

BAB II

KAJIAN TEORITIK

A. Deskripsi Konseptual

1. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory Myers dan Majluf menjelaskan bahwa suatu perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan pada adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan daripada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara penggunaan dana internal atau dana eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan equitas baru (Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Octaviani, 2012). Dalam teori pecking order, para manajer konsisten dengan tujuan utama perusahaan, yaitu memakmurkan kekayaan pemegang saham. Pada teori ini menyatakan bahwa perusahaan cenderung lebih memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan daripada eksternal. Penggunaan pendanaan eksternal dilakukan apabila dana internal perusahaan tidak mencukupi. Urutan yang dikemukakan dalam teori ini adalah laba ditahan, hutang, dan saham preferen serta yang terakhir adalah saham biasa. Urutan pendanaan ini menunjukkan bahwa pendanaan ini berdasarkan tingkat risiko atas keputusan dan biaya atas sumber pendanaan dari mulai yang termurah hingga yang paling mahal.

Dalam memilih pendanaan secara eksternal, manajer mempunyai alasan mengapa dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri (saham). Pertama, pertimbangan biaya emisi, biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Kedua, manajer mengkhawatirkan kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajer dengan para pemodal (Agus Sartono, 2001 dalam Dita Novita Sari, 2015). Myers (1984) menyatakan bahwa *pecking order theory* meliputi berbagai hal berikut ini:

- 1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan secara internal
- 2) Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis;
- 3) Kebijakan deviden yang relatif segan untuk diubah, disertai fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun dalam kesempatan lain mungkin kurang;
- 4) Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi, baru kemudian bila masih belum mencukupi, saham adalah pilihan terakhir.

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan

disebabkan karena mereka ingin mempunyai target DER yang rendah, tetapi karena perusahaan memerlukan pendanaan dari luar yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang besar karena dua alasan, yaitu dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. (Suad Husnan, 2000).

2. *Financial Leverage*

Financial leverage adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuangan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham (Suci Pujiani dan Prasetiono, 2012). Dengan penggunaan *financial leverage* diharapkan perusahaan dapat meningkatkan pendapatannya.

Sedangkan definisi *financial leverage* menurut Martono dan Harjito (2011:301), mengemukakan bahwa *financial leverage* merupakan penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan atas penggunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan per lembar saham (*earning per share, EPS*). Keputusan pembiayaan mencakup alternatif sumber dana yang akan digunakan perusahaan dalam menjalankan usahanya. Dari segi struktur pembiayaan, suatu perusahaan dikatakan menggunakan *financial leverage* jika perusahaan tersebut menggunakan pinjaman atau hutang sebagai salah satu sumber pembiayaan selain modal sendiri. Penggunaan dana tersebut menimbulkan biaya tetap yaitu beban bunga, yang harus di bayar tanpa memperdulikan tingkat laba perusahaan.

Financial leverage sebagaimana telah didefinisikan, menyangkut penggunaan dana yang diperoleh pada biaya tetap tertentu dengan harapan bisa meningkatkan bagian pemilik modal. Menurut Sinuraya (2008:130) bahwa *leverage* yang menguntungkan terjadi apabila perusahaan memperoleh keuntungan lebih besar dari dana yang dibeli daripada biaya tetap penggunaan dana tersebut.

Financial leverage diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*, yaitu rasio yang mengukur tingkat penggunaan hutang perusahaan terhadap total ekuitas pemegang saham. Penilaian DER dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Menurut Prabansari dan Kusuma (2005), sumber dari modal adalah apa yang dapat dilihat berupa hutang lancar, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Modal menggambarkan hak pemilik atas perusahaan, yang timbul sebagai akibat penanaman investasi yang dilakukan oleh pemilik atau para pemilik. Menurut Margaretha dan Ramadhan (2010) struktur modal suatu perusahaan merupakan gabungan modal sendiri dan hutang perusahaan. Modal sendiri dapat berupa *external equity* berupa saham perusahaan yang sebagian dijual kepada investor. Hutang perusahaan (*debt*) berasal dari hutang kepada kreditur maupun penerbitan obligasi perusahaan. Berbagai macam sumber pendanaan menuntut manajer keuangan untuk menentukan komposisi yang tepat bagi perusahaan karena setiap sumber dana memiliki konsekuensi dan karakter yang berbeda-beda terhadap perusahaan. Modal dapat dibagi menjadi dua jenis antara lain:

a. Modal sendiri

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan yang tertanam dalam perusahaan. Jika ditinjau dari sudut likuiditas, modal sendiri merupakan dana jangka panjang yang tidak tertentu waktunya yang berasal dari intern dan ekstern perusahaan. Modal sendiri yang berasal dari sumber intern adalah keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Sedangkan modal yang berasal dari sumber ekstern adalah modal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri dapat diperhitungkan setiap saat untuk menjaga kelangsungan hidup serta melindungi perusahaan dari kebangkrutan.

b. Modal Asing

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara yang berupa hutang. Dilain pihak, modal asing merupakan sumber dana bagi perusahaan yang harus dibayar kembali dalam jangka waktu tertentu. Apabila perusahaan tidak mampu membayar kembali hutang beserta dengan bunganya, maka kreditur dapat menjual asset atau aktiva yang dijadikan jaminan. Hutang ini dapat dikelompokkan menjadi tiga golongan yaitu (Riyanto, 2008) :

- Hutang Jangka Pendek (*Short-term Debt*)

Hutang jangka pendek merupakan hutang yang memiliki jangka waktu kurang dari 1 tahun. Sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usaha.

- Hutang Jangka Menengah (*Intermediate-term Debt*)

Hutang jangka menengah adalah hutang yang jatuh temponya selama 1 sampai dengan kurang dari 10 tahun. Sumber pendanaan jangka menengah yang utama adalah term loans dan leasing (sewa guna).

- 1) *Term loans* (Hutang Jangka Menengah)

Term loans adalah kredit usaha dengan umur lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun. Term loans dibayar kembali dengan angsuran tetap selama suatu periode tertentu, misalkan pembayaran angsuran dilakukan setiap bulan, setiap kuartal atau setiap tahun. Term loan ini biasanya diberikan oleh Bank dagang, Perusahaan asuransi dan Suppliers.

- 2) *Leasing* (Sewa Guna)

Bentuk lain dari intermediate-term debt adalah leasing yang merupakan persetujuan atas dasar kontrak dimana pemilik dari aktiva (*lessor*) menginginkan pihak lain (*lessee*) untuk menggunakan jasa dari aktiva tersebut selama suatu periode tertentu. Hak milik aktiva tersebut tetap pada lessor. Namun ada juga kebijakan yang membolehkan lessee membeli aktiva tersebut.

- 3) Hutang Jangka Panjang (*Long-term Debt*)

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari 10 tahun. Hutang jangka panjang ini

umumnya digunakan untuk ekspansi atau modernisasi perusahaan karena dana yang dibutuhkan sangat besar.

3. Faktor – faktor yang mempengaruhi *Financial Leverage*

3.1. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Rita Puji Astuti, 2014). *Return on Assets* (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas. Dalam analisis laporan keuangan, rasio ini paling sering disoroti, karena mampu menunjukkan keberhasilan perusahaan menghasilkan keuntungan. ROA mampu mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada masa lampau untuk kemudian diproyeksikan di masa yang akan datang. Assets atau aktiva yang dimaksud adalah keseluruhan harta perusahaan, yang diperoleh dari modal sendiri maupun dari modal asing yang telah diubah perusahaan menjadi aktiva-aktiva perusahaan yang digunakan untuk kelangsungan hidup perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2013:90), rasio laba bersih terhadap total aktiva mengukur pengembalian atas total aktiva (ROA) setelah bunga dan pajak. Menurut Horne dan Wachowicz (2013:235), ROA mengukur efektivitas keseluruhan dalam menghasilkan laba melalui aktiva yang tersedia, daya untuk menghasilkan laba dari modal yang diinvestasikan. Horne dan Wachowicz menghitung ROA dengan menggunakan rumus laba bersih setelah pajak dibagi dengan total aktiva. Bambang Riyanto (2008:336) menyebut

istilah ROA dengan *Net Earning Power Ratio (Rate of Return on Investment / ROI)* yaitu kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan neto. Keuntungan neto yang beliau maksud adalah keuntungan neto sesudah pajak.

1) Perhitungan *Return on Assets*

Menurut Brigham dan Houston (2013), pengembalian atas total aktiva (ROA) dihitung dengan cara membandingkan laba bersih yang tersedia untuk pemegang saham biasa dengan total aktiva.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$$

Semakin besar nilai ROA, menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik pula, karena tingkat pengembalian investasi semakin besar. Nilai ini mencerminkan pengembalian perusahaan dari seluruh aktiva (atau pendanaan) yang diberikan pada perusahaan.

2) Kelebihan dan Kelemahan *Return on Assets*

a) Kelebihan ROA diantaranya sebagai berikut:

- ROA mudah dihitung dan dipahami.
- Merupakan alat pengukur prestasi manajemen yang sensitif terhadap setiap pengaruh keadaan keuangan perusahaan.
- Manajemen menitikberatkan perhatiannya pada perolehan laba yang maksimal.
- Sebagai tolok ukur prestasi manajemen dalam memanfaatkan assets yang dimiliki perusahaan untuk memperoleh laba.
- Mendorong tercapainya tujuan perusahaan.

- Sebagai alat mengevaluasi atas penerapan kebijakan-kebijakan manajemen.

b) Kelemahan ROA diantaranya sebagai berikut:

- Kurang mendorong manajemen untuk menambah assets apabila nilai ROA yang diharapkan ternyata terlalu tinggi.
- Manajemen cenderung fokus pada tujuan jangka pendek bukan pada tujuan jangka panjang, sehingga cenderung mengambil keputusan jangka pendek yang lebih menguntungkan tetapi berakibat negatif dalam jangka panjangnya.

3) Faktor yang Mempengaruhi Return on Assets

Profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Return on Assets (ROA) termasuk salah satu rasio profitabilitas. Menurut kutipan dari Brigham dan Houston (2001:89), rasio profitabilitas (profitability ratio) menunjukkan pengaruh gabungan dari likuiditas, manajemen aktiva, dan utang terhadap hasil operasi.

a) Rasio Likuiditas

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, yang dihitung dengan membandingkan aktiva lancar perusahaan dengan kewajiban lancar. Rasio likuiditas terdiri dari:

- Current Ratio, mengetahui kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan membandingkan semua aktiva likuid yang dimiliki perusahaan dengan kewajiban lancar.
- Acid Test, mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancar yang lebih likuid yaitu tanpa memasukkan unsur persediaan dibagi dengan kewajiban lancar.

Aktiva likuid menurut Brigham dan Houston (2001:79) adalah aktiva yang dapat dikonversi menjadi kas dengan cepat tanpa harus mengurangi harga aktiva tersebut terlalu banyak.

b) Rasio Manajemen Aktiva

Rasio manajemen aktiva (asset management ratio), mengukur "seberapa efektif perusahaan mengelola aktivasnya" (Brigham dan Houston, 2001:81). Rasio manajemen aktiva terdiri dari:

- Inventory Turnover, mampu mengetahui frekuensi pergantian persediaan yang masuk ke dalam perusahaan, mulai dari bahan baku kemudian diolah dan dikeluarkan dalam bentuk produk jadi melalui penjualan dalam satu periode.
- Days Sales Outstanding, mengetahui jangka waktu rata-rata penagihan piutang menjadi kas yang berasal dari penjualan kredit perusahaan.

- Fixed Assets Turnover, mengetahui keefektivan perusahaan menggunakan aktiva tetapnya dengan membandingkan penjualan terhadap aktiva tetap bersih.
- Total Assets Turnover, mengetahui keefektivan perusahaan menggunakan seluruh aktivanya dengan membandingkan penjualan terhadap total aktiva.

c) Rasio Manajemen Utang

Rasio manajemen aktiva mengetahui sejauh mana kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjang (utang) perusahaan yang digunakan untuk membiayai seluruh aktivitas perusahaan.

Manajemen utang terdiri dari:

- *Debts Ratio*, mengetahui persentase dana yang disediakan oleh kreditur.
- *Times Interest Earned (TIE)*, mengukur seberapa besar laba operasi dapat menurun sampai perusahaan tidak dapat memenuhi beban bunga tahunan.
- *Fixed Charge Coverage Ratio*, hampir serupa dengan rasio TIE, namun mengakui bahwa banyak aktiva perusahaan yang dilease dan harus melakukan pembayaran dana pelunasan.

Berdasarkan uraian di atas, maka Inventory Turnover dan Days Sales Outstanding termasuk rasio manajemen aktiva dan Debts Ratio termasuk manajemen utang. ROA termasuk rasio

profitabilitas, oleh karena itu ROA juga dipengaruhi faktor-faktor tersebut.

3.2. Agunan

Berdasarkan Undang-Undang Perbankan Pasal 1 No.7 Tahun 1992 yang telah diperbaharui dengan Pasal 1 angka 23 UU Perbankan No.10 Tahun 1998. Pengertian agunan adalah kemampuan/keyakinan/kesanggupan nasabah untuk melunasi kewajibannya sesuai dengan yang diperjanjikan. Gunan pokok kredit adalah usaha debitur (peminjam/nasabah) itu sendiri, misalnya persediaan barang (bahan baku, barang dalam proses dan barang jadi), tanah, mesin, bangunan, kendaraan yang dipergunakan langsung untuk kegiatan usahanya.

Suatu hal yang wajar apabila perusahaan-perusahaan di Indonesia menganggap bahwa aktiva atau aset tetap menyerap sebagian besar dari modal yang ditanam, mengingat tanpa aktiva tersebut proses produksi tidak akan berjalan. Dalam hal ini aktiva atau aset tetap dan persediaan barang dagang yang berfungsi sebagai agunan (*collateral*) digunakan sebagai bahan pertimbangan oleh kreditur dalam menilai kapabilitas perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dan diharapkan dapat mengurangi perilaku-perilaku menyimpang yang tidak diinginkan. Selain itu agunan berupa aset tetap cenderung mempengaruhi perilaku perusahaan dalam keputusan melakukan pinjaman (Alom, 2013 dalam Rahmadian Widyarini dan Dul Muid, 2014).

Nilai besarnya agunan dapat dihitung dengan:

$$\text{Agunan} = \frac{\text{Total Asset Tetap} + \text{Total Persediaan}}{\text{Total Asset}}$$

3.3. *Growth Opportunities*

Growth Opportunities atau kesempatan bertumbuh merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi harus memiliki modal yang cukup untuk mendanai pembelanjaan perusahaan. Pihak manajemen dapat memanfaatkan information gap yang ada antara manajemen dengan pemegang saham untuk kepentingan pengambilan keputusan pendanaan. Perusahaan dengan kesempatan bertumbuh yang baik akan meminimalkan kegiatan yang menimbulkan risiko, dalam hal ini kegiatan tersebut berupa pendanaan melalui hutang.

Fama dan French (2002) menyatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan bertumbuh yang baik berusaha mempertahankan kapasitas hutang berisiko rendah dengan cara menghindari pendanaan melalui sekuritas baru yang mengandung risiko. Secara sistematis dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Growth Opportunity} = \frac{\text{Total Asset}_{t+1} - \text{Total Asset}_t}{\text{Total Asset}_t}$$

Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi cenderung akan menginvestasikan kembalinya kedalam perusahaan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhannya, maka semakin tinggi kebutuhan dana untuk investasi. Untuk itu perusahaan akan menggunakan laba yang diperoleh untuk membiayai investasinya, daripada membagikan dividen.

3.4. Firm Size

Ukuran perusahaan digolongkan ke dalam dua kategori yaitu besar dan kecil. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kebutuhan akan modal atau dana untuk mencukupi segala aktivitas perusahaan pun akan semakin besar pula (Rahmadian Widyarini dan Dul Muid, 2014). Perusahaan yang besar di mana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualannya dibandingkan perusahaan yang lebih kecil. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan, kecenderungan untuk memakai dana eksternal juga semakin besar. Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu alternatif pemenuhan dananya adalah dengan menggunakan dana eksternal yaitu dengan menggunakan hutang (Rita Puji Astuti, 2014).

Hubungan antara ukuran perusahaan dan leverage dipengaruhi oleh akses perusahaan ke pasar modal. Perusahaan dengan ukuran besar lebih terdiversifikasi, sehingga mengurangi risiko kebangkrutan dan akan lebih mudah mendapatkan akses mendapatkan pinjaman, sehingga semakin besar kesempatannya untuk menghimpun dana yang lebih cepat dan mempunyai kesempatan peminjaman yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini diakibatkan karena perusahaan yang besar akan membutuhkan dana yang relatif besar, oleh karena itu dengan saham yang tersebar luas, perusahaan lebih berani dalam ekspansi perusahaan dengan penggunaan

pinjamannya dalam bentuk hutang (Frank dan Goyal, 2003 dalam Bramantyo Arief, 2011). Berikut merupakan rumus dari indikator ukuran perusahaan:

$$\text{Size} = \text{Ln} (\text{Total Asset})$$

B. Penelitian Relevan

Dalam kaitannya dengan *financial leverage*, penelitian yang dilakukan oleh Rahmadian Widyarini dan Dul Muid (2014) ini mengkaji pengaruh dari berbagai proxy yang diukur dari variabel-variabel seperti likuiditas, peluang pertumbuhan, agunan, pembayaran dividen, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap leverage. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas, agunan dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage, sedangkan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap leverage.

Suci Pujiani pada tahun 2012 melakukan penelitian yang berjudul Analisis Pengaruh Return On Assets, Sales Growth, Structure Assets, Firm Size, dan Investment Opportunity Terhadap Financial Leverage (studi perbandingan pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2008-2011). Penelitian ini melibatkan 62 perusahaan. Hasil penelitian pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri menunjukkan bahwa return on assets dan structure assets memiliki pengaruh negatif terhadap financial leverage. Sedangkan investment opportunity berpengaruh positif terhadap financial leverage. Penelitian pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi menunjukkan bahwa return on asset

berpengaruh negatif terhadap financial leverage. Sedangkan investment opportunity memiliki pengaruh positif terhadap financial leverage.

Seftianne dan Ratih Handayani pada tahun 2011 melakukan penelitian yang berjudul Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. Jumlah sample selama periode tahun 2007-2009 adalah sebanyak 41 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan growth opportunity memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Variabel lainnya seperti profitabilitas, tingkat likuiditas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial dan struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Rita Puji Astuti pada tahun 2014 melakukan penelitian yang berjudul Pengaruh Profitabilitas, *Size*, *Growth Opportunity*, Likuiditas dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Bank. Jumlah sampelnya yaitu sebanyak 26 perusahaan selama periode 2009-2013. Hasilnya menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dan negative antara profitabilitas terhadap struktur modal secara parsial. Tidak ada pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan (*Size*) terhadap struktur modal secara parsial. Tidak ada pengaruh yang signifikan antara *growth opportunity* terhadap struktur modal secara parsial. Ada pengaruh yang signifikan dan negatif antara likuiditas terhadap struktur modal secara parsial. Ada pengaruh yang signifikan dan positif antara struktur aktiva terhadap struktur modal secara parsial. Ada pengaruh yang signifikan dan positif

antara profitabilitas, size, growth opportunity, likuiditas dan struktur aktiva secara simultan terhadap struktur modal.

Putria Yusintha dan Erni Suryandari melakukan penelitian pada tahun 2010 yang berjudul Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. Jumlah sampelnya yaitu 145 perusahaan. Hasilnya adalah pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan profitabilitas berpengaruh negative signifikan terhadap struktur modal. Khalid Alkhatib melakukan penelitian pada tahun 2012 yang berjudul, “*The Determinants of Leverage of Listed Companies*” dengan jumlah sampel sebanyak 121 perusahaan. Hasil sektor industri menunjukkan bahwa tangibilitas dan likuiditas berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Hasil Sektor layanannya menunjukkan bahwa tangibilitas, pertumbuhan perusahaan dan likuiditas memiliki dampak positif terhadap *leverage* perusahaan.

Pancawati Hardianingsih dan Rachmawati Meita Octaviani melakukan penelitian pada tahun 2012 dengan judul Determinasi Kebijakan Hutang (Dalam *Agency Theory* dan *Pecking Order Theory*). Penelitian ini dilakukan dengan jumlah sampel 135 perusahaan manufacturing. Hasilnya menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap hutang (DER). Profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Pertumbuhan total asset mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Struktur aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan

hutang (DER) Laba ditahan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang (DER).

Tabel II.1

Tabel Literatur Penelitian

No	Judul	Variabel	Metode Penelitian	Hasil
1	<p>Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Leverage Pada perusahaan Tambang yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Pada Periode Tahun 2009-2012</p> <p>(Rahmadian Widyarini, Dul Muid, 2012)</p>	<p>H1 : Likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap leverage</p> <p>H2 : Peluang pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap leverage</p> <p>H3 : Agunan memiliki pengaruh positif terhadap leverage</p> <p>H4 : Jumlah proporsi saham berpengaruh terhadap solvabilitas</p> <p>H5 : Profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap leverage</p> <p>H6 : Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap leverage</p>	<p>Populasi: Perusahaan tambang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).</p> <p>Sampel: 35 Perusahaan dengan total 104 data pengamatan.</p> <p>Variabel: 1. Dependen Leverage 2. Independen Likuiditas Peluang Pertumbuhan Agunan Pembayaran Dividen Profitabilitas Ukuran Perusahaan</p> <p>Teknik Analisis: Analisis Regresi Linier Berganda</p>	<p>Likuiditas, agunan, dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage.</p> <p>Peluang pertumbuhan dan pembayaran dividen berpengaruh positif signifikan terhadap leverage.</p> <p>Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap leverage.</p>

2	<p>Analisis Pengaruh <i>Return On Assets, Sales Growth, Structure Assets, Firm Size, dan Investment Opportunity</i> terhadap <i>Financial Leverage</i></p> <p>(Suci Pujiani, Prasetiono, 2012)</p>	<p>H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.</p> <p>H2 : Sales growth berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.</p> <p>H3 : Structure assets berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.</p> <p>H4 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.</p> <p>H5 : Investment opportunity berpengaruh positif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri.</p>	<p>Populasi: Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011.</p> <p>Sampel: 15 Perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan 25 Perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.</p> <p>Variabel: 1. Dependen <i>Financial Leverage</i></p> <p>2. Independen Profitability</p> <p>Sales Growth</p> <p>Structure of Assets</p> <p>Size</p> <p>Investment Opportunity</p> <p>Teknik Analisis: Analisis regresi berganda</p>	<p>Pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri return on assets, structure assets, dan investment opportunity mempengaruhi financial leverage.</p> <p>Pada sektor barang konsumsi hanya return on assets dan investment opportunity yang mempengaruhi financial leverage.</p> <p>Perbedaan variable independen dalam mempengaruhi variable dependen pada kedua sektor perusahaan tersebut mendukung hasil pengujian chow test yang juga menyatakan bahwa</p>
---	--	---	---	---

		<p>H6 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sector barang konsumsi.</p> <p>H7 : Sales growth berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor aneka barang konsumsi.</p> <p>H8 : Structure assets berpengaruh negatif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.</p> <p>H9 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.</p> <p>H10 : Invesment opportunity berpengaruh positif terhadap</p>		<p>terdapat perbedaan koefisien antara perusahaan manufaktur sektor aneka industri dan barang konsumsi.</p>
--	--	--	--	---

		<p>financial leverage pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi.</p> <p>H11 : Terdapat perbedaan pengaruh return on assets, sales growth, structure assets, firm size, dan investment opportunity terhadap financial leverage antara perusahaan manufaktur aneka industri dan sektor barang konsumsi.</p>		
3	<p>Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur (Seftianne, Ratih Handayani, 2011)</p>	<p>H1 : Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.</p> <p>H2 : Tingkat Likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.</p> <p>H3 : Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.</p> <p>H4 : Risiko Bisnis berpengaruh terhadap struktur</p>	<p>Populasi: Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI</p> <p>Sampel: 92 Perusahaan manufaktur</p> <p>Variabel: 1. Dependen DER</p> <p>2. Independen Profitabilitas</p> <p>Tingkat Likuiditas</p> <p>Ukuran Perusahaan</p> <p>Risiko Bisnis</p> <p>Growth</p>	<p>Growth Opportunity dan ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal.</p> <p>Profitabilitas, likuiditas, risiko bisnis, kepemilikan managerial dan struktur aktiva tidak mempengaruhi struktur modal.</p>

		<p>modal perusahaan.</p> <p>H5 : <i>Growth Opportunity</i> berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.</p> <p>H6: Kepemilikan Managerial berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.</p> <p>H7: Struktur Aktiva berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.</p>	<p>Opportunities</p> <p>Kepemilikan Managerial</p> <p>Teknik Analisis: Statistic Descriptive Method</p>	
4	<p>Pengaruh Profitabilitas, Size, Growth Opportunity, Likuiditas dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Bank</p> <p>(Rita Puji Astuti, 2014)</p>	<p>H1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H2 : Size berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H3 : Growth opportunity berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H4 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H5 : Struktur</p>	<p>Populasi: Semua perusahaan Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia</p> <p>Sampel: 26 Perusahaan Perbankan</p> <p>Variabel: 1. Dependen StrukturModal</p> <p>2. Independen Profitabilitas</p> <p>Size</p> <p>Growth Opportunities</p> <p>Likuiditas</p>	<p>Ada pengaruh yang signifikan dan negative antara profitabilitas terhadap Struktur Modal secara parsial.</p> <p>Tidak ada pengaruh yang signifikan antara Ukuran Perusahaan (Size) terhadap Struktur Modal secara</p>

		<p>aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H6 : Profitabilitas, Size, Growth Opportunity, Likuiditas dan Struktur Aktiva secara bersama-sama berpengaruh positif terhadap struktur modal</p>	<p>Struktur Aktiva</p> <p>Teknik Analisis: Ananlisis regresi</p>	<p>parsial.</p> <p>Tidak ada pengaruh yang signifikan antara Growth Opportunity terhadap Struktur Modal secara parsial.</p> <p>Ada pengaruh yang signifikan dan negatif antara Likuiditas terhadap Struktur Modal secara parsial.</p> <p>Ada pengaruh yang signifikan dan positif antara Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal secara parsial.</p> <p>Ada pengaruh yang signifikan dan positif antara</p>
--	--	--	---	---

				profitabilitas, size, growth opportunity, likuiditas dan struktur aktiva secara simultan terhadap struktur modal.
5	<p>Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal</p> <p>(Putria Yushinta, Erni Suryandari, 2010)</p>	<p>H1 : Struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H2 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal</p> <p>H3 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H4 : Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal</p> <p>H5 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal</p>	<p>Populasi: Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)</p> <p>Sampel: 145 Perusahaan Manufaktur</p> <p>Variabel: 1. Dependen Struktur Modal</p> <p>2. Independen Struktur Aktiva</p> <p>Profitabilitas Ukuran Perusahaan</p> <p>Pertumbuhan Penjualan</p> <p>Pertumbuhan</p> <p>Teknik Analisis: Analisis regresi berganda</p>	<p>Pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan profitabilitas berpengaruh negative signifikan terhadap struktur modal.</p>
6	The Determinants of Leverage of Listed	H1 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap	Populasi: Perusahaan Sektor Industri dan Layanan yang terdaftar di	Hasil sektor industri menunjukkan bahwa

	<p>Companies</p> <p>(Khalid Alkhatib, 2012)</p>	<p><i>leverage</i> perusahaan</p> <p>H2 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i> perusahaan</p> <p>H3 : Profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> perusahaan</p> <p>H4 : Likuiditas perusahaan berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> perusahaan</p> <p>H5 : Tangibility berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i> perusahaan</p>	<p>Bursa Efek Yordania</p> <p>Sampel: 121 Perusahaan sektor industri dan layanan</p> <p>Variabel: 1. Dependen <i>Leverage</i></p> <p>2. Independen Ukuran Perusahaan Pertumbuhan Perusahaan Profitabilitas Likuiditas Tangibility</p> <p>Teknik Analisis: Ananlisis regresi berganda</p>	<p>tangibilitas dan likuiditas berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i> perusahaan.</p> <p>Hasil Sektor layanannya menunjukkan bahwa tangibilitas, pertumbuhan perusahaan dan likuiditas memiliki dampak positif terhadap <i>leverage</i> perusahaan.</p>
7	<p>Determinan Kebijakan Hutang (Dalam <i>Agency Theory</i> dan <i>Pecking Order Theory</i>)</p> <p>(Pancawati Hardianingsih dan Rachmawati Meita Octaviani, 2012)</p>	<p>H1 : <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang</p> <p>H2 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang</p> <p>H3 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang</p>	<p>Populasi: Semua perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia</p> <p>Sampel: 135 Perusahaan</p> <p>Variabel: 1. Dependen DER</p> <p>2. Independen <i>Free Cash Flow</i></p>	<p>Hasil penelitian menunjukan bahwa <i>free cash flow</i> tidak mempunyai pengaruh terhadap hutang (DER).</p> <p>Profitabilitas mempunyai pengaruh positif</p>

		<p>H4 : Struktur aktiva perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang</p> <p>H5 : Laba ditahan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang</p>	<p>Profitabilitas</p> <p>Pertumbuhan Perusahaan</p> <p>Struktur Aktiva</p> <p>Laba ditahan</p> <p>Teknik Analisis: Ananlisis regresi</p>	<p>signifkan terhadap kebijakan hutang (DER).</p> <p>Pertumbuhan total asset mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER).</p> <p>Struktur aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DER)</p> <p>Laba ditahan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER).</p> <p>Kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang (DER).</p>
--	--	--	---	--

Sumber : Berbagai literatur yang digunakan dan mendukung.

C. KERANGKA TEORITIK

1. Hubungan Profitabilitas terhadap *Financial Leverage*

Pada umumnya perusahaan lebih menyukai pendapatan yang mereka terima digunakan sebagai sumber utama dalam pembiayaan untuk investasi. Apabila sumber dari dalam perusahaan tidak mencukupi maka alternatif lain yang digunakan adalah dengan menggunakan hutang baru kemudian mengeluarkan saham baru sebagai alternatif terakhir untuk pembiayaan. Perusahaan yang dapat menghasilkan laba yang besar dengan tingkat pertumbuhan yang lambat akan mempunyai tingkat debt ratio yang rendah jika dibanding dengan rata-rata industri yang ada.

Implikasi dari Pecking Order Theory menyebutkan bahwa perusahaan yang profitable menggunakan hutang dalam jumlah kecil, hal ini bukan karena perusahaan tersebut punya target debt ratio rendah tetapi karena mereka perlu external financing yang relatif sedikit. Pecking Order Theory menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan yang pertama yaitu laba ditahan, lalu hutang dan yang terakhir penjualan saham baru. Dengan demikian *return on assets* diprediksikan berpengaruh secara negatif terhadap penentuan *financial leverage* perusahaan.

Pernyataan tersebut dibuktikan dengan penelitian Sutapa dkk, yang mengemukakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian SEN dan Eda Oruc (2008) dan Kurniati Oetama, Deddy Marciano, Liliana Ingrid Wijaya (2008) juga mendukung pernyataan ini. Smart, Meggison, dan Gitman (2004) menyatakan hubungan profitabilitas

dengan keputusan pendanaan melalui hutang berhubungan negatif, dikarenakan besarnya profitabilitas menyebabkan perusahaan membiayai kegiatannya dengan dana internal. Oleh karena itu hipotesis penelitian ini adalah:

H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Financial Leverage*

2. Hubungan Agunan terhadap *Financial Leverage*

Agunan berupa aset tetap cenderung mempengaruhi perilaku perusahaan dalam keputusan melakukan pinjaman. Dengan sejumlah aset tetap yang dimiliki, maka menjadikan sebuah perusahaan lebih percaya diri untuk melakukan pinjaman karena kreditur akan menilai positif perusahaannya. Maka hal ini akan berdampak pada keputusan modal eksternal yang akan diambil oleh perusahaan tersebut guna pengembangan usaha perusahaan. Dalam hal ini aktiva atau aset tetap dan persediaan barang dagang yang berfungsi sebagai agunan (collateral) digunakan sebagai bahan pertimbangan oleh kreditur dalam menilai kapabilitas perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dan diharapkan dapat mengurangi perilaku-perilaku menyimpang yang tidak diinginkan (Rahmadian Widyarini dan Dul Muid, 2014). Hipotesis dari penelitian ini adalah:

H2 : Agunan berpengaruh positif terhadap *Financial Leverage*

3. Hubungan *Growth Opportunities* terhadap *Financial Leverage*

Perusahaan yang mempunyai *growth opportunities* tinggi akan menghadapi kesenjangan informasi yang tinggi antara manajer dan pemegang saham tentang kualitas proyek investasi perusahaan (Seftianne dan Ratih, 2011). Kesenjangan informasi tersebut terjadi karena pengelolaan perusahaan dilakukan oleh manajemen sehingga segala informasi tentang perusahaan diketahui dengan baik oleh manajemen. Pengaruh informasi asimetris dapat dimanfaatkan manajemen dalam pengambilan keputusan pendanaan, karena setiap keputusan yang diambil dapat menunjukkan bagaimana keadaan perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan lebih sedikit hutang jangka panjang dalam struktur modal mereka. Hal tersebut dilakukan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost* yang harus ditanggung pihak pemilik. Perusahaan yang sedang bertumbuh akan memiliki nilai perusahaan yang lebih baik karena tingkat hutang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat diajukan hipotesis mengenai pengaruh *growth opportunities* terhadap *leverage* sebagai berikut:

H3: *Growth Opportunities* berpengaruh negatif terhadap *Financial Leverage*.

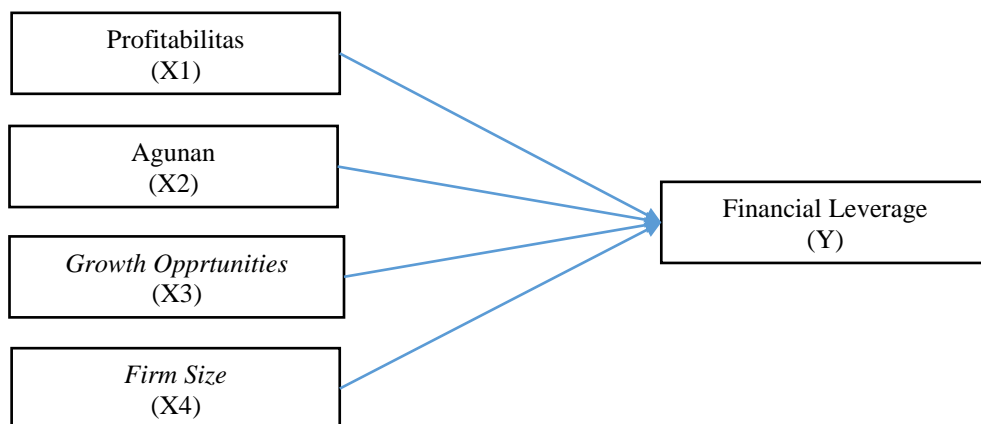
4. Hubungan *Firm Size* terhadap *Financial Leverage*

Semakin besar ukuran perusahaan, maka untuk biaya operasional membutuhkan modal yang sangat besar pula, sehingga ada kecenderungan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin besar pula jumlah utang

yang dimiliki. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang berukuran besar lebih mudah memperoleh pinjaman dari pihak eksternal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Akan tetapi perusahaan yang tergolong besar umumnya memiliki tingkat transparansi yang lebih tinggi pula. Segala informasi mengenai perusahaan yang telah dipublikasi dapat dengan mudah diakses. Maka dari itu, apabila kondisi harga saham dalam keadaan baik, dapat disimpulkan bahwa perusahaan akan memiliki kecenderungan untuk mencoba menarik minat para investor dari pada menambah hutang (Rahmadian Widyarini dan Dul Muid, 2014). Maka dari itu hipotesis penelitian ini adalah :

H6 : Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap leverage

Dengan demikian, maka dalam penelitian ini faktor yang dijadikan sebagai variabel penelitian adalah profitabilitas, agunan, *growth opportunities* dan *firm size* yang akan mempengaruhi *financial leverage* pada perusahaan. Dengan berdasarkan uraian dari penelitian terdahulu maka peneliti mencoba memberikan gambaran kerangka teori dalam alur berpikir sebagai berikut:



Gambar II.1 Kerangka Teoritik

D. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan kerangka teoritik yang telah disusun oleh peneliti dengan berdasarkan hasil penelitian yang relevan, maka peneliti mencoba merumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- 1) H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Financial Leverage*
- 2) H2 : Agunan berpengaruh positif terhadap *Financial Leverage*
- 3) H3 : *Growth Opportunity* berpengaruh negatif terhadap *Financial Leverage*
- 4) H4: *Firm Size* berpengaruh positif terhadap *Financial Leverage*