

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang pernah dilakukan yang mempelajari tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal sebagai berikut:

Sartono & Sriharto (1999). Penelitian ini menganalisis pengaruh faktor-faktor struktur modal terhadap 61 perusahaan manufaktur di Indonesia. Variabel-variabel yang digunakan struktur modal sebagai variabel terikat *tangibility of assets, growth opportunities, firm size, profitability, growth*, dan *uniqueness* sebagai variabel bebas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size, profitability, dan growth* berpengaruh kuat terhadap struktur modal.

Kaaro (2003). Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi dari struktur modal berbasis *pecking order theory* pada kondisi ekonomi yang berbeda yaitu pada kondisi ekonomi normal dan kondisi ekonomi krisis. Penelitian ini dilakukan terhadap 11 perusahaan manufaktur tahun 1993-1998. Variabel bebas yang digunakan adalah ROA, struktur modal, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aktiva, dan *retained earning to tota accets*. Hasil penelitian :

1. ROA dan Struktur aktiva memiliki koefisien positif terhadap struktur modal.
2. Pertumbuhan Ukuran Perusahaan (Penjualan dan Total Aktiva). Pertumbuhan penjualan memiliki koefisien negatif sedangkan pertumbuhan total aktiva memiliki koefisien positif terhadap struktur modal.

3. *Retained earning to tota assets*, memiliki koefisien negatif terhadap struktur modal. Alat analisis yang digunakan regresi linier berganda.

Saidi (2004). Penelitian ini menganalisis pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal terhadap 97 perusahaan manu yang terdaftar di BEJ tahun 1997-2002, adapun variabel-variabel bebas yang digunakan adalah ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aset, profitabilitas, dan struktur kepemilikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa:

1. Ukuran perusahaan, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, dan struktur kepemilikan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan
2. Risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Utami (2009). Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur. Variabel bebas yang digunakan ukuran perusahaan, risiko bisnis, tingkat pertumbuhan, struktur aktiva, dan profitabilitas sedangkan variabel terikatnya srtuktur modal. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa:

1. Ukuran perusahaan, risiko bisnis, tingkat pertumbuhan, struktur aktiva, dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI.
2. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI.
3. Risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI.

4. Tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI.
5. Struktur aktiva berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI.
6. Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI.

Persamaan dalam penelitian ini adalah menggunakan alat analisis regresi linier berganda. Sedangkan perbedaan dalam penelitian ini adalah :

1. Penelitian sekarang menggunakan variable bebas, yaitu risiko bisnis, pertumbuhan aktifa, profitabilitas dan ukuran perusahaan.
2. Jenis objek dalam penelitian sebelumnya menggunakan perusahaan manufaktur, penelitian sekarang menggunakan perusahaan asuransi.

2.2 Landasan Terori

2.2.1 Struktur Modal

Modal merupakan salah satu elemen terpenting dalam peningkatan pelaksanaan kegiatan perusahaan disamping sumber daya manusia, mesin, material, dan metode. Oleh karena itu, perusahaan wajib untuk melakukan perencanaan yang berkenaan dengan modal, baik menambah maupun mengurangi modal itu sendiri. Pemenuhan modal perusahaan dapat berasal dari sumber internal perusahaan, yaitu sumber dana yang dihasilkan dari dalam perusahaan (berupa laba ditahan dan depresiasi) dan sumber eksternal perusahaan, yaitu sumber dana yang berasal pihak-pihak lain diluar perusahaan (berupa hutang, baik jangka panjang maupun jangka pendek dan modal sendiri dalam bentuk saham).

Didalam pemenuhan sumber modal yang dipergunakan perusahaan akan menimbulkan biaya, baik biaya eksplisit (biaya yang nampak) maupun biaya implisit yang harus dibayar oleh perusahaan atau *opportunistic* yang disyaratkan oleh pemodal. Meskipun demikian bukan berarti biaya modal sendiri lebih murah dari dana dalam bentuk hutang. Oleh karena itu, perusahaan harus mengambil keputusan yang tepat untuk mendapatkan kebijakan struktur modal yang terbaik atau struktur modal yang optimal bagi perusahaan.

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri. Modal asing dalam hal ini diartikan sebagai hutang, baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terdiri dari laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan.

Untuk mengukur struktur modal tersebut, digunakan rasio struktur modal yang disebut dengan rasio *leverage*. Rasio *leverage* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar hutang apabila pada suatu saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) dalam membayar bunga dan pokok pinjaman. Rasio *leverage* yang digunakan adalah rasio *debt to total assets*.

Rasio *debt to total assets* menunjukkan presentase aktiva yang dibiayai dengan hutang yang dihitung dengan membandingkan antara total hutang dengan total aktiva. Rasio ini memberikan info mengenai prospek pembiayaan perusahaan untuk masa yang akan datang. Tingkat rasio *debt to total assets* yang terlalu tinggi

dianggap kurang baik, karena bila terjadi likuidasi perusahaan akan mengalami kesulitan finansial.

Rumus rasio *debt to total assets* adalah:

$$\text{Debt to Total Assets Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Adapun teori struktur modal dapat diuraikan sebagai berikut (Soesan didalam Saidi, 2004):

1. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan hubungan apakah tersedianya sumber-sumber dana dan biaya modal yang berlainan ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan dan biaya modal.

2. *Agency Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 (Horne dan Wachowicz, 1998; 482), manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi menurut Horne dan Wachowicz (1998; 482) adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen

bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Menurut Horne dan Wachowicz (1998; 482), salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapapun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul pasti merupakan tanggungan pemegang saham.

3. *Signaling Theory*

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (1999; 36) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan, umumnya merupakan suatu isyarat (signal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

4. *Pecking Order Theory*

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984) (Husnan, 1996 ; 324). Secara singkat teori ini menyatakan bahwa:

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan)
2. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio* karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan.

Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Kalau bisa memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh “sorotan dan publisitas publik” sebagai akibat penerbitan saham baru. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua alasan. Pertama, adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer

khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

2.2.2 Risiko Bisnis

Risiko bisnis adalah suatu pilihan terhadap terjadinya kemungkinan kesulitan keuangan dan pada umumnya diharapkan berpengaruh secara negatif dengan *leverage*. Namun demikian Husnan (1982) mendasari sifat klaim terhadap ketidakpastian dari ekuitas, menggabungkan dengan *Option Pricing Model (OPM)*, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, dan teorema Modigliani-Miller untuk menyajikan sebagai *variance* dari nilai tambahan aktiva perusahaan, risiko sistematis dari penurunan ekuitas. Juga risiko bisnis yang diharapkan berpengaruh secara positif terhadap *leverage*. Beberapa pengukuran terhadap pengukuran terhadap ketidakpastian yang digunakan dalam studi yang berbeda, seperti deviasi standar laba terhadap penjualan dibagi dengan total aktiva (eg., Bradley et.al., 1984; Chaplinsky dan Niehans, 1993; dan Wald, 1999) atau deviasi standar terhadap persentase perubahan dalam laba operasi (eg., Titman dan Wessels, 1998). Dan keseluruhan studi ini menemukan bahwa risiko bisnis yang berpengaruh secara negatif terhadap *leverage*. Menurut Sofyan (2005) Pengukuran risiko bisnis ini dapat dihitung dengan menggunakan *leverage operasi (DOL)* sebagai berikut :

$$DOL = \frac{\text{Perubahan EBIT}}{\text{perubahan premi}}$$

2.2.3 Pertumbuhan Aktiva

Weston dan Brigham (1986; 475) mengatakan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. *Floating cost* pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding emisi obligasi. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Penelitian ini dilakukan oleh Balakrishnan dan Isaac (1993) terhadap 295 perusahaan industri di Amerika Serikat menunjukkan bahwa pertumbuhan aktiva berpengaruh terhadap struktur modal. Semakin tinggi pertumbuhan aktiva maka akan semakin tinggi struktur modalnya.

2.2.4 Profitabilitas

Brigham dan Houston (2001; 40), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Beberapa penelitian yang pernah dilakukan oleh Krishnaan (1996), Badhuri (2002), Moh'd (1998), dan Majundar (1999) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Hubungan antara profitabilitas dengan pemakaian hutang oleh suatu perusahaan diprediksi bernilai negatif karena perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memilih pembiayaan dengan *internal fund* daripada dengan hutang (Myers & Majluf, 1984).

2.2.5 Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan (*size*) merupakan ukuran atau besarnya *asset* yang dimiliki perusahaan, ditunjukkan oleh *natural logaritma* dari total aktiva. Menurut Yusuf dan Soraya (2004) didalam Utami ukuran perusahaan dapat diukur dengan total aktiva perusahaan, asumsi yang mendasar adalah bahwa investor akan membaca atau menggunakan laporan keuangan perusahaan untuk pertimbangan keputusan investasi dalam saham perusahaan. Hal ini untuk mengetahui status suatu perusahaan apakah perusahaan itu mempunyai keuangan untuk kontinuitas produksinya dimasa mendatang atau sebaliknya.

$$Size = Ln (Total aktiva)$$

2.2.6 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2001), faktor- faktor yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan struktur modal adalah sebagai berikut:

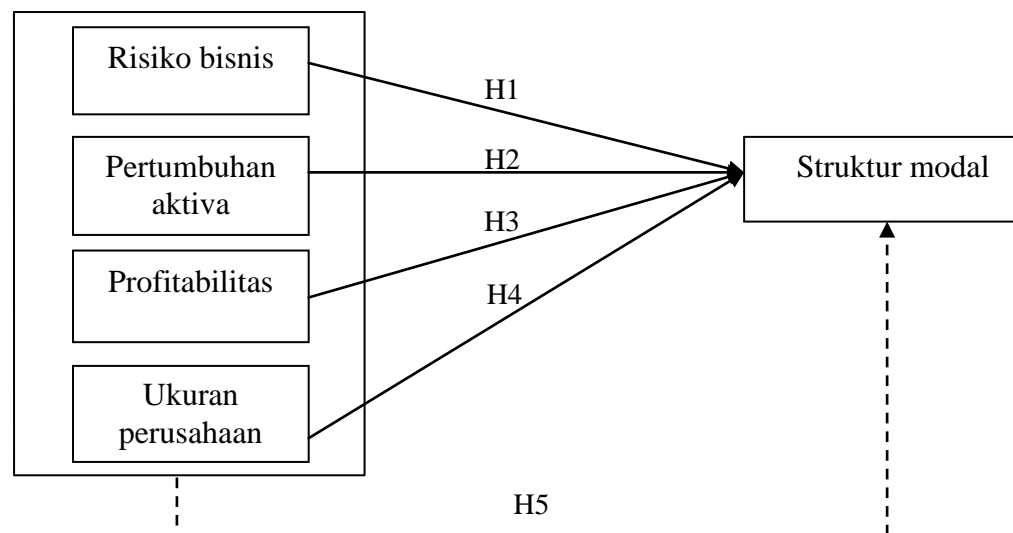
1. Stabilitas Penjualan. Perusahaan dengan tingkat penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman/ hutang yang besar dengan risiko menanggung biaya tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.
2. Struktur Aktiva. Perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan sebagai jaminan peminjaman hutang/ kredit cenderung lebih banyak menggunakan hutang dalam jumlah besar. Aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan.

3. Leverage Operasi. Jika hal-hal lain tetap sama, perusahaan dengan leverage operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.
4. Tingkat Pertumbuhan. Jika hal lain-lain tetap sama, perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya pengambangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada untuk penerbitan surat hutang, yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan hutang. Namun, pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan hutang.
5. Profitabilitas. Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian investasi tinggi cenderung memiliki hutang dalam jumlah kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan mereka untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.
6. Pengendalian. Pengendalian terhadap penggunaan hutang dalam perusahaan perlu dipertimbangkan, apabila menggunakan jumlah hutang yang sedikit, manajemen menghadapi risiko pengambil-alihan oleh perusahaan lain dan jika terlalu banyak, dihadapkan pada masalah kegagalan memenuhi kewajiban (*default*).
7. Sikap Manajemen. Sejumlah manajemen yang cenderung lebih konservatif daripada manajemen lain, sehingga menggunakan jumlah hutang yang lebih kecil daripada rata-rata perusahaan dalam industri yang bersangkutan,

sementara manajemen lain lebih cenderung menggunakan banyak hutang dalam usaha mengejar laba yang lebih tinggi.

8. **Kondisi Pasar.** Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek akan sangat mempengaruhi struktur modal optimal suatu perusahaan.
9. **Kondisi Internal Perusahaan.** Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan. Bagi perusahaan baru, estimasi laba besar dimasa yang akan datang belum mencerminkan harga saham. Penggunaan hutang sampai laba terrealisir dan tercermin dalam harga saham, mengemisi, melunasi hutang dan kembali pada target struktur modal.
10. **Fleksibilitas Keuangan.** Dengan mendorong perusahaan untuk mempertahankan fleksibilitas keuangan, yang jika dilihat dari sudut pandang operasional, berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai.

2.3 Kerangka konseptual



Gambar 2.1
Kerangka konseptual

Keterangan :

- = secara parsial
 ----- = secara simultan

2.4 Hipotesis

1. Risiko Bisnis mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan asuransi yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
2. Pertumbuhan Aktiva mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan asuransi yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
3. Profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan asuransi yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.

4. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan asuransi yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
5. Risiko bisnis, pertumbuhan aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan asuransi yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.