadri (2005) menunjukkan hasil yang signifikan.

2.2.8. Struktur kepemilikan

Pengertian struktur kepemilikan saham berdasarkan proporsi saham yang dimiliki dapat dikelompokkan menjadi dua, menurut Diah dan Erman (2009) yaitu :

a. Kepemilikan manajerial (*Insider Ownership*)

Merupakan proporsi struktur kepemilikan saham dari pihak manajemen (direktur dan komisaris) yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Direktur dan komisaris dalam perusahaan sekaligus pemegang saham akan dapat menyelaraskan kepentingannya sebagai pemegang saham, namun jika dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan memiliki kepentingan pribadi yang sebagian besar bertentangan dengan kepentingan pemegang saham.

Perbedaan kepentingan antara manajer dan pihak prinsipal (pihak yang memberikan tugas atau wewenang) dapat digambarkan dalam *theory agency*. Masalah keagenan akan muncul ketika prinsipal menyewa seorang agen (pihak yang menerima tugas dan wewenang) untuk mengerjakan suatu pekerjaan, namun agen tidak ikut memperoleh bagian dari apa yang dihasilkannya, disamping karena terdapat *imperfect information* dalam hubungan antara prinsipal dan agen.

b. Kepemilikan institusional (*Institutional Ownership*)

Merupakan proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa (perusahaan afiliasi dan perusahaan asosiasi) serta kepemilikan saham oleh pihak *blockholders*

yaitu saham yang dimiliki perseorangan diatas 5 persen selama tiga tahun berturut – turut tetapi tidak termasuk dalam golongan kepemilikan insider.

Pengukuran struktur kepemilikan dalam penelitian ini yang dimaksudkan adalah kepemilikan manajerial yang dapat dilakukan dengan cara (Diyah dan Erman, 2009);

$$MNGR = \frac{\text{jumlah saham dimiliki manajer dan dewan komisaris}}{\text{total keseluruhan saham perusahaan}} \times 100\% \dots \dots \dots (8)$$

2.3. Pengaruh Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham

Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Pengaruh faktor – faktor terhadap struktur modal perusahaan sebagai berikut :

2.3.1. Pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal

Menurut Dermawan (2007 : 205), perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan yang aktiva memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan hutang dalam pendanaan perusahaan (Brigham dan Houston, 2011 : 188). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ali (2009) menyatakan bahwa pertumbuhan aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Dengan demikian

pengaruh antara struktur aktiva terhadap struktur modal adalah positif. Jika struktur aktiva naik maka struktur modal naik.

2.3.2. Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal

Menurut Dermawan (2007 : 204) perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat diartikan memiliki aliran kas yang relatif stabil pula, maka dapat menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil. Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2011 : 188), perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat secara aman mengambil hutang dalam jumlah yang besar dan mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Meningkatnya pertumbuhan penjualan akan mengurangi jumlah kewajiban dari perusahaan yang pada akhirnya struktur modal dari perusahaan akan berkurang, sehingga ketika pertumbuhan penjualan perusahaan naik maka struktur modal turun dan ketika pertumbuhan penjualan perusahaan turun maka struktur modal naik (Ali : 2009). Hasil dari penelitian Ali (2009) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

2.3.3. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan menggunakan pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2011 : 189). Kemampuan menghasilkan laba dari periode sebelumnya merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal, perusahaan yang mendapatkan

laba besar dapat mengalokasikan laba ditahan dengan porsi yang besar dan perusahaan akan menggunakan pendanaan perusahaan dengan laba ditahan sebelum menggunakan hutang atau menerbitkan saham baru (Dermawan, 2007 : 205). Hasil penelitian Ali (2009) dan Herman (2009) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Yuke dan Hadri (2005) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

2.3.4. Pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal

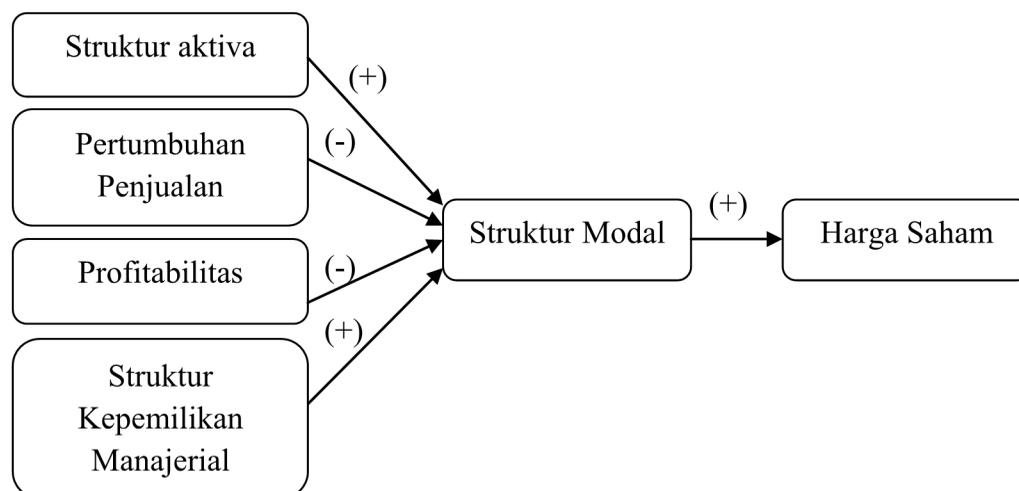
Pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal memperoleh perhatian khusus dengan pertimbangan dalam sistem ekonomi modern, banyak perusahaan yang tidak lagi dikelola oleh pemiliknya, melainkan dikelola oleh manajer profesional yang diberi kompensasi untuk menjalankan perusahaan sesuai kepentingan pemilik perusahaan (Sugiarto, 2009 : 3 – 4). Manajer yang memperoleh wewenang dan tugas untuk menjalankan suatu perusahaan seringkali bertentangan dengan pemegang saham. Keputusan yang diambil manajer sering kali lebih menguntungkan pihaknya sendiri daripada pemegang saham. Asumsi bahwa pihak – pihak yang terlibat dalam perusahaan akan berupaya memaksimalkan nilai perusahaan ternyata tidak selalu terpenuhi (Sugiarto, 2009 : 23). Penelitian Yuke dan Hadri (2005) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

2.3.5. Pengaruh struktur modal terhadap harga saham

Struktur modal optimal adalah struktur modal perusahaan yang akan memaksimalkan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2011 : 155). Harga saham bergantung pada struktur modal suatu perusahaan. Untuk mendapatkan harga saham yang optimal, perusahaan memerlukan rasio hutang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan EPS yang diharapkan (Brigham and Houston, 2011 : 171). Dengan kata lain, struktur modal berpengaruh positif terhadap harga saham (Ali, 2009). Ketika struktur modal meningkat maka harga saham akan meningkat, sebaliknya ketika struktur modal menurun maka harga saham akan menurun.

2.4. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu. Peneliti menjelaskan kerangka pemikiran sebagai berikut :



Gambar 2.1.

Kerangka Pemikiran

2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, peneliti dapat menyimpulkan hipotesis dari penelitian ini sebagai berikut :

- H1 : struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, struktur kepemilikan manajerial secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia,
- H2 : struktur aktiva dan struktur kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia,
- H3 : pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia,
- H4 : profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia,
- H5 : struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.