

BAB II TELAHAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Struktur Modal

Struktur modal merupakan masalah terpenting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan. Keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau keuntungan yang diharapkan (Brigham dan Houston, 2006). Tugas dari manajer keuangan untuk menentukan komposisi struktur modal perusahaan. Manajer keuangan harus mengusahakan agar perusahaan memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya minimal dan syarat-syarat yang paling menguntungkan.

Perusahaan sebagai suatu organisasi bisnis yang berorientasi pada laba. Laba dapat dicapai apabila perusahaan melakukan efisiensi dan efektivitas dalam pendanaan dan pembiayaan kegiatan perusahaan. Pemilihan sumber pendanaan yang tepat merupakan kunci dari keberhasilan perusahaan dalam menciptakan struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang menghasilkan *Earning per Share* terbesar dengan menggunakan WACC yang seminimal mungkin. Pembentukan struktur modal yang optimal akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan utang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk selalu memperhatikan kepentingan para pemilik modal dengan jalan mengoptimalkan struktur modal, karena struktur modal merupakan ukuran

keberhasilan atas pelaksanaan fungsi-fungsi keuangannya (Brigham dan Ehrhardt, 2005).

Weston dan Copeland (2006) memberikan suatu konsep tentang *leverage* (tingkat hutang) atau *debt ratio* yang merupakan perbandingan antara nilai buku seluruh hutang (*total debt*) dengan total aktiva (*total assets*). Rasio ini menekankan pentingnya pendanaan utang dengan jalan menunjukkan persentase aktiva perusahaan yang didukung dengan utang (Darsono dan Ashari, 2005). Dengan demikian, semakin tinggi rasio ini maka semakin besar risiko yang dihadapi, investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Seringkali kreditor suatu perusahaan akan berusaha untuk mencegah rasio *leverage* yang tinggi dengan mensyaratkan suatu perjanjian utang terhadap perusahaan itu, sehingga perusahaan yang terikat dalam perjanjian tersebut akan menjaga *leverage*-nya berada di bawah batas yang telah ditentukan. Selain itu, rasio *leverage* yang tinggi juga menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktiva.

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal menurut Brigham dan Houston (2006) antara lain :

1. Posisi perpajakan perusahaan, sebab penggunaan utang adalah bunga yang dapat mengurangi pajak dan kemudian akan mengurangi biaya utang efektif. Akan tetapi apabila sebagian besar laba perusahaan yang telah dilindungi dari pajak disebabkan oleh perlindungan penyusutan pajak, bunga dari utang yang beredar saat ini atau kompensasi kerugian pajak ke tahun berikutnya, maka tarif pajaknya akan rendah sehingga penambahan

hutang mungkin tidak akan begitu menguntungkan lagi jika perusahaan memiliki tarif efektif yang lebih tinggi.

2. Risiko bisnis atau risiko yang inheren dengan risiko operasi jika perusahaan tidak mempergunakan hutang maka semakin tinggi risiko bisnis perusahaan semakin rendah rasio utang optimalnya.
3. Fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk mendapatkan modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk. Pemberi modal akan lebih suka memberikan dananya kepada perusahaan yang memiliki neraca yang kuat pada saat perekonomian sedang ketat atau ketika perusahaan sedang mengalami kesulitan operasional. Oleh karena itu, baik potensi kebutuhan dana di masa depan maupun konsekuensi dari kekurangan dana akan mempengaruhi sasaran struktur modal, semakin tinggi kemungkinan kebutuhan modal di masa mendatang dan semakin buruk konsekuensi dari kekurangan dana maka neraca perusahaan harus semakin kuat.
4. Konservatisme atau keagresifan manajemen. Manajer lebih agresif dari yang lainnya sehingga perusahaan cenderung menggunakan utang sebagai usaha untuk mendorong keuntungan. Faktor ini tidak memiliki pengaruh pada struktur modal optimal yang sebenarnya atau yang memaksimalkan nilai, namun memiliki pengaruh struktur modal sasaran yang ditentukan oleh para manajer.

Sumber-sumber untuk struktur modal terdiri dari : *long-term debt*, *short-term debt*, *preferred stock*, *common stock*, *earned surplus*. Selain itu, penggunaan modal pinjaman yang biasa disebut *leverage* atau *trading equity*, dimaksudkan

untuk meningkatkan kekayaan pemilik. Hal ini dikarenakan, penggunaan *leverage* mempunyai implikasi penting dan memberikan manfaat, yaitu (1) Pembayaran bunga adalah *tax deductible*, yang menurunkan biaya efektif hutang, (2) *Debtholder* memperoleh *return* yang pasti, (3) Melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham / EPS akan meningkat, (4) Kendali terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham yang ada tidak berubah (Brigham dan Houston, 2006).

Di pihak lain terdapat kerugian yang timbul dari penggunaan *leverage*, yaitu : (1) Semakin tinggi *debt ratio* maka akan semakin berisiko perusahaan karena semakin tinggi beban tetap, (2) Jika sewaktu-waktu perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan *operating income* tidak cukup menutup beban bunga, maka akan menimbulkan kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2006), (3) Munculnya *agency problem* (Horne dan Wachowich, 2001).

2.1.2 Tarif Pajak

Pajak merupakan salah satu kewajiban perusahaan kepada pemerintah yang dapat dipaksakan dengan Undang-undang dan merupakan pengorbanan sumber daya ekonomis yang tidak memberikan imbalan (kontraprestasi) secara langsung bagi perusahaan. Sistem perpajakan di Indonesia menggunakan sistem "Self Assessment" khususnya pajak penghasilan dalam hal ini untuk penentuan jumlah besarnya pajak terutang ditentukan oleh wajib pajak sendiri. Salah satu cara untuk mencapai efisiensi perhitungan kewajiban pajak yang dibayar oleh perusahaan adalah dengan melakukan manajemen pajak (Endang Kiswara, 2006

dalam Tirsono, 2008) yaitu dengan memanfaatkan ketentuan perpajakan yang menguntungkan wajib pajak diantaranya pengeluaran atau pembebanan biaya yang diperkenankan dalam menghitung laba kena pajak maupun fasilitas dari pemerintah yang berupa pemberian kompensasi kerugian untuk perusahaan yang mengalami kerugian ke laba di tahun berikutnya sampai dengan lima tahun kedepan maupun pemberian fasilitas perpajakan khusus bagi perusahaan PMA (*tax holiday*).

Peraturan Pajak Penghasilan (PPh) di Indonesia membedakan perlakuan biaya bunga pinjaman dengan pengeluaran dividen, bahwa bunga pinjaman dapat dikurangkan sebagai biaya (*Tax deductible*) sesuai Pasal 6 ayat (1) huruf a UU Nomor 17 tahun 2000. Pengurangan biaya bunga tersebut sangat bernilai pada perusahaan yang terkena pajak tinggi (marginal), sehingga semakin tinggi tarif pajak maka semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan utang yang kemudian keuntungan tersebut disebut *debt tax shield*. Perusahaan yang memiliki tingkat laba yang tinggi maka akan terkena tarif pajak yang tinggi pula. Oleh karena itu perusahaan pasti akan memanfaatkan ketentuan yang ditetapkan oleh pemerintah yang dapat menguntungkan dalam membayar pajak untuk mencapai efisiensi dalam menghitung pajak.

Tarif pajak perusahaan yang tinggi juga akan menimbulkan minat perusahaan untuk mendanai investasinya dengan hutang sepanjang beban bunganya dapat dikurangkan dari penghasilan yang akan dikenakan pajak sehingga dapat memberikan perlindungan pajak (Mintz dan Weichenrieder, 2005).

Menurut Mas'ud (2008), *tax shields effects* menunjukkan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan dapat digunakan sebagai keuntungan untuk mengurangi hutang. Penghematan pajak dapat berasal dari adanya biaya non kas (operasional). *Debt-financing* akan lebih menarik dibanding dengan *equity-financing*.

2.1.3 Asset Tangibility

Teori struktur modal menyatakan bahwa bentuk *asset* yang dimiliki oleh perusahaan mempengaruhi pilihan terhadap struktur modalnya (Titman dan Wessels, 1988). *Asset* yang dapat dijaminkan merupakan *asset* yang diminta oleh kreditor sebagai jaminan atas pinjaman. Chiarella et. al. (1991) menyatakan bahwa tanpa adanya *asset* yang dapat dijaminkan, biaya pinjaman cenderung menjadi tinggi sehingga kreditor dapat meminta bunga pembayaran hutang yang tinggi.

Asset tangibility merupakan suatu kriteria penting didalam kebijakan kredit bank, khususnya untuk hutang-hutang jangka panjang. Apabila komposisi aktiva suatu perusahaan bersifat *capital-intensive* maka yang diutamakan adalah *equity-financing*. Artinya modal pinjaman hanya merupakan pelengkap terutama untuk memenuhi kebutuhan dana bagi modal kerja (Mas'ud, 2008).

2.1.4 Size Perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung melakukan diversifikasi usaha lebih banyak daripada perusahaan kecil. Oleh karena itu, kemungkinan kegagalan

dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil. Ukuran perusahaan sering dijadikan indikator bagi kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dengan ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. Hal ini akan mempermudah perusahaan dengan ukuran lebih besar untuk memperoleh pinjaman atau dana eksternal (Juniati, 2010).

Biaya penerbitan hutang dan ekuitas memiliki hubungan dengan *size* perusahaan. Perusahaan kecil membayar biaya penerbitan ekuitas baru dengan jumlah lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan besar dan lebih banyak menerbitkan hutang jangka panjang. Perusahaan kecil lebih banyak mempunyai *leverage* dibandingkan perusahaan besar dan lebih memilih untuk melakukan pinjaman jangka pendek (melalui pinjaman bank) dibanding dengan menerbitkan hutang jangka panjang karena biaya tetap yang lebih rendah berhubungan dengan alternatif tersebut (Titman dan Wessels, 1988). Menurut Titman dan Wessels (1988); Al-Najjar dan Taylor (2008), *size* perusahaan dapat digambarkan melalui besarnya total *asset* yang dimiliki oleh perusahaan.

2.1.5 Profitabilitas

Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari setiap satu rupiah *asset* yang digunakan. Tingkat keuntungan digunakan sebagai suatu metode untuk menilai keberhasilan efektifitas perusahaan yang berkaitan dengan hasil akhir dari berbagai kebijakan dan keputusan perusahaan yang telah dijalankan dalam periode berjalan. Rasio ini

dapat digunakan untuk mengetahui efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aktiva dalam kegiatan operasional perusahaan. Hubungan profitabilitas dengan tingkat utang dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk melunasi utang-utangnya sehingga institusi lembaga keuangan akan lebih percaya untuk memberikan utang kepada perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi (Tong dan Green, 2004).

Profitabilitas tahun sebelumnya pada perusahaan dan jumlah laba yang tersedia untuk ditahan akan menjadi faktor yang menentukan dalam struktur pendanaan sekarang. *Trade-off theory* menyatakan bahwa perusahaan yang kurang menguntungkan akan memberikan hasil bagi yang rendah bagi pemegang saham, *leverage* yang lebih besar dalam perusahaan akan meningkatkan risiko kebangkrutan dan biaya pinjaman dan akan mengurangi *return* pemegang saham (Tong dan Green, 2004).

2.1.6 Risiko Bisnis

Keuntungan perusahaan akibat penggunaan hutang akan berkurang akibat adanya biaya kebangkrutan. Kemungkinan perusahaan untuk bangkrut disebabkan oleh kegagalan perusahaan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dimasa yang akan datang yang salah satu diantaranya adalah adanya risiko bisnis (Gitman, 2009). Gitman mendefinisikan risiko bisnis sebagai ketidakmampuan perusahaan untuk menutupi biaya operasi perusahaannya.

Operating leverage merupakan salah satu faktor yang menentukan risiko bisnis. Pada umumnya perusahaan yang mempergunakan *operating leverage* yang cukup besar, semakin besar pula risiko bisnisnya. Sementara itu perusahaan yang mempunyai volatilitas permintaan produk dan volatilitas harga produk yang tinggi menyebabkan pendapatan menjadi tidak stabil, sehingga risiko bisnisnya tinggi. Semakin tinggi risiko bisnis, perusahaan cenderung lebih berhati-hati dalam menentukan struktur modalnya. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah dalam struktur modalnya, perusahaan yang mempunyai biaya tetap yang rendah mempunyai risiko bisnis yang rendah sehingga cenderung memanfaatkan hutang yang lebih tinggi dalam struktur modalnya (Titman dan Wessels, 1988).

2.1.7 Kepemilikan Institusional

Tingkat kepemilikan yang tinggi pada suatu institusi dalam perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga akan mengawasi manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham yang pada akhirnya akan mengurangi *agency cost*. Kontrol yang efektif dari investor institusional dalam pengambil alihan peranan hutang sebagai alat pengawasan dari pihak manajemen sehingga menyebabkan penggunaan hutang menurun (Widjaya dan Kasenda, 2008). Distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional dapat mengurangi *agency cost*, mengingat kepemilikan mewakili sumber kekuasaan

yang dapat digunakan untuk mendukung atau tidak mendukung keberadaan manajemen (Moh'D et. al., 1998).

2.1.8 Growth of Sales Perusahaan

Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa kesempatan pertumbuhan merupakan modal *asset* yang menambah nilai bagi perusahaan, tetapi tidak dapat dijamin dan tidak menghasilkan pajak penghasilan. Fama dan French (2002) berpendapat bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung mempunyai rasio hutang pada level yang rendah.

Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan penjualan banyak memerlukan dana untuk keperluan ekspansi usahanya. Akan tetapi, *agency cost* lebih tinggi untuk perusahaan yang sedang tumbuh akan mempunyai ekspektasi. Hal ini dikarenakan agar perusahaan lebih fleksibel dalam pandangan investasi kedepan (Shah dan Khan, 2007).

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan yang cukup tinggi merupakan pertanda bahwa perusahaan tersebut akan memiliki sumber pendanaan internal dari laba ditahan sehingga manajer akan memanfaatkan hal tersebut untuk keperluan pendanaan dimasa depan daripada memanfaatkan hutang sehingga dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan atau *growth* juga mempengaruhi struktur modal perusahaan (Shah dan Khan, 2007).

2.1.9 Teori *Trade-off*

2.1.9.1 Modigliani-Miller Model II (MM Model with *Corporate Taxes*)

Menurut Darminto dan Manurung (2008), berbagai riset telah memperkaya proposisi MM II dengan menghadirkan faktor pajak, *costs of financial distress*, *bankruptcy costs*, *agency costs* dan *transaction costs*, sehingga melahirkan *trade-off theory* (Myers, 1976; Jensen dan Mekling, 1976). Teori ini memang menarik banyak perhatian riset teoritis, namun sedikit dukungan dari riset empiris. Berbagai riset dilakukan untuk untuk mengidentifikasi determinan yang menentukan struktur pemodal perusahaan dan mencari satu tingkat *leverage* yang optimal (De Angelo dan Masulis, 1980; Titman dan Wessel, 1988; Slutz, 1990; Wald, 1999; Rajan dan Zingales, 1995 *dalam* Darminto dan Manurung, 2008).

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2005), dari model MM II, dapat dipetik dua hal utama yang berbeda dengan model MM I sebelumnya adalah:

1. Dalam Proposisi 1, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Dalam kenyataan, struktur modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan : bertambahnya penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, pajak memberi manfaat dalam pendanaan yang berasal dari hutang, sebesar : $Tax\ advantage = \tau_c D_L$

Manfaat pajak dari penggunaan hutang diperoleh dari beban biaya bunga hutang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya yang mengurangi besaran laba kena pajak, sedangkan pembayaran dividen tidak dapat

diperhitungkan sebagai elemen biaya. Jadi, perusahaan (seperti) menerima subsidi dari pemerintah atas penggunaan hutang untuk menambah modal.

2. Dengan adanya pajak perseroan, diperoleh dua manfaat penggunaan hutang yakni : hutang merupakan sumber modal yang lebih murah daripada ekuitas, dan biaya bunga menjadi elemen pengurang pajak. Dari model MM-1, diketahui bahwa penghematan dari penggunaan hutang yang lebih murah sepenuhnya digantikan oleh peningkatan biaya penggunaan ekuitas. Meskipun demikian, dalam situasi dengan adanya pajak perseroan, keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan hutang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas. Dengan demikian, biaya ekuitas dari *levered firm* dalam situasi ada pajak perseroan pertambahannya lebih lamban daripada bila situasinya tanpa pajak perseroan. Dengan kata lain, pemegang saham memperoleh kompensasi untuk risiko keuangan yang lebih kecil dalam situasi ada pajak perseroan. “Penghematan” dari penggunaan hutang yang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas, menghasilkan WACC yang makin kecil seturut dengan bertambahnya hutang.

2.1.9.2 Miller Model dengan *Personal Taxes*

Model MM II yang dipublikasikan tahun 1963 memperlihatkan situasi perpajakan yang dihadapi perusahaan dengan lebih baik, akan tetapi belum memperlihatkan situasi perpajakan yang dihadapi oleh para investor. Pada tahun 1997, Miller mengemukakan sebuah model yang memperhitungkan pajak perorangan (Ogden, Jen dan O’Connor, 2003). Dalam model tersebut, investor

dihadapkan pada dua kemungkinan jenis pajak : pajak perorangan atas ekuitas atau pendapatan dividen (τ_S) dan pajak perorangan atas hutang atau pendapatan bunga (τ_D).

Terjadi pajak ganda atas pendapatan ekuitas (dividen) yang diterima oleh investor. Laba perusahaan dikenai pajak perseroan sebelum dibagikan menjadi dividen kepada investor dan selanjutnya ketika investor memperoleh dividen, dikenai pajak perorangan. Jadi, nilai *unlevered firm* yang memperhitungkan pajak perseroan dan pajak perorangan (Brigham dan Ehrhardt, 2005).

Penentuan nilai *levered firm* dilakukan dengan cara mendiskontokan arus kas seperti pada *unlevered firm* dengan biaya ekuitas *unlevered firm*, ditambah pendiskontoan arus kas yang terkait dengan pendapatan bunga (bagi kreditur) dengan biaya hutang setelah pajak (Siaw, 1999; Brigham dan Ehrhardt, 2005).

2.1.9.3 Kritik terhadap Model Modigliani-Miller (MM) dan Miller

Kritik terhadap model MM dan Miller berkaitan dengan relevansi dari asumsi yang digunakan dalam model. Beberapa kritik terhadap model-model tersebut dapat diungkapkan sebagai berikut (Siaw, 1999; Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

1. Proposisi model didasarkan pada konsep arbitrase dengan asumsi bahwa beban keuangan perusahaan kondisinya sama persis dengan beban keuangan yang dialami oleh investor secara individu. Asumsi ini benar, bila arbitrase personal tanpa risiko, karena investor bertanggungjawab atas investasi awal dan peminjaman dana (hutang) yang ditentukan untuk dirinya sendiri.

2. Asumsi bahwa tidak ada biaya transaksi adalah tidak benar dalam berbagai situasi, khususnya untuk investor dalam menentukan struktur modal individual secara bersama-sama.
3. Asumsi bahwa perorangan maupun perusahaan dapat meminjam uang dengan tingkat suku bunga yang sama adalah tidak benar, karena seringkali suku bunga bagi perusahaan lebih rendah daripada perorangan.
4. Model tersebut tidak memperhitungkan adanya perbedaan struktur pajak yang (mungkin) dihadapi oleh perusahaan berkaitan dengan hasil penjualan dan perolehan laba. Dengan kata lain, pajak perseroan yang ditanggung perusahaan dapat berubah seturut dengan perubahan laba yang diperoleh, dan tentunya akan berpengaruh terhadap manfaat pajak yang diperoleh.
5. Pada model MM dan Miller, manfaat pajak (dari pengurangan pajak perseroan atas biaya bunga) meningkat seturut dengan peningkatan jumlah hutang. Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa biaya hutang tidak berubah dan perusahaan dapat menggunakan pembayaran biaya bunga untuk mengurangi pajak dengan persentase yang sama.

Keadaan semacam itu tidak benar, sebab:

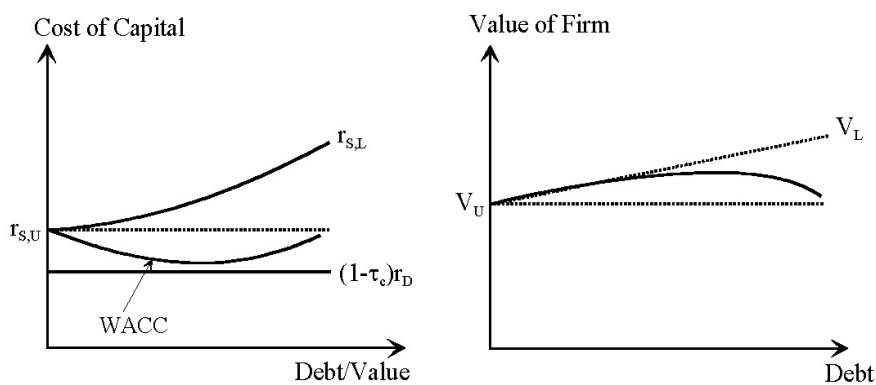
- a. Perusahaan tidak dapat 100% didanai dengan hutang. Kreditur biasanya menginginkan perusahaan menanamkan sejumlah uang terlebih dahulu. Sebagai contoh adalah kredit mobil; pihak penjual pada umumnya meminta sejumlah uang muka.
- b. Direktorat Pajak memandang bahwa hutang 100% merupakan cara perusahaan untuk memperoleh pengurangan pajak. Dalam hal ini, Direktorat Pajak

menentukan batas maksimum hutang yang dianggap layak bagi suatu perusahaan, sehingga jumlah hutang yang melampaui batas tersebut akan diperhitungkan sebagai ekuitas.

Berdasarkan dua pertimbangan tersebut, dalam kenyataan, WACC perusahaan akan meningkat dan nilai perusahaan akan menurun setelah mencapai titik tertentu, seperti terlihat pada gambar 2.1 berikut ini.

Gambar 2.1

Biaya Modal dan Nilai Perusahaan (dalam kenyataan)



Sumber: Siaw, 1999

Dari gambar 2.1 tersebut, terlihat ada kombinasi hutang dan ekuitas tertentu yang menghasilkan biaya modal minimum dan nilai perusahaan maksimum. Salah satu perhatian utama dari manajer keuangan adalah menentukan struktur modal optimal yang akan meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Argumen-argumen terdahulu mengarah pada perkembangan yang disebut dengan *Trade-off Theory*. *Trade-off Theory* merupakan model struktur modal yang berasumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* (kesulitan

keuangan) dengan *agency cost* (biaya agensi). Dari model ini dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan. *Trade-off Theory* merupakan model yang didasari pada *trade off* antara keuntungan dengan kerugian penggunaan hutang. *Trade off* tersebut pada umumnya dipengaruhi oleh beberapa variabel, umumnya oleh keuntungan pajak dengan penggunaan hutang, risiko *financial distress* dan penggunaan biaya agensi (Nurrohim, 2008).

Berdasarkan realita yang berasal dari hutang dalam model yang besar, penggunaan modal sendiri mempunyai manfaat dan kerugian bagi perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2006), hutang mempunyai keuntungan :

1. Biaya bunga yang mempunyai penghasilan kena pajak sehingga hutang menjadi lebih rendah.
2. Kreditur hanya mendapatkan keuntungan biaya bunga yang relatif tetap, kelebihan dan keuntungan akan menjadi klaim bagi pemilik perusahaan.

Relevansi teori *trade-off* pada penelitian ini adalah penggunaan variabel tarif pajak, *asset tangibility*, *size*, ROI, *growth of sales* pada perusahaan manufaktur dalam menentukan besarnya pengaruh terhadap struktur modal (Mas'ud, 2008). Hal ini dikarenakan tarif pajak, *asset tangibility*, *size*, ROI dan *growth of sales* yang meningkat mampu menurunkan struktur modal.

2.1.10 Agency Theory

Jensen dan Meckling (1976) dalam *agency theory* menyatakan bahwa manajer sebagai agen diberi hak dan tanggung jawab untuk mengambil kebijakan-kebijakan penting yang berorientasi pada kepentingan pemilik. Kebijakan-kebijakan tersebut antara lain meliputi kebijakan penentuan sumber pembiayaan (pendanaan), kebijakan investasi dan kebijakan dividen (Horne & Wachowicz, 2001).

Teori agensi mengungkapkan adanya hubungan antara pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Jensen dan Meckling (1986) mengungkapkan adanya konflik antara *principal* dan *agent* yang dapat dikelompokkan menjadi : (1) Konflik pemegang saham (*principal*) dan dewan direksi (*agent*); (2) Konflik antara pemegang obligasi (*principal*) dan dewan direksi dan pemilik perusahaan (*agent*); (3) Konflik antara produsen dan konsumen. Para pemegang saham berharap agar agen bertindak atas kepentingan mereka sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilainya, sekaligus memberikan keuntungan kepada pemegang saham. Manajemen harus diberikan insentif yang memadai sekaligus pengawasan yang baik agar dapat melakukan fungsinya dengan maksimal. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil oleh manajemen. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya. Biaya ini yang disebut dengan biaya agensi. Biaya yang timbul pasti akan menjadi tanggungan pemegang saham (Nurrohim, 2008).

Pendanaan dengan hutang dapat mengurangi biaya *agency*. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Selain itu, hutang juga akan menurunkan arus kas yang diharapkan (*excess cash flow*) yang terdapat dalam perusahaan, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen, 1986).

Relevansi *agency theory* pada penelitian ini adalah penggunaan variabel *asset tangibility, size* (Deesomsak et. al. (2004), kepemilikan institusional dan *growth of sales* pada perusahaan manufaktur dalam menentukan besarnya pengaruh terhadap struktur modal (Jensen, 1986; Deesomsak et. al., 2004; Al-Najjar dan Taylor, 2008).

2.1.11 Degree Operating Leverage (DOL)

Leverage operasi adalah cara untuk mengukur risiko usaha dari suatu perusahaan. *Leverage* operasi menyebabkan perubahan dalam volume penjualan untuk memiliki pengaruh yang meningkat atas EBIT. *Leverage* keuangan dikaitkan dalam suatu operasional, perubahan dalam EBIT memiliki efek yang luar biasa atas NI, ROE dan EPS. Sehingga perusahaan menggunakan jumlah yang dapat dipertimbangkan untuk *leverage* operasi maupun *leverage* keuangan. Perubahan yang kecil dalam tingkat penjualan akan menghasilkan fluktuasi yang lebar dalam NI, ROE dan EPS (Weston dan Copeland, 2006).

DOL akan mempengaruhi perbedaan laba operasi yang disebabkan adanya perbedaan biaya produksi dan penjualan, sehingga DOL mempengaruhi risiko bisnis perusahaan. Sehingga DOL harus dipergunakan sebagai salah satu ukuran

potensial yang dapat menjadi suatu risiko apabila terdapat perbedaan biaya produksi dan penjualan (Horne dan Wachowicz, 2001).

EBIT dan EPS dilakukan hanya untuk melihat pengembalian bagi pemegang biasa yang diukur dengan EPS. Sehingga semakin tinggi tingkat EBIT, diasumsikan tingkat tersebut melebihi tingkat indifferen sehingga semakin kuat kemungkinan untuk dilakukan pendanaan dengan menggunakan hutang. Alternatif hutang digunakan karena memberikan pengembalian pada pemegang saham dengan jumlah yang besar dengan tingkat risiko yang kecil (Horne dan Wachowicz, 2001).

Relevansi *Degree Operating Leverage* pada penelitian ini adalah penggunaan variabel risiko bisnis pada perusahaan manufaktur dalam menentukan besarnya pengaruh terhadap struktur modal (Gitman, 2009; Weston dan Copeland, 2006).

2.2 Model dan Hipotesis

2.2.1 Pengaruh Tarif Pajak terhadap Struktur Modal

Unsur pajak dimasukkan pada teori Modigliani dan Miller II, sehingga struktur modal menjadi relevan. Salah satu keuntungan dari pemanfaatan hutang dalam pendanaan adalah bunga hutang merupakan komponen biaya yang dapat dikurangkan dari penghasilan *netto* sehingga dapat mengurangi pajak (*tax shield*). Semakin tinggi tarif pajak penghasilan perusahaan semakin tinggi pula *tax shield* yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan, sehingga semakin tinggi tarif pajak

penghasilan badan semakin tinggi pula keuntungan perusahaan dari pemakaian hutang.

Bauran hutang terhadap ekuitas yang optimal, perusahaan bisa mencapai biaya pendanaan terendah dan sebagai akibatnya meningkatkan nilai dari para pemegang saham. *Trade-off theory* menyatakan bahwa perusahaan yang dikenai pajak seharusnya meningkatkan tingkat hutangnya sampai nilai marginal dari batas pajak dari biaya atas adanya kesulitan keuangan yang mungkin terjadi. Teori *trade-off* dalam struktur modal secara teoritis menyeimbangkan keuntungan pajak dari peminjaman untuk menutup biaya-biaya kesulitan keuangan (Myers, 1976).

Tingkat keuntungan dan pajak suatu perusahaan mempunyai hubungan yang positif, sehingga perusahaan tersebut memiliki motivasi untuk mengurangi pajak perusahaan, yang antara lain dapat dilakukan dengan meningkatkan hutangnya. Dalam hal ini hutang bertindak sebagai *tax shields*, karena dapat mengurangi pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga kepada pihak yang memberikan hutang (Stiglitz, 1969).

Penelitian oleh Stiglitz (1969), Gordon dan Lee (2000), Graham (2003), Mintz dan Weichenrieder (2005) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara pertumbuhan dengan struktur modal perusahaan.

Dari uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H1 : Pajak berpengaruh positif terhadap DER.

2.2.2 Pengaruh Aktiva Perusahaan (*Asset Tangibility*) terhadap Struktur Modal

Menurut teori *trade-off* perusahaan dengan tingkat *asset* berwujud yang tinggi dapat menyediakan jaminan untuk digunakan sebagai hutang. Semakin banyak *asset* berwujud yang dimiliki oleh perusahaan akan semakin banyak jaminan *asset* yang dapat digunakan untuk mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang (Titman dan Wessels, 1988). Myers dan Manjluf (1984) menyatakan bahwa komposisi nilai jaminan *asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan. Brigham dan Gapenski (1992) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang.

Berdasarkan *trade-off theory*, aktiva berwujud berlaku sebagai jaminan dan menyediakan keamanan bagi *lender* pada keadaan keuangan yang sulit. Jaminan juga melindungi *lender* dari masalah moral *hazard* yang ditimbulkan oleh adanya konflik antara *shareholder* dengan *lender* (Jensen dan Meckling, 1976). Jadi perusahaan dengan aktiva berwujud lebih banyak diharapkan memiliki hutang yang lebih banyak pula. Sebagaimana dengan bukti empiris dengan adanya beberapa penelitian yang menyatakan adanya hubungan positif antara *asset tangibility* dengan total hutang, diantaranya Titman dan Wessel (1988); Mas'ud (2008).

Penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessel (1988), Chung (1993), Short et. al. (2002), Chen (2004), Fraser et al. (2005), Mas'ud (2008) menyatakan

bahwa struktur *asset tangibility* yang dimiliki oleh perusahaan berpengaruh positif dengan struktur modal perusahaan.

Dari uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H2 : Tingkat *asset tangibility* perusahaan berpengaruh positif terhadap DER.

2.2.3 Pengaruh *Size* Perusahaan terhadap Struktur Modal

Menurut *trade-off theory*, perusahaan-perusahaan besar diharapkan memiliki suatu kapasitas hutang yang lebih tinggi dan dapat lebih mudah untuk memperoleh hutang. Hal ini dikarenakan semakin besar perusahaan maka semakin mudah perusahaan memperoleh dana. Perusahaan-perusahaan besar dapat menanggung suatu tingkat hutang jangka panjang yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil dikarenakan mereka mengupayakan biaya tetap yang tinggi atas utang jangka panjangnya. Lebih lanjut, perusahaan-perusahaan besar cenderung tidak bangkrut sehingga lebih mudah mengamankan hutangnya dengan biaya yang lebih rendah (Barclay dan Smith, 1995).

Size perusahaan diproksi dengan logaritma natural dari *total asset* (Fraser, 2005). Hubungan *size* dan *leverage* adalah positif secara teoritis. Menurut *trade-off theory* perusahaan-perusahaan besar diharapkan memiliki suatu kapasitas hutang yang tinggi dan dapat lebih mudah untuk memperoleh hutang (Mas'ud, 2008).

Penelitian yang dilakukan oleh Pandey (2001), Deesomsak et. al. (2004), (Fraser et. al., 2005), Delcoure (2006), Al-Najjar dan Taylor (2008), Kim dan

Berger (2008) menunjukkan adanya hubungan positif antara *size* perusahaan dengan struktur modal.

Dari uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H3 : *Size* perusahaan berpengaruh positif dengan DER.

2.2.4 Pengaruh *Return On Investment* (ROI) terhadap Struktur Modal

Penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan *leverage*. Pengaruh positif profitabilitas dengan tingkat utang dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk melunasi utang-utangnya sehingga institusi lembaga keuangan akan lebih percaya untuk memberikan utang kepada perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi.

Perusahaan menggunakan utang sebagai cara untuk mengurangi pembayaran pajak seperti yang disarankan dalam teori *trade-off*, maka perusahaan dengan laba yang lebih tinggi harus memiliki rasio utang yang lebih tinggi pula. Keuntungan yang lebih tinggi memungkinkan perusahaan untuk lebih konsentrasi ke pemotongan pajak perusahaan mereka dan mengurangi risiko kebangkrutan. Seperti yang dibahas oleh Pettit dan Singer (1985) dalam Mas'ud (2008) bahwa perusahaan kecil umumnya memiliki tingkat kualitas informasi asimetris yang lebih tinggi sebagai laporan keuangan mereka yang cenderung lebih rendah. Menurut teori *trade-off*, *profitability* dengan ROI yang tinggi dianjurkan dengan hutang yang tinggi (Dammon dan Senbet, 1988 dalam Mas'ud, 2008).

Berdasarkan penelitian lain yang juga dilakukan oleh Mutamimah (2003), Fraser et. al. (2005), Mas'ud (2008) ROI mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

Dari uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H4 : ROI berpengaruh positif terhadap DER.

2.2.5 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Leverage operasi adalah cara untuk mengukur risiko usaha dari suatu perusahaan. *Leverage* operasi menyebabkan perubahan dalam volume penjualan untuk memiliki pengaruh yang meningkat atas EBIT (Weston dan Copeland, 2006). Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko yang semakin besar yang harus ditanggung perusahaan. Selain itu, dari sisi pemberi pinjaman risiko bisnis yang besar juga akan mengakibatkan biaya hutang yang lebih besar (Titman dan Wessels, 1988). Jadi semakin tinggi DOL semakin besar risiko bisnis dan semakin kecil keinginan perusahaan untuk memanfaatkan hutang. Hal ini sejalan dengan teori *trade-off* yang menyatakan bahwa risiko bisnis yang tinggi dianjurkan menggunakan hutang yang rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Al Najjar dan Taylor (2008), Kim dan Berger (2008) menunjukkan adanya hubungan negatif antara risiko bisnis dengan struktur modal perusahaan.

Dari uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H5 : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap DER.

2.2.6 Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Investor institusi mempunyai pengalaman dalam mengumpulkan dan menginterpretasikan data dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan. Menurut teori agensi struktur modal yang optimal dan dapat meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Bagi investor, semakin banyak suatu perusahaan menggunakan hutang merupakan suatu tanda bahwa kinerja manajemen dalam mengelola pendanaan internalnya adalah rendah. Untuk itu, investor institusional lebih menyukai perusahaan yang mempunyai *ratio leverage* yang lebih rendah (Al-Najjar dan Taylor, 2008).

Kepemilikan saham yang terkonsentrasi oleh institusional investor akan lebih mengoptimalkan efektivitas pengawasan aktivitas manajemen karena besarnya dana yang ditanamkan. Struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*institutional investors*), penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholders dispersion*) dan kepemilikan saham oleh pihak internal (*insiders ownerships*) mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio* (Bathala et. al., 1994).

Penelitian yang dilakukan oleh Al Najjar dan Taylor (2008), Bathala et. al. (1994) menunjukkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan struktur modal perusahaan.

Dari uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H6 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap DER.

2.2.7 Pengaruh *Growth of Sales* Perusahaan terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat (Weston dan Brigham, 2001). Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan-perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan dimasa depan memiliki aktiva tak berwujud, cenderung meminjam lebih sedikit sehingga terdapat pengaruh yang signifikan negatif terhadap struktur modalnya (Mas'ud, 2008).

Tingkat *leverage* dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan perusahaan. Sesuai dengan *trade-off theory*, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk membiayai investasinya dengan mengeluarkan saham, karena harga sahamnya relatif tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung *costs of financial distress* yang besar, karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi. Dengan demikian, tingkat pertumbuhan berhubungan negatif dengan tingkat *leverage* (Darminto dan Manurung, 2008).

Penelitian oleh Darminto dan Manurung (2008), Mas'ud (2008) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara pertumbuhan dengan struktur modal perusahaan.

Dari uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H7 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dengan DER.

2.3 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Graham (2003) dengan menggunakan *cross-sectional regression* membuktikan bahwa perusahaan dengan tarif pajak perusahaan yang tinggi lebih intensif menggunakan hutang untuk pendanaannya daripada perusahaan dengan tingkat pajak perusahaan yang lebih rendah. Dari hal tersebut menunjukkan bahwa keuntungan pajak akibat hutang memberi tambahan nilai bagi perusahaan. Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Mintz dan Weichenrieder (2005), Gordon dan Lee (2000) serta Chiarella et. al. (1991) pada penentu struktur pendanaan perusahaan di Australia yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang ada di Australia cenderung menggunakan hutang untuk mendapatkan keuntungan dalam bentuk pengurangan pajak sehingga dapat diartikan bahwa pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Chen (2004) terhadap 94.571 sampel perusahaan di China pada tahun 1971-2002 dengan menggunakan teori *trade-off* dan *pecking order theory* menghasilkan kesimpulan bahwa *asset tangibility* mempunyai hubungan positif terhadap rasio hutang. Hal ini disebabkan karena semakin banyak perusahaan memiliki *fix asset* maka akan semakin mudah perusahaan memperoleh hutang sebab *asset* tetap tersebut dapat dijamin. Penelitian ini juga didukung oleh penelitian Chung (1993); Short et. al. (2002), Fraser et. al. (2005).

Penelitian yang dilakukan Fraser et. al. (2005) terhadap 257 perusahaan yang terdaftar di Kuala Lumpur *Stock Exchange* (KLSE) periode tahun 1990-1999. Sampel yang diperoleh dianalisis dengan instrument *Ordinary Least*

Squares (OLS). Dari hasil penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa *size* yang diprosikan dengan logaritma natural *asset* menyatakan bahwa *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran maka perusahaan akan menggunakan hutang dalam struktur modal yang semakin besar pula. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Deesomsak et. al. (2004); Kartini dan Tulus Arianto, (2008); Mas'ud (2008) bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki kapasitas meminjam yang lebih baik daripada perusahaan kecil.

Penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud (2008) terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2001-2005 dengan sampel yang digunakan sebanyak 147 perusahaan. Pengolahan data menggunakan model analisis SEM (*Structural Equation Modelling*) yang dikembangkan untuk menguji hipotesis. Dari hasil penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa profitabilitas (ROI) berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal. Hal ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fraser et. al.(2005).

Penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) terhadap 86 sampel perusahaan non-finansial Yordania untuk periode 1994 – 2003 menghasilkan kesimpulan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio hutang. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Berger (2008) yang menghasilkan penelitian bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Joher et. al. (2006), terhadap 100 perusahaan dari Bursa Malaysia *Composite Index* periode tahun 1998 - 2002

meneliti tentang dampak kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang dalam suatu kerangka terpadu dengan menggunakan prosedur estimasi persamaan simultan. Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh negatif dan signifikan dari kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Hasil tersebut menunjukkan bahwa induk kelembagaan memainkan peran yang penting dalam keputusan manajemen strategis yang dilakukan manajer dan dapat mengurangi konflik keagenan di dalam perusahaan. Demikian halnya Moh D. et. al. (1998), Crutchley et. al. (1999) dalam Widjaya dan Kasenda (2008) yang juga menemukan adanya hubungan negatif dan Al-Najjar dan Taylor yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara kepemilikan institusional dengan hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Gracia dan Mira (2008) dengan menggunakan 3.569 sampel dari *Small and Medium-Sized Enterprises* (SMEs) Spanyol periode tahun 1999-2004 menghasilkan kesimpulan bahwa pertumbuhan penjualan perusahaan mempunyai hubungan negatif terhadap tingkat hutang. Hal ini sesuai dengan teori *trade-off*, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk membiayai investasinya dengan mengeluarkan saham, karena harga sahamnya relatif tinggi. Alasan lainnya adalah karena perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung *costs of financial distress* yang besar, karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi (Darminto dan Manurung, 2008).

Kesimpulan hasil penelitian terdahulu dapat diringkas sebagai berikut :

Tabel 2.1

Kesimpulan Hasil Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti	Variabel	Metode Analisis	Hasil
R. G. Rajan dan Zingales (1995), "What Do We Know About Capital Structure ? Some Evidence from National Data"	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : <i>Asset Tangibility, Profitability, Size, Growth</i>	Regresi	<i>Size</i> perusahaan, <i>Asset Tangibility</i> dan <i>Growth</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> . <i>Profitability</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> .
John R. Graham (2003), "Taxes and Corporate Finance : A Review "	Variabel Dependen : <i>Debt Ratio</i> Variabel Independen : <i>Tax</i>	Regresi	Pajak berpengaruh positif terhadap <i>Debt Ratio</i> .
D.R. Fraser, D. Chek, Zang Hao (2005), "Capital Structure and Political Patronage the Case of Malaysia"	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : <i>Profitabilitas, asset structure, firm size</i>	Regresi	<i>Profitabilitas, asset structure, firm size</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> .
Rataporn Deesomsak, Krishna Paudyal, Gioia Pescetto (2004), "The Determinants of Capital Structure : Evidence from The Asia Pacific Region"	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : <i>Size, Growth</i>	Regresi	<i>Size, Growth</i> berpengaruh positif terhadap <i>Leverage</i> .

Nama Peneliti	Variabel	Metode Analisis	Hasil
Z. Xinlei Chen (2004), “On The Relation Between The Market to Book Ratio, Growth and Leverage Ratio”	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : <i>Asset tangibility</i> , Profitabilitas	Regresi	<i>Asset tangibility</i> berpengaruh positif terhadap <i>Leverage</i> . Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap <i>Leverage</i> .
Huson Joher, Ali Mohd, Nazrul (2006), “The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange”	Variabel Dependen : <i>Debt Ratio</i> Variabel Independen : Kepemilikan Institusional	Regresi	Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>Debt Ratio</i>
Basil Al-Najjar dan Peter Taylor (2008), “The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure”	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : <i>Business Risk</i> , <i>Profitability</i> , <i>Tangibility</i> , <i>Growth</i> , <i>Size</i> , <i>Institutional Ownership</i>	Regresi	<i>Business risk</i> , <i>Profitability</i> , <i>Asset tangibility</i> , <i>institutional ownership</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>Leverage</i> . <i>Growth</i> , <i>Size</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Leverage</i> .

Nama Peneliti	Variabel	Metode Analisis	Hasil
Darminto dan Manurung (2008), “Pengujian Teori <i>Trade-off</i> dan <i>Pecking Order</i> dengan Satu Model Dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia”	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : <i>Tangible assets</i> , Profitabilitas, Ukuran perusahaan, Pertumbuhan	Regresi	<i>Tangible assets</i> , profitabilitas, pertumbuhan, ukuran berpengaruh signifikan dan negatif terhadap <i>Leverage</i>
Kartini dan Tulus Arianto (2008), “Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Kativa dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur”	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Ukuran perusahaan, Pertumbuhan aktiva	Regresi	Struktur kepemilikan dan ukuran, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Leverage</i> . Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap <i>Leverage</i> .
Kim Hanjoon dan Paul D. Berger (2008), “A Comparison of Capital Structure Determinants : The United States and The Republik of Korea”	Variabel Dependen : <i>Debt Ratio</i> Variabel Independen : <i>Business Risk</i> , <i>Profitability</i> , <i>Size</i> , <i>Growth</i>	Regresi	<i>Business Risk</i> , <i>profitability</i> , <i>growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>Debt Ratio</i> . <i>Size</i> berpengaruh positif terhadap <i>Debt Ratio</i> .
Jose Lopez Gracia dan Fransisco Sogorb Mira (2008), “Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs”	Variabel Dependen : <i>Debt Ratio</i> Variabel Independen : <i>Growth of sales</i> , Efektif <i>Tax Rate</i> , <i>Size</i>	Regresi	<i>Growth of sales</i> berpengaruh negatif terhadap <i>Debt Ratio</i> . Efektif <i>Tax Rate</i> dan <i>Size</i> berpengaruh positif terhadap <i>Debt Ratio</i> .

Nama Peneliti	Variabel	Metode Analisis	Hasil
Masdar Mas'ud (2008), "Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan"	Variabel Dependen : <i>Leverage</i> Variabel Independen : <i>Asset Tangibility, Size, Profitabilitas, Growth</i>	SEM	<i>Asset Tangibility, size, profitabilitas</i> berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i> . <i>Growth</i> perusahaan berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> .

Sumber : Berbagai Jurnal yang Digunakan dalam Penelitian ini

2.3.1 Persamaan dan Perbedaan Penelitian Ini dengan Penelitian Terdahulu

Pada penelitian ini sama-sama menggunakan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan diantaranya *asset tangibility, size* perusahaan, profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales* perusahaan. Yang membedakan hanya penggunaan faktor tarif pajak yang masih jarang di teliti. Selain itu, pada penelitian kali ini peneliti hanya menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan hanya berdasarkan teori *trade-off* dan *agency theory*.

Penelitian ini hanya menggunakan teori *trade-off* dikarenakan teori ini menarik banyak perhatian riset teoritis, namun sedikit dukungan dari riset empiris. Berbagai riset dilakukan untuk untuk mengidentifikasi determinan yang menentukan struktur pemodalannya perusahaan dan mencari satu tingkat *leverage* yang optimal (DeAngelo dan Masulis, 1980; Titman dan Wessel, 1988; Slutz, 1990; Wald, 1999; Rajan dan Zingales, 1995) dalam Darminto dan Manurung (2008). Sehingga peneliti tertarik untuk mengetahui apakah perusahaan

manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia cenderung menerapkan teori *trade-off* dan *agency theory* dalam keputusan pendanaannya.

2.4 Perumusan Kerangka Pemikiran Teoritis

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, jika keputusan investasi dan kebijakan dividen konstan. Jadi seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya (Husnan, 2004).

Bauran hutang dan ekuitas untuk pendanaan perusahaan merupakan bahasan utama dari keputusan struktur modal. Bauran modal yang efisien dapat menekan biaya modal (*cost of capital*) yang dapat meningkatkan kembalian ekonomi neto dan meningkatkan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2006).

Berbagai teori *capital structure* menjelaskan bagaimana faktor-faktor determinan mempengaruhi tingkat *leverage* suatu perusahaan. Menurut Harris dan Raviv (1991) menjelaskan bahwa faktor-faktor determinan *capital structure* yang telah menjadi konsensus para ahli meliputi besarnya *fixed tangible assets* yang dapat dijadikan jaminan (*collateral*), *non-debt tax shield* yaitu besarnya biaya yang mendatangkan keuntungan pajak bagi perusahaan selain biaya bunga, besarnya peluang investasi atau tingkat pertumbuhan perusahaan, besarnya ukuran (*size*) perusahaan, tingkat profitabilitas, volatilitas dari pendapatan, besarnya pengeluaran biaya advertensi, dan keunikan dari produk yang dihasilkan oleh perusahaan.

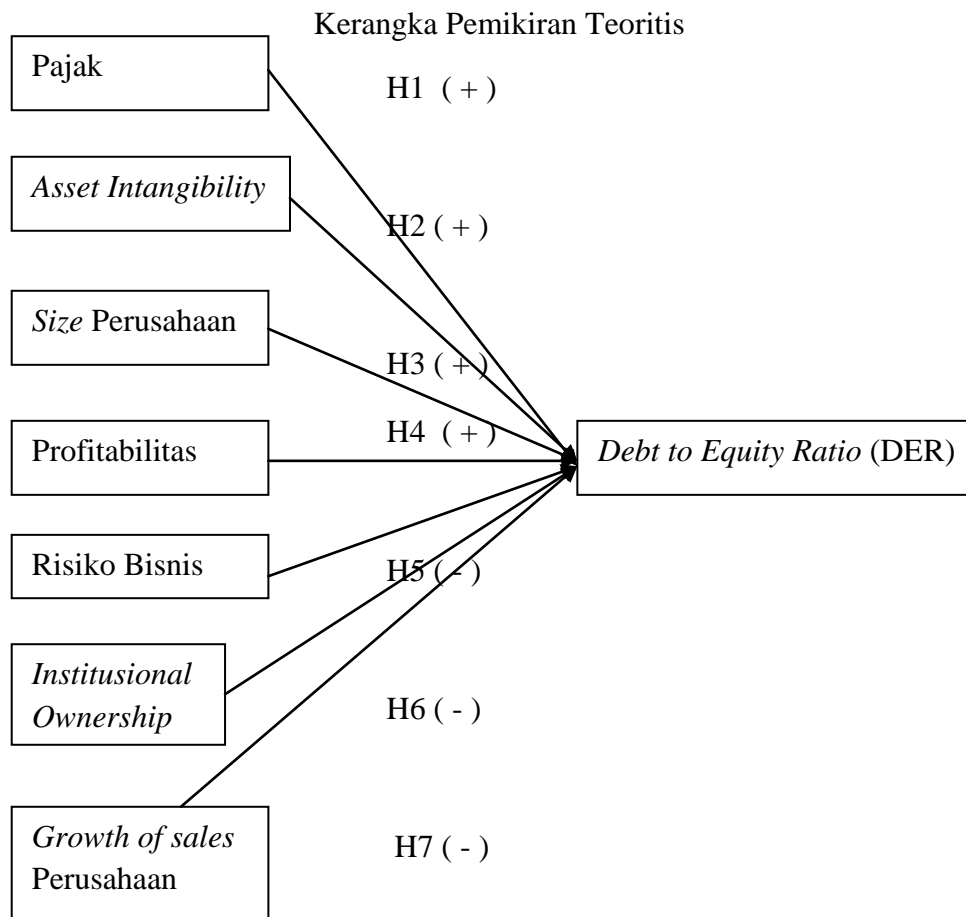
Secara umum, bahwa faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam struktur modal optimal meliputi : (1) *Sales stability*, (2) *Asset structure*, (3) *Operating leverage*, (4) *Growthrate*, (5) *Profitability*, (6) *Taxes*, (7) *Control*, (8) *Management attitude*, (9) *Lander* dan *rating agency attitudes*, (10) Kondisi pasar, (11) Kondisi internal perusahaan, (12) Fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2006).

Pada penelitian ini menguji faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, diambil dari hasil kajian studi teoritis dan empiris seperti tarif pajak, *assets structure*, *size*, profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan *growth of sales*.

Keputusan pendanaan sangat penting, oleh karena itu perusahaan harus mampu menentukan tingkat struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal adalah tingkat bauran utang dan ekuitas yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Upaya mengoptimalkan struktur modal untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, pihak manajemen perlu mempertimbangkan beberapa faktor. Berdasarkan penelitian terdahulu dan studi literatur, bahwa faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah *tax shield effect*, *assets structure*, *size*, profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan institusional dan pertumbuhan penjualan perusahaan (Mas'ud, 2008).

Dari dasar teori, hipotesis dan hasil penelitian sebelumnya seperti yang sudah dikemukakan diatas kerangka pemikiran teoritis yang diajukan untuk penelitian ini adalah sebagai berikut :

Gambar 2.2



2.5 Hipotesis

Dari uraian tersebut diatas maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah sebagai berikut :

H1 : Pajak berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

H2 : *Asset tangibility* perusahaan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

H3 : *Size* perusahaan berpengaruh positif dengan Struktur Modal

H4 : ROI berpengaruh positif terhadap Struktur Modal

H5 : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

H6 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

H7 : *Growth of sales* perusahaan berpengaruh negatif terhadap Struktur

Modal