

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1. Landasan Teori**

##### **2.1.1. Teori Struktur Modal**

###### **2.1.1.1. Pecking Order Theory**

*Pecking Order Theory* mengatakan bahwa perusahaan akan menerbitkan sekuritas berdasarkan urutan dari yang paling menguntungkan. *Pecking Order Theory* juga memberikan gambaran bahwa perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan pendanaan internalnya terlebih dahulu dibandingkan menggunakan pendanaan eksternal, sehingga perusahaan yang menggunakan pendanaan internal memiliki tingkat keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang menggunakan pendanaan eksternal (Myers dan Majluf, 1984 dalam Sugiarto 2009; 123). Pemilihan pendanaan eksternal dilakukan berdasarkan tingkat risiko yang paling rendah terlebih dahulu yang akan dipilih. Pendanaan eksternal yang akan dipilih terlebih dahulu adalah laba ditahan (*retained earnings*), utang (*debt*), kemudian *risky debt*, *convertible securities*, *preffered stock*, dan yang terakhir *common stock*.

*Pecking Order Theory* didasari oleh asumsi manajer perusahaan memiliki pengetahuan yang lengkap mengenai kondisi keuangan perusahaan yang sesungguhnya, asumsi kedua adalah manajer akan bertindak sesuai dengan tindakan yang sebaik-baik mungkin untuk kepentingan investornya. *Pecking Order Theory* memiliki dua bentuk, yaitu (1) *strong form* dan (2) *semi strong* atau

*weak form*. *Strong form*, mengatakan bahwa perusahaan tidak akan menggunakan ekuitas pada struktur pendanaan jangka panjangnya, perusahaan akan menggunakan pendanaan internalnya dan atau menggunakan hutang untuk membiayai proyek yang akan dijalankan. Lain halnya dengan *semi-strong*, yang mensyaratkan bahwa perusahaan boleh menggunakan ekuitas (saham) pada struktur pendanaan jangka panjangnya. Penggunaan ekuitas (saham) pada struktur pendanaan jangka panjang dilakukan pada dua kondisi, yaitu: (1) pada saat perusahaan membutuhkan pendanaan untuk masa depan yang belum bisa diramalkan; (2) pada saat tidak ada lagi *asymmetric information* untuk beberapa alasan yang muncul dan membiarkan perusahaan untuk mengambil keuntungan dari ini dan menerbitkan saham baru pada *fair price* adalah mungkin; dan (3) saat perusahaan yang kapasitas hutangnya berkurang berarti tidak mungkin meminjam lagi sehingga pilihan lainnya adalah mengeluarkan saham untuk membiayai proyeknya (karena *debt capacity* merupakan batasan utama dalam berhutang). Kelemahan dari *Pecking Order Theory* adalah tidak mampu menjelaskan bagaimana pajak, *bankruptcy cost*, biaya penerbitan saham bisa mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menentukan besarnya hutang (*leverage*) yang akan digunakan oleh perusahaan. Selain itu *Pecking Order Theory* juga mengesampingkan *agency problem* yang mungkin timbul ketika perusahaan akan menggunakan besarnya hutang (*leverage*) dalam struktur modal perusahaan.

### 2.1.1.2. Trade-Off Theory

Dalam model trade-off theory, struktur modal merupakan asumsi dari hasil trade-off antara keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dan biaya agensi yang akan terjadi. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai pada titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan model ini, struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan penggunaan hutang dengan biaya financial distress dan agency problem (Atmaja, 2013). *Trade-Off Theory* memiliki asumsi bahwa perusahaan akan menetapkan target dari hutang (*debt ratio*) yang kemudian akan berjalan sesuai dengan yang ditargetkan tersebut, tujuannya adalah untuk memaksimalkan nilai pasar. Target hutang inilah yang disebut dengan *trade-off* dari *bankruptcy cost* dan *tax benefit*. Jika perusahaan menambah target *debt ratio*-nya, maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan pajak, karena pajak yang dibayarkan lebih sedikit dengan adanya pembayaran bunga dari hutang atau adanya *interest tax shield*, namun dengan meningkatnya nilai hutang perusahaan maka perusahaan akan terpapar dengan adanya risiko kebangkrutan yang akan menimbulkan *bankruptcy cost* yang lebih tinggi jika perusahaan menambah hutang ke dalam struktur pendanaan jangka panjangnya. Menggunakan hutang artinya perusahaan akan membayarkan sejumlah bunga. Bunga merupakan pengurang dari pajak (*tax deductible*), artinya akan mengurangi kewajiban perusahaan untuk membayar pajaknya dan efeknya adalah akan meningkatkan nilai arus kas setelah pajak. Perusahaan akan selalu berusaha untuk meningkatkan *cash flow* dan *market value*-

nya, dalam usaha untuk mendapatkan keduanya dan perusahaan akan banyak menggunakan hutang (*debt*). Kondisi ini memberikan informasi bahwa *tax rate* berkorelasi positif dengan *leverage*.

Perusahaan yang menggunakan hutang melebihi titik optimalnya akan mengalami *exposure* terhadap *bankruptcy cost* karena perusahaan akan menghadapi risiko tidak mampu untuk melunasi bunga maupun *principal* dari hutangnya yang besar. Karena adanya kemungkinan dari *financial distress* yang disebabkan oleh tingginya penggunaan *leverage*, perusahaan akan menghadapi dua tipe *bankruptcy cost*, yaitu biaya langsung dan tidak langsung. Tipe *bankruptcy cost* biaya langsung adalah seperti biaya administrasi dari proses kebangkrutan, misalnya biaya yang terjadi di dalam penjualan aset perusahaan yang dijamin atas hutang. Sementara itu tipe *bankruptcy cost* biaya tidak langsung adalah biaya yang timbul karena adanya perubahan dalam keputusan investasi yang menyebabkan terjadinya *financial distress*. Untuk menghindari kebangkrutan, perusahaan akan berusaha untuk memotong pengeluarannya pada biaya penelitian, pendidikan dan pelatihan dari pegawai, dan biaya iklan. Karena semua hal itu terjadi maka konsumen dari perusahaan akan berpikir apakah perusahaan akan mengalami kemunduran. Pemikiran ini terjadi karena adanya kemungkinan jatuhnya harga saham dari perusahaan karena kinerja perusahaan yang menurun. Pajak dan *bankruptcy cost* memberikan gambaran dari keuntungan dan kerugian dari penggunaan *leverage* yang melebihi batas optimal dari kemampuan perusahaan.

### **2.1.1.3. Signaling Theory**

*Signaling theory* didasari oleh adanya informasi asimetrik antara manajer dengan pihak luar (*shareholders*), teori ini mengatakan bahwa manajer adalah pihak yang memiliki informasi yang lengkap mengenai perusahaan, informasi tersebut akan diteruskan kepada pemegang saham perusahaannya, hal ini dilakukan untuk meningkatkan nilai saham dari perusahaannya. Namun, investor tidak bisa percaya begitu saja dengan informasi yang diberikan tersebut karena investor akan berpikir skeptis terhadap setiap informasi yang diterimanya. Solusi dari adanya permasalahan ini dapat diselesaikan dengan menerapkan suatu kebijakan seperti memberikan insentif kepada para manajer. *Signaling Theory* beranggapan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan dan pertumbuhan yang tinggi merupakan perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang tinggi sebagai akibat dari penerbitan hutang.

## **2.2. Variabel-variabel Penelitian**

### **2.2.1. Struktur Modal**

Menurut Sartono (2010; 40) salah satu isu penting yang dihadapi oleh manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Beberapa teori tentang struktur modal telah dikembangkan untuk menganalisis pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan dan biaya modal. Dua pertanyaan mendasar yang ingin dijawab oleh teori struktur modal menurut Sartono (2010; 45) adalah: (1) dapatkah satu perusahaan meningkatkan kemakmuran pemegang

saham dengan cara menggantikan sebagian modal sendiri dengan utang dan (2) jika bisa, berapa besar utang yang harus dipergunakan oleh perusahaan.

Struktur modal sendiri diartikan sebagai kombinasi atau perimbangan antara utang dan modal sendiri (saham preferen dan saham biasa) yang digunakan perusahaan untuk merencanakan mendapatkan modal. Struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena menyangkut kebijakan penggunaan sumber dana yang paling menguntungkan. Dalam mendanai kebutuhan pendanaan perusahaan dapat menggunakan modal sendiri dan modal asing atau utang (Ambarwati, 2010; 19). Menurut pengertian ini maka keputusan penggunaan utang dalam mendapatkan modal akan berimplikasi pada munculnya biaya bunga, sedangkan penggunaan modal sendiri hanya akan berimplikasi pada biaya oportunitas.

Menurut Ambarwati (2010;23) terdapat empat hal penting yang mempengaruhi keputusan struktur modal yaitu:

- a. Risiko bisnis, atau risiko yang melekat pada operasi perusahaan. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan, maka semakin rendah rasio utang optimalnya.
- b. Posisi perpajakan perusahaan. Salah satu alasan utama menggunakan utang adalah bunganya yang dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan mengurangi biaya utang efektif.
- c. Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk memperoleh modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk.
- d. Konservatisme atau keagresifan manajemen. Beberapa manajer lebih agresif dari yang lainnya, sehingga beberapa perusahaan cenderung menggunakan utang sebagai usaha untuk mendorong keuntungan.

Berdasarkan empat asumsi sebagaimana dikemukakan Ambarwati (2010; 15), maka salah satu hal penting yang dihadapi para manajer keuangan adalah bagaimana menentukan komposisi modal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Untuk menetapkan komposisi struktur modal yang optimal manajer dituntut untuk mempertimbangkan, risiko bisnis yang dihadapi, posisi pajak yang dihadapi perusahaan serta fleksibilitas keuangan perusahaan.

Martono dan D. Agus Harjito (2010;242) juga memberikan asumsi teori struktur modal, bahwa perubahan struktur modal berasal dari penerbitan obligasi dan pembelian kembali saham biasa atau penerbitan saham baru. Hal tersebut dijelaskan sebagai berikut:

1. Pendekatan Laba Operasi Bersih (Net Operating Income Approach)

Pendekatan laba operasi bersih dikemukakan oleh David Durand pada tahun 1952. Pendekatan ini menggunakan asumsi bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata terimbang bersifat konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan. Dengan demikian, pertama, diasumsikan bahwa biaya hutang konstan. Kedua, penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilih modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Artinya apabila perusahaan menggunakan hutang yang lebih besar, maka pemilik saham akan memperoleh laba yang semakin kecil. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Akibatnya biaya modal rata-rata terimbang akan berubah.

## 2. Pendekatan Tradisional

Pada pendekatan tradisional diasumsikan terjadi perubahan struktur modal yang optimal dan peningkatan nilai total perusahaan melalui penggunaan *financial leverage* (hutang dibagi modal sendiri atau B/S). Dengan menggunakan pendekatan tradisional, bisa diperoleh struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham yang tertinggi. Hal ini disebabkan karena berubahnya tingkat kapitalisasi perusahaan.

## 3. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM Approach)

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa pembagian struktur modal perusahaan antara hutang dan modal sendiri selalu terdapat perlindungan atas nilai investasi. Yaitu karena nilai investasi total perusahaan tergantung dari keuntungan dan resiko, sehingga nilai perusahaan tidak berubah walaupun struktur modalnya berubah. Asumsi-asumsi yang digunakan MM adalah :

- a. Pasar modal adalah sempurna, dan investor bertindak rasional.
- b. Nilai yang diharapkan dari distribusi probabilitas semua investor sama.
- c. Perusahaan mempunyai risiko usaha yang sama.
- d. Tidak ada pajak.

### **2.2.2. DPR (Dividend Payout Ratio)**

Arus kas dan kebutuhan investasi suatu perusahaan berubah dengan cepat sehingga ada kesulitan dalam menentukan jumlah dividen yang tetap untuk dibayarkan kepada pemegang saham. Menurut Dewi (2011; 98), dividen dibagikan



dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya dividen tergantung pada sisa keuntungan setelah dikurangi dengan potongan-potongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

*Dividend payout ratio (DPR)* merupakan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen yang berkaitan erat dengan pendanaan perusahaan. Pembayaran dividen yang tetap menimbulkan keharusan bagi perusahaan dalam menyediakan dana yang cukup untuk membayarnya. Semakin tinggi *dividend payout ratio* maka akan meningkatkan kebutuhan kas dimasa yang akan datang dan mengakibatkan *retained earning* berkurang. Perusahaan harus mencari dana eksternal berupa pinjaman atau saham lainnya untuk melakukan investasi baru. Perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri karena pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan dan pembayaran terhadap bunga dan cicilan perusahaan.

### **2.2.3. Profitabilitas**

Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal. Menurut Sartono (2010;142), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas merefleksikan earning untuk pendanaan investasi. Proksi yang digunakan dalam profitabilitas adalah ROA, yaitu ratio of earning before interest and taxes to total asset.

Menurut Kasmir (2011:196) , yang menyatakan bahwa : Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Menurut Sartono (2010; 129), profitabilitas periode sebelumnya merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal.

Profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sebagainya. (Sofyan Safri Harahap, 2011;304). Untuk dapat menjaga kelangsungan hidupnya, suatu perusahaan haruslah berada dalam keadaan menguntungkan (Profitable). Tanpa adanya keuntungan akan sangat sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar. Para kreditor, pemilik perusahaan dan terutama pihak manajemen perusahaan akan berusaha meningkatkan keuntungan ini, karena disadari betul betapa pentingnya arti keuntungan bagi masa depan perusahaan.

Menurut Kasmir (2011:135), “ Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan ”. Rasio yang mengukur efektivitas secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi.

Kasmir (2012:197) menerangkan bahwa tujuan dan manfaat penggunaan rasio profitabilitas bagi perusahaan maupun bagi pihak luar perusahaan yakni :

1. untuk mengukur atau menghitung laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu

2. untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang
3. untuk menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu
4. untuk menilai besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri
5. untuk mengukur produktivitas seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri
6. untuk mengukur produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal sendiri

Hendar (2010:201) menyatakan bahwa rasio profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan seberapa efisien perusahaan dalam memberikan manfaat atas modal yang diinvestasikan anggotanya. Profitabilitas sering digunakan untuk mengukur efisiensi modal dalam suatu perusahaan perusahaan dengan membandingkan antara laba dengan modal yang digunakan. Oleh karena itu keuntungan yang besar tidak menjamin atau bukan merupakan ukuran bahwa perusahaan itu *profitabel*. Sehingga bagi manajemen atau pihak-pihak lain, profitabilitas tinggi lebih penting daripada keuntungan yang besar. Profitabilitas dihitung menggunakan *Return on Asset* (ROA) karena sumber modal koperasi tidak hanya berasal dari modal sendiri melainkan juga berasal dari modal pinjaman. ROA merupakan kemampuan perusahaan dengan seluruh modalnya untuk menghasilkan laba. *Return on Asset* (ROA) dihitung dengan membandingkan laba yang diperoleh perusahaan dalam hal ini adalah Sisa Hasil Usaha (SHU) dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan.

### 2.1.5. Non Debt Tax Shield

Mackie-Mason (1990) dalam Hidayat (2013; 125) membagi *non debt tax shield* menjadi dua kelompok yaitu: (a) *tax loss carryforward* yaitu fasilitas berupa kerugian yang dapat dikompensasikan terhadap laba paling lama lima tahun kedepan dan (b) *investment tax credit* berupa fasilitas yang diberikan pemerintah meliputi pengurangan beban pajak, penundaan pajak, dan pembebasan pajak. Sunarsih (2014) menambahkan bahwa *investment tax credit* sebagai proksi untuk *non debt tax shield* pada umumnya diberikan kepada perusahaan yang memiliki *tangible asset* yang besar sehingga dapat digunakan sebagai *collateral* bagi pengambilan hutang.

Menurut Susanto (2011; 256) penggunaan hutang akan menimbulkan kewajiban membayar bunga, yang dalam laporan laba rugi biaya bunga tersebut akan mengurangi keuntungan kena pajak. Semakin besar utang perusahaan maka semakin besar beban bunga dan berarti semakin besar penghematan pembayaran pajak penghasilan. Sehingga bunga dapat mengurangi keuntungan kena pajak sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil (*tax deductible*).

Penghematan pajak terjadi juga pada depresiasi karena merupakan biaya non-kas. Liem, dkk. (2013; 94) mengatakan pengurangan pajak dari depresiasi akan menstabilitaskan manfaat pajak dari pendanaan secara kredit sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan sedikit menggunakan hutang.

### **2.1.6. Likuiditas**

Rasio likuiditas (*liquidity ratio*) merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban (utang) jangka pendek (Fred Weston dalam buku Kasmir, 2012:129). Melalui rasio likuiditas kita dapat mengetahui kemampuan perusahaan untuk membayar hutang jangka pendeknya. Hendar (2010:199) menyatakan bahwa rasio likuiditas merupakan rasio yang menunjukkan apakah suatu perusahaan akan mampu menutup kewajiban jangka pendeknya ketika jatuh tempo. Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat waktu berarti dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut dalam keadaan likuid. Rasio yang digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan adalah rasio lancar (*current ratio*). Dimana rasio lancar menurut Hendar (2010:199) merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan koperasi dalam membayar hutang lancarnya dengan harta lancarnya.

### **2.1.7. Size**

Ukuran perusahaan (*company size*) secara umum dapat diartikan sebagai suatu perbandingan besar atau kecilnya suatu objek. Ukuran perusahaan menunjukkan besar atau kecilnya kekayaan (*asset*) yang dimiliki suatu perusahaan. Pengukuran perusahaan bertujuan untuk membedakan secara kuantitatif antara perusahaan besar (*large firm*) dengan perusahaan kecil (*small firm*) besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat mempengaruhi kemampuan manajemen untuk mengoperasikan perusahaan dengan berbagai situasi dan kondisi yang dihadapinya. Pada akhirnya kemampuan untuk mengoperasikan perusahaan tersebut dapat mempengaruhi pendapatan sahamnya. Menurut

Mochfoedz (1994) dalam Rahmi (2010; 58), ukuran perusahaan pada dasarnya terbagi dalam tiga kategori:

1. Perusahaan besar ( L a r g e F i r m ) Perusahaan besar merupakan perusahaan yang memiliki total aset yang besar. Perusahaan-perusahaan yang dikategorikan besar biasanya merupakan perusahaan yang telah go publik di pasar modal dan perusahaan besar ini juga termasuk dalam kategori papan pengembangan satu ang memiliki aset sekurang-kurangnya Rp 200.000.000.000.
2. Perusahaan Menengah ( M e d i u m S i z e ) Perusahaan menengah merupakan perusahaan yang memiliki total aset antara Rp 2.000.000.000 sampai Rp 200.000.000.000 serta perusahaan menengah ini biasanya listing di pasar modal pada papan pengembangan ke dua.
3. Perusahaan Kecil ( S m a l l F i r m ) Perusahaan kecil merupakan perusahaan yang memiliki aset kurang dari Rp 2.000.000.000 dan biasanya perusahaan kecil ini belum terdaftar di Bursa Efek. Ukuran Perusahaan = Total Aset.

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan. Besar kecilnya usaha tersebut ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan. Penentuan skala besar kecilnya perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, total asset, rata-rata tingkat penjualan (Seftianne, 2011;25).

Perusahaan dengan ukuran besar memiliki akses lebih besar dan luas untuk mendapat sumber pendanaan dari luar, sehingga untuk memperoleh pinjaman akan menjadi lebih mudah karena dikatakan bahwa perusahaan dengan ukuran

besar memiliki kesempatan lebih besar untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri (Lisa dan jogi, 2013;29). Perusahaan besar yang sudah wellestablished akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibanding dengan perusahaan kecil. Karena kemudahan akses tersebut berarti perusahaan besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar pula Sartono (2010:249).

### 2.3. Penelitian Terdahulu

**Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu**

Nama dan tahun penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
Nurita (2012)	Analisis Pengaruh Profitabilitas, Firm Size, Non Debt Tax Shield, Dividen Payout Ratio dan Likuiditas terhadap Struktur Modal	Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, non debt tax shield dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan ukuran perusahaan dan DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
Persson (2014)	Simultaneous Determination of Debt, Dividend and Inside Ownership Policies: Evidence from Sweden	Adanya pengaruh positif dividen terhadap penggunaan hutang
Pontoh dan Ilat (2013)	Determinant Capital Structure and Profitability Impact (Study of Listed Company in Indonesian Stock Exchange).	Terdapat pengaruh negatif antara kebijakan dividen dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal.
Natasari dan Januarti (2014)	Pengaruh Non Debt Tax Shiels dan Dividend Payout Ratio terhadap Penggunaan Hutang (Studi Pada Perusahaan	<i>Non debt tax shield</i> berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang sedangkan <i>dividend payout ratio</i>

	Manufaktur yang go public di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2012).	tidak berpengaruh terhadap penggunaan hutang atau struktur modal.
Nengsi (2012)	Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Agency terhadap Kebijakan Hutang dalam Perspektif Agency Theory pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Terdapat pengaruh negatif tidak signifikan antara DPR (divident payout ratio) terhadap penggunaan hutang (DER).
Wimelda dan Marlinah (2013)	Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan	DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal atau hutang, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal.

Sumber: Berbagai jurnal

Berdasarkan pada tabel tersebut diketahui bahwa penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dalam hal periode pengamatan dan penggabungan variabel independen yang mempengaruhi struktur modal.

## **2.4. Kerangka Penelitian Teoritis dan Pengembangan Hipotesis**

### **2.4.1. Pengaruh DPR terhadap struktur modal**

Kebijakan dividen yang dibayarkan perusahaan melalui DPR atau dividend payout ratio merupakan dividend yang diterima oleh para pemegang saham dan semakin tinggi nilai yang dibayarkan menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik dan hal ini berdampak pada struktur modal perusahaan yang bersangkutan. Penelitian yang dilakukan oleh Persson (2014; 100) menyimpulkan bahwa adanya pengaruh negatif deviden terhadap penggunaan hutang.



Hipotesis merupakan dugaan sementara akan hasil penelitian, maka pada penelitian ini hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Ada pengaruh DPR negatif terhadap struktur modal.

#### **2.4.2. Pengaruh Profitabilitas terhadap struktur modal**

Profitabilitas mencerminkan seberapa besar rasio perbandingan antara laba yang dimiliki oleh perusahaan terhadap total aset perusahaan atau seberapa efektif aset perusahaan dapat menghasilkan laba. Semakin tinggi rasio profitabilitas merefleksikan keuntungan yang diperoleh sehingga akan berdampak pada struktur modal perusahaan. Nurita (2012; 55) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Maka hipotesisnya adalah:

H2: Ada pengaruh profitabilitas negatif terhadap struktur modal.

#### **2.4.3. Pengaruh Non Debt Tax Shield terhadap struktur modal**

Menurut Susanto (2011;128) penggunaan hutang akan menimbulkan kewajiban membayar bunga, yang dalam laporan laba rugi biaya bunga tersebut akan mengurangi keuntungan kena pajak. Semakin besar utang perusahaan maka semakin besar beban bunga dan berarti semakin besar penghematan pembayaran pajak penghasilan. Sehingga bunga dapat mengurangi keuntungan kena pajak sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil (*tax deductible*). Penghematan pajak terjadi juga pada depresiasi karena merupakan biaya non-kas. Liem, dkk. (2013; 94) mengatakan pengurangan pajak dari depresiasi akan

menstsubstitusi manfaat pajak dari pendanaan secara kredit sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan sedikit menggunakan hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Natasari dan Januarti (2014;20) menyatakan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap penggunaan hutang. Maka hipotesisnya adalah:

H3: Ada pengaruh non debt tax shield positif terhadap struktur modal.

#### **2.4.4. Pengaruh Likuiditas terhadap struktur modal**

Hendar (2010:199) menyatakan bahwa rasio likuiditas merupakan rasio yang menunjukkan apakah suatu perusahaan akan mampu menutup kewajiban jangka pendeknya ketika jatuh tempo. Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat waktu berarti dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut dalam keadaan likuid. Rasio yang digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan adalah rasio lancar (*currentratio*). Penelitian Nurita (2012;29) menyatakan bahwa rasio likuiditas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Maka hipotesisnya adalah:

H4: Ada pengaruh likuiditas negatif terhadap struktur modal.

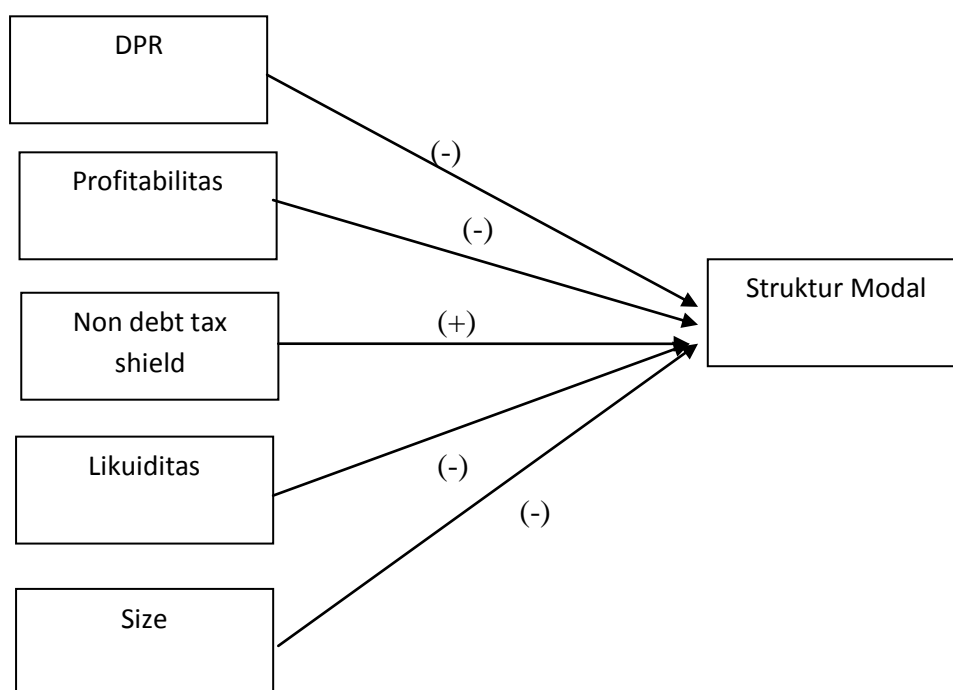
#### **2.4.5. Pengaruh Size terhadap struktur modal**

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan (struktur modal) dalam memenuhi ukuran atau besarnya asset perusahaan.

Penelitian Pontoh dan Ilat (2013; 59) menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Maka hipotesisnya adalah:

H5: Ada pengaruh size negatif terhadap struktur modal.

## 2.5. Kerangka Penelitian



**Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran**

Berdasarkan landasan teori dan rumusan penelitian, terdapat lima variabel independen yaitu DPR, profitabilitas, non debt tax shield, likuiditas dan size, satu variabel dependen yaitu struktur modal. DPR, profitabilitas, debt tax shield, likuiditas dan size akan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

### 2.5.1. Pengaruh Dividen Payout Ratio Terhadap Struktur Modal

Pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Dalam konteks ini, perusahaan yang

mempunyai dividen payout ratio lebih tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri untuk mengatasi kelebihan aliran kas (free cash flow) pada perusahaan yang menguntungkan dan pertumbuhan rendah, sehingga dapat mengurangi agency cost. Disamping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi, adanya kewajiban tersebut akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Dengan demikian perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (debt financing). Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen debt ratio mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan struktur modal.

### **2.5.2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal**

Hal ini sesuai dengan teori pecking order yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, kemudian dana eksternal, dan akhirnya ekuitas eksternal. Teori ini mengimplikasikan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang lebih tinggi memiliki kebutuhan akses yang lebih rendah terhadap pasar kredit karena perusahaan cenderung menggunakan komponen dana internalnya (laba ditahan) (Myers dan Majluf, 1984 dalam Sugiarto, 2009; 123). Alasannya, biaya dana internal lebih murah dibandingkan biaya dana eksternal (biaya emisi saham baru, biaya asimetri informasi, dan biaya kebangkrutan). Dengan kata lain, perusahaan yang profitable menggunakan hutang dalam jumlah kecil, hal ini bukan karena perusahaan tersebut punya target

debt ratio rendah dalam hal ini tidak ada target DER, tapi karena mereka perlu external financing yang relatif sedikit. Hal ini berarti profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

### **2.5.3. Pengaruh Non-debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal**

Penghematan pajak terjadi juga pada depresiasi karena merupakan biaya non-kas. Liem,dkk. (2013;94) mengatakan pengurangan pajak dari depresiasi akan menstabilitaskan manfaat pajak dari pendanaan secara kredit sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan sedikit menggunakan hutang. Penghematan pajak selain dari pembayaran bunga akibat penggunaan hutang juga berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Semakin besar depresiasi dan amortisasi akan menyebabkan semakin besar penghematan pajak penghasilan dan semakin besar cash flow perusahaan.

### **2.5.4. Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal**

Biasanya aktiva lancar terdiri dari kas, surat berharga, piutang, dan persediaan; sedangkan kewajiban lancar terdiri dari hutang bank jangka pendek dan hutang lainnya yang mempunyai jangka waktu kurang dari satu tahun. Perusahaan dengan rasio likuiditas yang lebih tinggi akan mendukung rasio hutang yang relatif tinggi karena kemampuannya yang lebih besar untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang segera jatuh tempo. Maka likuiditas akan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal akibat kemampuan

perusahaan dalam menghasilkan aliran kas untuk membiayai aktivitas operasi dan investasinya dari besarnya aktiva lancar yang dimiliki.

#### **2.5.5. Pengaruh Size Terhadap Struktur Modal**

Jika perusahaan semakin besar maka semakin besar pula dana yang akan dikeluarkan, baik itu dari kebijakan hutang atau modal sendiri (equity) dalam mempertahankan atau mengembangkan perusahaan. Namun begitu argumen yang bisa dikemukakan disini adalah large firm akan memiliki free cash flow yang tinggi, sehingga bila memerlukan tambahan dana untuk membiayai investasi baru, maka perusahaan tersebut akan menggunakan sumber pendanaan yang murah yaitu sumber pendanaan dari dalam yang berupa retained earning. Seandainya sumber pendanaan dari dalam perusahaan, tidak mencukupi, perusahaan akan beralih pada sumber pendanaan dari luar yang berasal dari hutang daripada penerbitan saham baru. Sebaliknya pada perusahaan kecil (*small firm*) akan memiliki free cash flow yang rendah, sehingga sumber pendanaan dari dalam tidak bisa mencukupi tambahan dana investasi yang diperlukan, untuk itu perusahaan akan menerbitkan hutang daripada saham baru. Hal ini dikarenakan biaya emisi saham lebih besar daripada biaya emisi hutang. Dan *flotation cost* untuk penerbitan new equity pada perusahaan yang kecil akan lebih mahal daripada perusahaan besar.