

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

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

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

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2011), sedangkan menurut Sartono (2010) struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur modal adalah proporsi pendanaan antara utang jangka panjang dan modal sendiri. Menurut Myers (2010) struktur modal mencoba untuk menjelaskan campuran antara surat berharga dan sumber pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai investasi riil. Struktur modal yang optimal harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang memaksimalkan harga saham. Pada saat tertentu manajemen perusahaan menetapkan struktur modal yang ditargetkan yang mungkin merupakan struktur modal yang optimal, meskipun target tersebut dapat berubah dari waktu ke waktu.

Teori struktur modal tidak dapat dilepaskan dari peran Profesor Franco Modigliani & Merton Miller (dikenal dengan MM), yang pada tahun 1958 mempublikasikan artikel keuangan yang kemudian menjadi dasar serta acuan bagi perkembangan teori struktur modal modern. Pada artikel tersebut, mereka

membuktikan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Klaim MM tersebut didasari oleh beberapa asumsi. Asumsi MM tersebut antara lain, tidak adanya biaya perantara perdagangan (*brokerage*), tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, investor dapat meminjam dengan tingkat bunga yang sama, informasi yang dimiliki oleh manajemen dan investor mengenai perusahaan sama, dan EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang oleh perusahaan (Brigham & Houston, 2011).

Asumsi-asumsi yang dikemukakan oleh MM memang tidak realistis, namun apa yang dikemukakan oleh MM tetap memiliki arti penting. MM secara tidak langsung memberikan petunjuk mengenai variabel yang dibutuhkan agar struktur modal relevan dan dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham & Houston, 2011). Melalui asumsi-asumsi yang dikemukakan oleh MM para peneliti selanjutnya dapat memfokuskan penelitian mereka pada asumsi tersebut agar dapat membangun teori yang lebih realistis, berkaitan dengan struktur modal optimal.

Teori struktur modal yang dikembangkan oleh Modigliani & Miller pada tahun 1958 dengan asumsinya merupakan dasar bagi perkembangan teori struktur modal saat ini yang menjadi pondasi bagi dua teori besar pada struktur modal, yaitu *dynamic trade-off theory* dan *pecking order theory*. Teori *dynamic trade-off* yang dikembangkan oleh Krauss & Litzenberger pada tahun 1973, menyatakan perusahaan dapat memaksimalkan nilai perusahaan mereka dengan menyeimbangkan variabel keuntungan yang didapat dari utang (*tax shield*) dan

variabel biaya yang ditimbulkan oleh utang itu sendiri (*bankruptcy cost*). Teori *dynamic trade-off* ini menyatakan bahwa biaya bunga dapat mengurangi pajak dalam menghitung pajak yang harus dibayarkan perusahaan. Ketika laba perusahaan dikenakan pajak oleh pemerintah, maka jumlah pembayaran kas kepada kontributor modal akan dipengaruhi oleh bauran pendanaan perusahaan. Brigham & Houston (2011) menjelaskan mengenai teori pertukaran (*trade-off theory*) yaitu adanya fakta bahwa bunga yang dibayarkan sebagai beban pengurangan pajak membuat utang menjadi lebih murah dibandingkan dengan saham biasa atau saham preferen. Pemerintah secara tidak langsung membayar sebagian biaya utang atau dengan kata lain utang memberikan manfaat perlindungan pajak.

Fakta bahwa bunga memberikan manfaat bagi perusahaan membuat biaya penggunaan utang sebagai sumber pendanaan menjadi lebih murah dibandingkan dengan saham sampai pada tingkat utang tertentu (Brigham & Houston, 2011). Teori *dynamic trade-off* menyakini bahwa perusahaan akan berhenti menambah utangnya pada titik tertentu. Myers (2010) menyatakan titik tertentu tersebut adalah disaat penghematan atau manfaat yang diperoleh dari pajak (*tax shield*) pada setiap penambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Myers (2010) menjelaskan bahwa kesulitan keuangan dapat berupa biaya kebangkrutan atau reorganisasi dan juga biaya keagenan yang dapat muncul ketika kredibilitas perusahaan turun.

### 2.1.2 Teori *Trade Credit Sales* (Piutang)

Penerapan sistem penjualan secara kredit yang dilakukan perusahaan merupakan salah satu upaya perusahaan dalam rangka meningkatkan volume penjualan. Penjualan kredit tidak segera menghasilkan penerimaan kas, tetapi menimbulkan apa yang disebut dengan piutang, sehingga dengan kata lain piutang timbul karena perusahaan menerapkan sistem penjualan secara kredit. Dalam berbagai referensi piutang sering juga diartikan sebagai bentuk klaim yang ditujukan kepada pihak lain sebagai hasil dari transaksi untuk tujuan akuntansi sebagaimana definisi yang dikemukakan oleh Simon (Manulang, 2015) sebagai berikut :

*“The term receivable is applicable to all claims against other, wheter are claims for money, for goods, or for serving, for accounting purpose, however the term is employed is narrower sense to designate claims that are expected to be settled by the receipt of money”.*

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa piutang antara lain merupakan semua tuntutan terhadap langganan baik berbentuk perkiraan uang, barang maupun jasa dan segala bentuk perkiraan seperti transaksi. Penjualan secara kredit menimbulkan hak bagi perusahaan yang melakukan penagihan pada langganannya, di mana hal itu ditentukan oleh persyaratan yang telah disepakati bersama pada saat melakukan transaksi. Menurut Soemarso (2010) piutang mengandung arti, piutang adalah hak klaim terhadap seseorang atau perusahaan lain, menuntut pembayaran dalam bentuk uang atau penyerahan aktiva atau jasa lain kepada pihak dengan siapa ia berpiutang.

Piutang timbul karena penjualan produk atau penyerahan jasa dalam rangka kegiatan usaha normal perusahaan. Selain itu, Munawir (2010) lebih mengkhususkan definisi piutang pada piutang dagang; piutang dagang adalah tagihan kepada pihak lain (konsumen atau pelanggan) sebagai akibat adanya penjualan barang dagang secara kredit. Jadi, piutang dapat diartikan bahwa perusahaan memiliki hak penagihan terhadap pihak lain yang menjadi langganannya dan mengharap pembayaran dari mereka agar memenuhi kewajiban terhadap perusahaan. Sementara itu Soemarso (2010) juga mengelompokkan piutang menjadi dua yaitu: (1) Piutang dagang, yaitu piutang yang berasal dari penjualan barang dan jasa yang merupakan kegiatan usaha normal perusahaan atau disebut juga piutang usaha (*trade receivable*); 2) Piutang lain-lain, yaitu piutang yang tidak berasal dari bidang usaha utama seperti: piutang pegawai, piutang dari perusahaan afilias, piutang bunga, piutang deviden, piutang pemegang saham dan lain-lain.

### **2.1.3 Karakteristik Perusahaan Pertambangan Terkait Struktur Modal dan *Trade Credit Sales***

Objek perusahaan dalam penelitian ini adalah perusahaan pertambangan. Pertambangan adalah rangkaian kegiatan dalam rangka upaya pencarian, penambangan (penggalian), pengolahan, pemanfaatan, dan penjualan bahan galian, seperti mineral, batubara, panas bumi, migas. Perusahaan pertambangan merupakan salah satu pilar kegiatan ekonomi di Indonesia. Perusahaan pertambangan memegang peranan penting karena jumlah penduduk yang

berprofesi di sektor pertambangan mencapai 11,78% terhadap GDP Indonesia. Keberadaan perusahaan pertambangan arus yang memiliki nilai laba (profitabilitas), piutang, persediaan, dan penjualan sebagai komponen dari *trade credit sales*, nilai kas, nilai buku ekuitas, dan harga saham yang mendukung struktur modal perusahaan yang besar diharapkan mampu mendukung upaya perwujudan kesejahteraan masyarakat pemegang sahamnya.

Perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri pertambangan di Indonesia dapat berkembang pesat. Hal ini dapat terlihat dari perusahaan yang terdaftar di BEI mengalami peningkatan setiap tahun. Perbedaan kondisi perusahaan-perusahaan pertambangan tersebut dipengaruhi oleh faktor-faktor sumber pendanaan perusahaan yang tidak sama, tergantung pada kondisi dan jenis perusahaan. Keputusan dalam penentuan struktur modal sangat dipengaruhi oleh karakteristik dimana perusahaan tersebut berada dan keunikan dari perusahaan secara individual perusahaan. Objek penelitian ini menggunakan perusahaan pertambangan yang juga didasari oleh adanya fenomena dalam dunia bisnis pertambangan, perkembangan setiap tahun mengalami peningkatan, bahkan banyak sekali pengusaha yang tertarik untuk menjalankan usaha di dunia pertambangan karena tertarik akan profit yang bisa diperoleh dengan menjalankan bisnis pertambangan.

Menurut UU No. 11 Tahun 1967, bahan tambang tergolong menjadi 3 jenis, yakni Golongan A (yang disebut sebagai bahan strategis), Golongan B (bahan vital), dan Golongan C (bahan tidak strategis dan tidak vital). Bahan

Golongan A merupakan barang yang penting bagi pertahanan, keamanan dan strategis untuk menjamin perekonomian negara dan sebagian besar hanya diizinkan untuk dimiliki oleh pihak pemerintah, contohnya minyak, uranium dan plutonium. Sementara, Bahan Golongan B dapat menjamin hayat hidup orang banyak, contohnya emas, perak, besi dan tembaga. Bahan Golongan C adalah bahan yang tidak dianggap langsung mempengaruhi hayat hidup orang banyak, contohnya garam, pasir, marmer, batu kapur dan asbes.

Masalah struktur modal merupakan masalah yang sangat penting bagi perusahaan, karena baik buruknya struktur modal perusahaan akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansialnya. Suatu perusahaan pasti membutuhkan modal untuk melakukan ekspansi (Arianto dalam Armelia, 2015). Bagi perusahaan yang mencari keuntungan biasanya mengutamakan keuntungan bagi pemiliknya atau pemegang saham. Pemegang saham dengan membeli saham berarti mengharapkan *return* tertentu dengan risiko minimal. Dengan tingginya tingkat *return* yang diperoleh pemegang saham maka para pemegang saham akan tertarik dan harga saham semakin tinggi, sehingga kesejahteraan pemegang saham akan meningkat. Disamping itu juga bertujuan untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan dan melakukan pengembangan usahanya. Hal ini dilakukan dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan yang berarti memaksimalkan harga saham, yaitu dengan memilih struktur modal yang paling tepat dengan cara menyeimbangkan antara penggunaan hutang dan modal sendiri.

#### 2.1.4. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan salah satu variabel yang mempengaruhi struktur modal. Profitabilitas adalah ukuran perbandingan antara pendapatan dan pengeluaran atau dapat dikatakan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan setelah dikurangi dengan biaya-biaya (Hofstrand dalam Citro, 2014). Perhitungan profitabilitas dapat diwakili oleh *Return On Asset* (ROA). Perusahaan yang memiliki *profit* yang tinggi biasanya memiliki *leverage* yang rendah atau lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan dengan *profit* yang rendah. Menurut Mamduh (2013), profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (laba) pada tingkat penjualan, asset, dan modal saham tertentu.

Tingginya profitabilitas yang dimiliki perusahaan mengakibatkan perusahaan lebih banyak menggunakan pendanaan dari dalam perusahaan. Jika profitabilitas semakin tinggi, maka perusahaan dapat menyediakan laba ditahan dalam jumlah yang lebih besar, sehingga penggunaan utang dapat ditekan (Margaretha & Karnida, 2016). Laba ditahan akan digunakan sebagai pilihan utama dalam pembiayaan perusahaan sehingga dalam struktur modal penggunaan utang akan semakin rendah seiring dengan meningkatnya profitabilitas perusahaan. Profitabilitas dalam penelitian ini diwakili oleh ROA. Berdasarkan teori *dynamic trade-off*, perusahaan yang menghasilkan profitabilitas yang tinggi memiliki risiko kebangkrutannya rendah, sehingga perusahaan ini dapat meningkatkan proporsi utang pada struktur modalnya.



### 2.1.5 Pertumbuhan Perusahaan

*Growth opportunity* merupakan kesempatan bertumbuh bagi suatu perusahaan dengan cara berinvestasi. Dalam penelitian ini, investasi yang dimaksud adalah pembelian aset baru bagi perusahaan. Menurut Fatmasari (2015) perusahaan dengan peluang *growth opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan kebijakan *leverage* yang rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan peluang *growth opportunity* yang rendah. Perusahaan yang memiliki kesempatan untuk tumbuh yang tinggi secara umum menunjukkan bahwa perusahaan tersebut membutuhkan banyak modal untuk melakukan pertumbuhan tersebut. Kondisi seperti ini membawa perusahaan pada aliran kas yang belum stabil sehingga belum mampu membayar kewajiban secara stabil. Dalam teori aliran kas bersih yang diajukan Jensen pada tahun 1986 dan Easterbroog pada tahun 1984 menyatakan bahwa rasio utang berhubungan negatif dengan volatilitas pendapatan. Sehingga ketika suatu perusahaan menghadapi volatilitas pendapatan, rasio utangnya akan turun.

Perusahaan yang sedang tumbuh menghadapi kenyataan bahwa perusahaan tersebut sedang ada pada posisi untuk memulai atau memilih investasi mana yang harus mereka jalankan. Kondisi ini tentu menunjukkan bahwa mereka menghadapi resiko yang lebih tinggi sehingga utang yang mereka dapatkan akan lebih kecil dibandingkan perusahaan yang sudah mapan. Hubungan antara variabel pertumbuhan perusahaan dengan utang dapat juga menjadi positif. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi menggambarkan bahwa perusahaan tersebut

memiliki masa depan yang cerah. Dengan kemungkinan profitabilitas yang tinggi di masa yang akan datang para kreditor akan berani memberikan tambahan utang bagi perusahaan untuk merealisasikan pertumbuhannya. Peningkatan pertumbuhan dapat dilihat sebagai peningkatan garansi pengembalian utang bagi para kreditor.

Tingkat pertumbuhan perusahaan diukur dari perubahan total penjualan perusahaan. Pertumbuhan penjualan menunjukkan pertumbuhan perusahaan yang menjadi salah satu ukuran dalam menilai kemampuan perusahaan untuk meningkatkan penjualannya dari tahun ke tahun dan dalam hal ini akan dapat memberikan kemudahan perusahaan untuk memperoleh pendanaan eksternal. Menurut Brigham & Houston (2011), perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih memperoleh banyak pinjaman dibandingkan dengan perusahaan yang penjualan tidak stabil, karena kebutuhan dana yang digunakan suatu perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi akan semakin besar. Pertumbuhan perusahaan dapat mempengaruhi kepercayaan kreditor terhadap perusahaan dan kesediaan pemodal untuk memberikan pendanaan melalui utang jangka panjang (Firnanti, 2015).

#### **2.1.6. Ukuran Perusahaan**

Menurut Chipeta *et al.*, (2012), perusahaan besar lebih mudah untuk mendapatkan utang yang lebih besar daripada perusahaan kecil. Menurut Brigham & Houston (2011), ukuran perusahaan adalah gambaran besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan

dimana perusahaan yang besar akan lebih mudah mendapatkan pinjaman dari luar baik dalam bentuk uang ataupun modal saham karena biasanya perusahaan besar disertai dengan reputasi yang baik. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing juga akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi (Halim, 2010).

Suatu perusahaan yang besar biasanya memiliki sumber-sumber pendapatan yang stabil, sehingga perusahaan-perusahaan tersebut mampu untuk memenuhi kewajiban yang tetap lebih baik dibandingkan perusahaan yang kecil. Hal tersebut mengakibatkan mereka akan berani meningkatkan jumlah utang (Voulgaris *et al.*, 2015). Stabilitas aliran kas tersebut mengakibatkan perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran besar memiliki ketahanan akan risiko kebangkrutan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan kecil.

#### **2.1.7 *Tangible Asset***

*Tangible asset* merupakan aktiva berwujud yang dapat dijadikan jaminan bagi investor. Total aktiva tetap diketahui dengan menjumlahkan rekening-rekening aktiva tetap berwujud perusahaan seperti tanah, gedung, mesin dan peralatan, kendaraan dan aktiva berwujud lainnya kemudian dikurangi akumulasi penyusutan aktiva tetap. Menurut Almeida & Campello (2015) *asset tangible* merupakan penopang perusahaan untuk mendapatkan lebih banyak pendanaan eksternal. Jika perusahaan memiliki *asset tangible* dalam jumlah yang besar,

perusahaan juga dapat berhutang lebih banyak dari pada perusahaan dengan jumlah *asset tangible* yang lebih sedikit.

Hasil perbandingan antara aktiva tetap dengan total aset (aktiva) akan menghasilkan *asset tangibility* yang artinya kemampuan asset sebagai jaminan utang. Semakin besar *asset tangibility* maka perusahaan akan semakin mudah untuk mendapatkan utang. Investor akan lebih percaya pada perusahaan dengan *asset tangibility* yang besar, karena jika perusahaan mengalami kebangkrutan, aktiva tetap yang tersedia dapat digunakan untuk melunasi utang yang dimiliki perusahaan.

#### **2.1.8 Likuiditas**

Menurut Riyanto (2011) likuiditas adalah kemampuan sebuah perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Menurut Wiagustini (2010), likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimiliki. Semakin besar rasio likuiditas perusahaan berarti perusahaan memiliki dana internal yang akan cukup digunakan untuk membayar kewajibannya sehingga struktur modal juga berkurang. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi lebih memilih pendanaan dengan dana internal.

Kemampuan operasional perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam melanjutkan operasionalnya ketika perusahaan tersebut diwajibkan untuk melunasi kewajibannya yang akan mengurangi dana operasionalnya. Jika perusahaan mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya maka

perusahaan tersebut dalam keadaan likuid dan dikatakan mampu memenuhi kewajiban keuangan tepat pada waktunya apabila perusahaan tersebut mempunyai alat pembayaran ataupun aktiva lancar yang lebih besar daripada utang lancar atau utang jangka pendek (Munawir, 2010).

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan untuk menguji tentang perubahan atau kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan yang dihubungkan dengan berbagai faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Penelitian Warmana & Putra (2017) yang berjudul “Determinan dan Perubahan struktur modal Perusahaan pada Sektor Pertanian di Bursa Efek Indonesia”, menguji variabel determinan *lagged leverage*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *tangibility asset*, dan likuiditas terhadap struktur modal perusahaan sektor pertanian berdasarkan prediksi teori *dynamic trade-off* dan *pecking order theory*. Penelitian ini menggunakan model dinamis memperkirakan kecepatan rata-rata penyesuaian menuju target *leverage* sekitar 40 persen per tahun. Variabel itu secara signifikan menjelaskan bahwa *lagged leverage*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *tangibility asset*, dan likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan sektor pertanian. Hasil penelitian menemukan bahwa *pecking order theory* lebih kuat dalam menjelaskan struktur modal daripada teori *trade-off*.

Penelitian Abdeljawad *et al.*, (2016) yang berjudul “*Heterogeneous Adjustments Toward The Target Capital Structure: Dynamic Tradeoff Theory*”

*Perspective*”. Tujuan penelitian: menemukan bukti heterogenitas dalam kecepatan penyesuaian struktur modal untuk perusahaan Malaysia menggunakan pendekatan *GMM-System*. Penelitian menguji determinan *lagged leverage*, *market book*, *tangibility asset*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian menemukan bahwa *lagged leverage*, *market book*, *tangibility asset*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Disamping itu penelitian juga menemukan bahwa perusahaan yang jauh dari target melakukan penyesuaian yang lebih cepat daripada perusahaan yang dekat dengan target dan perusahaan yang *overleveraged* menunjukkan penyesuaian yang lebih cepat daripada perusahaan di bawah rata-rata. Hasil ini konsisten dengan teori *dynamic trade off theory*. Namun begitu, hasil penelitian ini tidak dapat digunakan terhadap interpretasi lain dari struktur modal, yaitu *pecking order* atau teori waktu, karena kecepatan penyesuaian, setidaknya untuk bagian dari perusahaan, sangat lambat dan tidak dapat menjadi penentu tatanan pertama modal struktur. Hasil penelitian ini mendukung bahwa pertimbangan lain dapat memainkan peran utama ketika penyesuaian menuju target lambat.

Penelitian Nosita (2016) yang berjudul “Struktur Modal Optimal dan Kecepatan Penyesuaian: Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia”. Penelitian ini menguji apakah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melakukan penyesuaian struktur modal menuju struktur modal optimal dan faktor yang mempengaruhi kecepatan penyesuaian pada konteks *trade-off theory*

pada periode tahun 2009-2014. Adanya keuntungan pajak yang dihasilkan oleh pembayaran bunga menyebabkan perusahaan menyusun struktur modal dengan memaksimalkan penggunaan hutang agar mendapatkan manfaat pajak. Penggunaan hutang akan memunculkan masalah *default* dan kebangkrutan, jika melebihi kapasitas perusahaan yang ditentukan oleh beberapa karakteristik perusahaan, oleh karena struktur modal optimal tidak dapat diobservasi, maka akan diestimasi dengan menggunakan beberapa variable yang mempengaruhi penyusunan struktur modal yaitu *tangibility*, *profitability*, *size* dan *growth opportunities*.

Hasil penelitian ini menunjukkan perusahaan non-keuangan di Indonesia mengikuti *dynamic trade-off theory*, tetapi masih *underleveraged* dan memerlukan waktu 2,45 tahun untuk melakukan penyesuaian struktur modalnya. Jarak antara struktur modal dengan struktur modal optimal (*distance*) serta *financial surplus/deficit* mempengaruhi kecepatan penyesuaian, sedangkan *current liabilities* tidak mempengaruhi kecepatan penyesuaian, sehingga implikasi praktisnya adalah perusahaan harus memperhatikan dan membandingkan struktur modal aktual dengan struktur modal optimal agar mendapatkan manfaat dari penyesuaian struktur modal dengan tidak menambah kemungkinan kebangkrutan akibat penyesuaian tersebut. Keputusan struktur modal juga berhubungan dengan berbagai kebijakan pihak eksternal perusahaan yang turut berpengaruh terhadap kemudahan akses dana eksternal seperti pihak kreditur, investor dan pemerintah sehingga mempengaruhi perubahan struktur modal. Penelitian ini memiliki

keterbatasan karena hanya memasukan empat variabel determinan struktur modal optimal dan tidak memasukkan variabel-variabel makro yang mungkin dapat mempengaruhi perubahan struktur modal.

Penelitian Citro (2015) yang berjudul “Pengaruh Determinan Struktur Modal terhadap *Leverage* dan *Speed of Adjustment* Industri Pertambangan di Indonesia”. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel determinan struktur modal terhadap *leverage* dan *speed of adjustment* secara parsial. Sampel yang digunakan adalah perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan data dari neraca dan laporan laba rugi. Metode analisis statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi linear berganda. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel determinan struktur modal berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap *leverage* dan untuk pengaruh secara parsial, variabel *tangibility*, *size*, *profitability*, dan *trade credit sales* berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, sedangkan variabel *growth opportunity* dan *income variability* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Untuk *speed of adjustment*, variabel *profitability* yang memberikan kontribusi paling besar dari pada variabel lainnya.

Penelitian Fuady (2014) yang berjudul “Pengujian *Trade-Off Theory*: Apakah Perusahaan di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang?”. Penelitian ini menganalisis peran Teori *Trade-Off (TOT)* di Indonesia dalam menentukan struktur permodalan perusahaan publik di Indonesia. Uji bahan menggunakan data laporan keuangan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)



pada periode 2002 hingga 2011. Menguji teori *trade-off theory* menggunakan model dinamis yang tergetar parsial model penyesuaian pada panel data yang telah memenuhi persyaratan asumsi klasik. Penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa sebenarnya penyesuaian utang terhadap target utang pada tingkat 42,61% per tahun. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan publik di Indonesia menunjukkan perilaku optimisasi utang dengan menyesuaikan yang sebenarnya utang ke target optimal hutang sesuai dengan konsep struktur modal dinamis berdasarkan *trade-off theory*.

Penelitian Setiawati & Putra (2015) yang berjudul “Pengujian *Trade off Theory* pada Struktur Modal Perusahaan dalam Indeks Saham Kompas100”. Tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui pengaruh *fixed tangible assets*, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan yang termasuk dalam indeks saham KOMPAS100 yang terdaftar di BEI periode 2011-2013. Metode *purposive sampling* digunakan sebagai metode pemilihan sampel, sehingga diperoleh sebanyak 197 pengamatan. Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menganalisis data sekunder dalam penelitian ini. Hasil penelitian menunjukkan variabel bebas *fixed tangible assets*, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal. Secara parsial *fixed tangible assets*, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di indeks saham KOMPAS100. Sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap

perubahan struktur modal perusahaan yang terdaftar di indeks saham KOMPAS100.

Berikut ini disajikan tabel ringkasan hasil penelitian terdahulu:

**Tabel 2.1**  
**Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu**

Peneliti, Tahun, dan Judul	Variabel	Alat Analisis	Hasil dan Kesimpulan
Warmana & Putra (2017) yang berjudul “Determinan dan Perubahan struktur modal Perusahaan pada Sektor Pertanian di Bursa Efek Indonesia	<b>Independen:</b> <i>Lagged leverage</i> , profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, <i>tangibility asset</i> , dan likuiditas. <b>Dependen:</b> Penyesuaian struktur modal perusahaan	Regresi Linier Berganda	Variabel penelitian ini secara signifikan menjelaskan bahwa <i>lagged leverage</i> , profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, <i>tangibility asset</i> , dan likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan sektor pertanian. Hasil penelitian menemukan bahwa <i>pecking order theory</i> lebih kuat dalam menjelaskan struktur modal daripada teori <i>trade-off</i> .
Abdeljawad <i>et al.</i> , (2016) yang berjudul “ <i>Heterogeneous Adjustments Toward The Target Capital Structure: Dynamic Tradeoff Theory Perspective</i> ”.	<b>Independen:</b> <i>Lagged leverage</i> , <i>market book</i> , <i>tangibility asset</i> , ukuran perusahaan, dan profitabilitas. <b>Dependen:</b> Penyesuaian struktur modal perusahaan	Regresi Linier Berganda	<i>Lagged leverage</i> , <i>market book</i> , <i>tangibility asset</i> , ukuran perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Disamping itu penelitian juga menemukan bahwa perusahaan yang jauh dari target melakukan penyesuaian yang lebih cepat daripada perusahaan yang dekat dengan target dan perusahaan yang <i>overleveraged</i> menunjukkan penyesuaian yang lebih cepat daripada

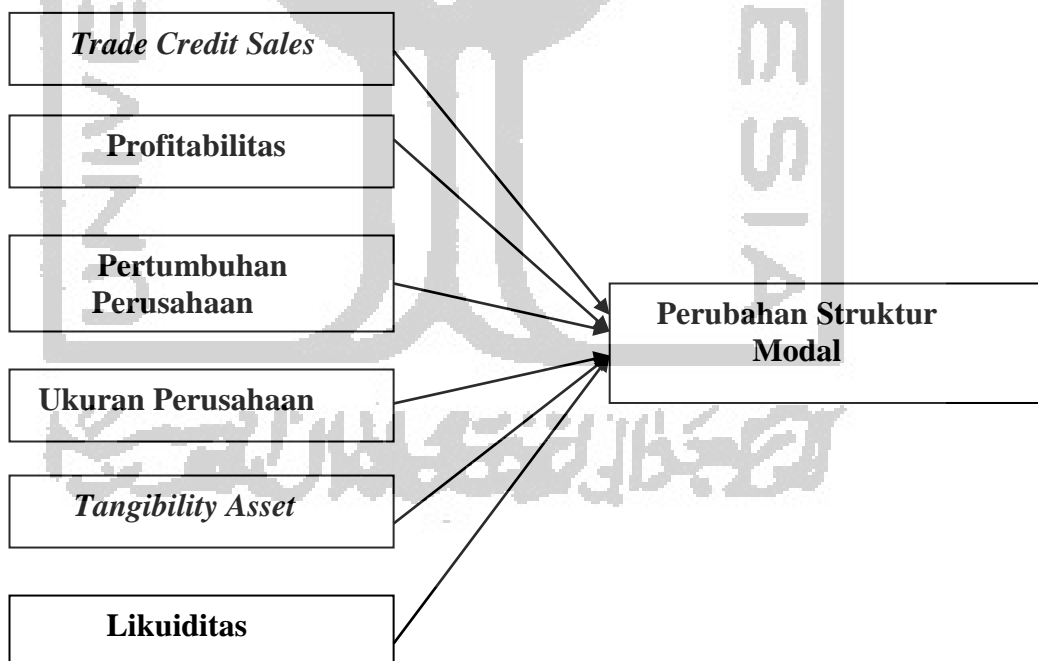
			<p>perusahaan di bawah rata-rata. Hasil ini konsisten dengan teori <i>dynamic trade off theory</i>. Namun begitu, hasil penelitian ini tidak dapat digunakan terhadap interpretasi lain dari struktur modal, yaitu <i>pecking order</i> atau teori waktu, karena kecepatan penyesuaian, setidaknya untuk bagian dari perusahaan, sangat lambat dan tidak dapat menjadi penentu tatanan pertama modal struktur. Hasil penelitian ini mendukung bahwa pertimbangan lain dapat memainkan peran utama ketika penyesuaian menuju target lambat.</p>
Peneliti, Tahun, dan Judul	Variabel	Alat Analisis	Hasil dan Kesimpulan
<p>Nosita (2016) yang berjudul “Struktur Modal Optimal dan Kecepatan Penyesuaian: Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia”.</p>	<p><b>Independen:</b> <i>Tangibility, profitability, size dan growth opportunities.</i></p> <p><b>Dependen:</b> Penyesuaian struktur modal perusahaan</p>	<p>Regresi Linier Berganda</p>	<p>Perusahaan non-keuangan di Indonesia mengikuti <i>dynamic trade-off theory</i>, tetapi masih <i>underleveraged</i> dan memerlukan waktu 2,45 tahun untuk melakukan penyesuaian struktur modalnya. Jarak antara struktur modal dengan struktur modal optimal (<i>distance</i>) serta <i>financial surplus/deficit</i> mempengaruhi kecepatan penyesuaian.</p>
<p>Citro (2015) yang berjudul “Pengaruh Determinan Struktur Modal terhadap <i>Leverage</i> dan <i>Speed of Adjustment</i> Industri Pertambangan di Indonesia</p>	<p><b>Independen:</b> <i>Tangibility, size, profitability, trade credit sales, growth opportunity, dan income</i></p>	<p>Regresi Linier Berganda</p>	<p>Variabel determinan struktur modal berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap <i>leverage</i> dan untuk pengaruh secara parsial, variabel <i>tangibility, size,</i></p>

	<p><i>variability</i>.  <b>Dependen:</b>  <i>Leverage</i> dan  <i>speed</i> of  <i>adjustment</i></p>		<p><i>profitability</i>, dan <i>trade credit sales</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i>, sedangkan variabel <i>growth opportunity</i> dan <i>income variability</i> tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i>. Untuk <i>speed of adjustment</i>, variabel <i>profitability</i> yang memberikan kontribusi paling besar dari pada variabel lainnya.</p>
<p>Fuady (2014) yang berjudul “Pengujian <i>Trade-Off Theory</i>: Apakah Perusahaan di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang?”</p>	<p><b>Independen:</b>  Profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, <i>tangibility asset</i>, dan likuiditas.  <b>Dependen:</b>  Struktur permodalan</p>	<p>Regresi Linier Berganda</p>	<p>Penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa sebenarnya penyesuaian utang terhadap target utang pada tingkat 42,61% per tahun. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan publik di Indonesia menunjukkan perilaku optimisasi utang dengan menyesuaikan yang sebenarnya utang ke target optimal hutang sesuai dengan konsep struktur modal dinamis berdasarkan <i>trade-off theory</i>.</p>
<p>Setiawati &amp; Putra (2015)</p>	<p><b>Independen:</b>  <i>Fixed tangible assets</i>, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan.  <b>Dependen:</b>  Struktur modal perusahaan</p>	<p>Regresi Linier Berganda</p>	<p>Variabel bebas <i>fixed tangible assets</i>, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal. Secara parsial <i>fixed tangible assets</i>, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap</p>

		perubahan struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di indeks saham KOMPAS100. Sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan struktur modal perusahaan yang terdaftar di indeks saham KOMPAS100.
--	--	---

### 2.3 Kerangka Berpikir

Model penelitian yang menggambarkan suatu kerangka konseptual sebagai panduan sekaligus alur berpikir tentang faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan struktur modal perusahaan adalah sebagai berikut:



**Gambar 2.1**  
**Kerangka Penelitian**

## **2.4 Perumusan Hipotesis**

### **2.4.1 Trade Credit Sales dan Perubahan Struktur Modal**

*Trade credit sales* atau piutang terjadi akibat dari adanya transaksi penjualan secara kredit. Adisaputro *et al.*, (2013) mengemukakan bahwa arus kas masuk dari penjualan kredit sangat tergantung pada kebijakan jangka waktu kredit, kerajinan petugas penagih piutang, mutu atau bonafiditas debitur, dan situasi pada umumnya. Semakin besar proporsi piutang perusahaan semakin besar modal kerja yang dibutuhkan untuk operasional perusahaan sehingga semakin kecil kemampuan perusahaan membayar utang (*leverage*). Oleh karena itu, manajemen perusahaan harus berhati-hati dalam menetapkan kebijakan pemberian piutang sehingga pelanggan dapat membayar tagihan tepat pada waktu yang telah ditentukan dan biaya-biaya yang ditimbulkan karena adanya piutang dapat dikelola secara efisien. Kebijakan pemberian piutang akan mempengaruhi tingkat perputaran piutang. Semakin besar piutang perusahaan maka kebutuhan modal kerja menjadi semakin tinggi, semakin besar utang yang digunakan untuk menjamin piutang, sehingga struktur modal perusahaan menjadi semakin rendah. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub>: *Trade credit sales* berpengaruh negatif terhadap perubahan struktur modal.

### **2.4.2 Profitabilitas dan Perubahan Struktur Modal**

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktiva yang dimiliki. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi.

Nugrahani & Djoko (2012) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan mendorong manajemen menggunakan dana sendiri atau laba ditahan untuk melanjutkan operasional perusahaan, karena memiliki resiko yang rendah sehingga perusahaan tidak memerlukan hutang. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan lebih banyak memiliki dana internal sehingga memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu daripada menggunakan hutang maupun penerbitan saham baru untuk kebutuhan pendanaan perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka dana internal yang tersedia semakin besar sehingga kebutuhan pendanaan tidak didanai dari utang dan struktur modal menjadi lebih kecil. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>2</sub>: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap perubahan struktur modal.

#### **2.4.3 Pertumbuhan Perusahaan terhadap Perubahan Struktur Modal**

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memerlukan dana yang lebih besar juga untuk membiayai investasinya. Sumber pendanaan internal kemungkinan tidak mencukupi, oleh sebab itu perusahaan juga membutuhkan dana eksternal untuk dapat membantu operasional perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan, menunjukkan semakin tingginya kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan dan laba perusahaan. Peningkatan pertumbuhan penjualan perusahaan akan berpengaruh terhadap peningkatan struktur modal, karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan hutang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat

pertumbuhan rendah (Sayilgan *et al.*, 2006). Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi cenderung memerlukan pendanaan untuk pengembangan usahanya sehingga memerlukan dana eksternal (hutang) dan pada akhirnya meningkatkan struktur modal perusahaan. Warmana & Putra (2017) dan Setiawati & Putra (2015) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan struktur modal. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>3</sub>: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan struktur modal.

#### **2.4.4 Ukuran Perusahaan terhadap Perubahan Struktur Modal**

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan kebijakan pendanaan (struktur modal). Karena semakin besar perusahaan, maka semakin besar pula dana yang diperlukan untuk mempertahankan dan atau mengembangkan perusahaan. Perusahaan besar mempunyai kepercayaan yang lebih besar untuk mendapatkan sumber dana, sehingga memudahkan untuk mendapatkan kredit dari pihak luar (Mamduh, 2013).

Ukuran perusahaan yang besar merupakan sinyal positif bagi kreditur untuk memberikan pinjaman, sehingga ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. *Dynamic trade-off theory* menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*, karena perusahaan besar cenderung kecil kemungkinan bangkrutnya. Informasi perusahaan besar



bersifat lebih transparan dan atau lebih mudah diakses oleh pihak luar, sehingga perusahaan cenderung mendanai keuangannya dari sumber yang sensitif terhadap informasi internal, yaitu dengan ekuitas melalui pasar modal (Frank & Goyal dalam Warmana & Putra, 2017). Dengan demikian semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah perusahaan menyesuaikan struktur modal untuk kebutuhan pendanaannya. Hasil penelitian Eriotis *et al.*, (2007), Nosita (2016); Citro (2014); Setiawati & Putra (2015) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan struktur modal. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>4</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan struktur modal.

#### **2.4.5 Tangible Asset terhadap Perubahan Struktur Modal**

Sifat aset yang sering dikaitkan dengan struktur modal adalah tangibility dari aset yang dimiliki. Menurut Frank & Goyal (Warmana & Putra, 2017) bagi pihak di luar perusahaan, *tangible asset* lebih bernilai daripada *intangible asset*. *Tangibility asset* dalam perusahaan diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memberikan jaminan (*collateral*) dalam memperoleh pinjaman. Semakin besar nilai *tangibility asset* perusahaan menunjukkan semakin tingginya kemampuan perusahaan memberikan jaminan sehingga mendorong perusahaan untuk mencari sumber pendanaan dari utang dan pada akhirnya menaikkan tingkat leverage perusahaan. *Tangibility asset* yang diukur dari proporsi aset tetap terhadap total aset yang diharapkan berpengaruh positif terhadap perubahan struktur modal. Hasil penelitian Nosita (2016); Setiawati & Putra (2015)

menunjukkan bahwa *tangibility asset* berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan struktur modal.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>5</sub>: *Tangibility asset* berpengaruh positif terhadap perubahan struktur modal.

#### **2.4.6 Likuiditas terhadap Perubahan Struktur Modal**

Menurut Wiagustini (2010), likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimiliki. Semakin besar rasio likuiditas perusahaan berarti perusahaan memiliki dana internal yang akan cukup digunakan untuk membayar kewajibannya dan sekaligus kebutuhan pendanaannya. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memiliki dana internal yang besar, sehingga dapat memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal (utang). Disamping itu, semakin likuid perusahaan semakin besar kemampuan perusahaan melunasi kewajiban jangka pendeknya sehingga lebih dipercaya kreditur dan mudah memperoleh sumber pendanaan dari utang pihak ketiga, melakukan penyesuaian struktur modal. Dengan demikian sesuai *dynamic trade-off teory*, likuiditas berpengaruh positif terhadap *leverage*. Hasil penelitian Warmana & Putra (2017); Nosita (2016) juga menemukan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan struktur modal.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>6</sub>: Likuiditas berpengaruh positif terhadap perubahan struktur modal.