

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Kerangka Teoritik

1. Perusahaan Properti

Kata properti berasal dari bahasa Inggris “*property*” yang berarti sesuatu yang dapat dimiliki seseorang. Di Indonesia, istilah properti identik dengan *real estate*, rumah, tanah, ruko, gedung, atau gudang. Seperti yang dikutip dari Wikipedia.com arti properti adalah kepemilikan seseorang terhadap suatu barang ataupun non barang.¹

Menurut peraturan perundang-undangan di Indonesia pengertian mengenai industri *Real Estate* tercantum dalam PDMN No.5 Tahun 1974 yang mengatur tentang industri *Real Estate*. Dalam peraturan ini pengertian industri *Real Estate* adalah perusahaan properti yang bergerak dalam bidang penyediaan, pengadaan, serta pematangan tanah bagi keperluan usaha-usaha industri, termasuk industri pariwisata. Sedangkan berdasarkan Pemendagri No.3 Tahun 1987 disebutkan bahwa *real estate* yang selanjutnya disebut perusahaan adalah badan usaha yang berbentuk badan hukum yang usahanya bergerak dalam bidang pembangunan perumahan dan pemukiman yang dilengkapi dengan fasilitas sosial, fasilitas umum, dan prasarana lingkungan yang diperlukan oleh masyarakat penghuni lingkungan pemukiman disekitarnya.²

¹ Pengusaha-properti.com/arti dan definisi-properti.html. di akses 30 mei 2016

² Arsitek Bisa Gila.com/real-estate.html. di akses 30 mei 2016

Properti biasanya digunakan dalam hubungan dengan kesatuan hak, termasuk kontrol atas penggunaan properti, hak atas segala keuntungan dari properti, suatu hak untuk mengalihkan atau menjual properti, dan hak untuk memiliki secara eksklusif. Sistem hukum tersebut berkembang guna memberikan perlindungan terhadap suatu transaksi, sengketa kekuasaan, hak guna pengalihan, pemanfaatan, dan pembagian properti. Salah satu wujud perlindungan tersebut adalah adanya sistem kontrak atau perjanjian/akta. Hukum dengan tegas menjamin hak-hak tersebut. Sementara untuk menghakimi dan melaksanakan penerapannya digunakan sistem hukum sebagai sarannya.³

2. Pasar Modal Syariah

Suatu gejala dalam kehidupan dunia perusahaan sekarang ini bahwa perusahaan tidak lagi berpuas diri bergerak dalam skala kecil, melainkan dalam skala besar. Untuk itu, perusahaan tersebut tentunya memerlukan modal.

Dari sini ada beberapa alternatif pilihan yang dapat diambil oleh perusahaan tersebut sebagai upaya untuk pemenuhan modal yaitu melalui bank, pasar modal, atau lembaga pembiayaan sebagai sumber perdagangannya. Jika pemilih jatuh pada pasar modal, perusahaan tersebut akan berhadapan dengan investor di pasar modal. Investor di pasar modal adalah masyarakat. Dari masyarakat, perusahaan akan memperoleh tambahan modal yang akan dipakai untuk mengembangkan perusahaan dalam skala yang lebih besar.⁴

³ Supriyadi Amir, *Free Property*, (Jakarta: Laskar Aksara, 2013), h.2

⁴ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah & Praktik Pasar Modal Syariah* (Bandung: Pustaka Setia, 2013), h.33

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang, ekuitas (saham), instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun instansi lain (misalnya pemerintah) dan sarana bagi kegiatan berinvestasi bagi para insvestor. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.⁵

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariah, dimana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan prinsip syariah. Pasar modal syariah tidak hanya ada dan berkembang di Indonesia tetapi juga di negara-negara lain, seperti negara Malaysia. Lembaga yang pertama kali menaruh perhatian di dalam mengoperasikan portofolionya dengan manajemen portofolio syariah di pasar syariah adalah *Amanah Income fund* yang didirikan pada bulan juni 1986 oleh para anggota *The North American Islamic Trust* yang bermarkas di Indian Amerika Serikat.⁶

Dengan latar belakang mayoritas penduduk muslim, instrumen investasi di pasar modal juga bergerak memunculkan produk-produk investasi berbasis syariah, ada saham syariah, obligasi syariah, serta reksadana syariah. Penerapan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi pasar modal turut andil dalam pengembangan instrumen tersebut. Prinsip-prinsip

⁵ Sri nurhayati & wasilah, *Akuntansi Syariah di Indonesia* (Jakarta: Salemba Empat, 2013), h.352

⁶ Indah Yuliana, *Investasi Produk Keuangan Syariah* (Malang: UIN-MALIKI PRESS, 2010), h.46

yang harus ditinggalkan dalam kegiatan di pasar modal yaitu seperti ribadan perjudian.

Dari pengertian lain Pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Sedangkan yang dimaksud dengan efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal yang akad pengelolaan perusahaan maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah.⁷

Munculnya instrumen syariah di pasar modal Indonesia dipelopori oleh PT Danareksa Asset Management yang menerbitkan reksadana syariah pada tanggal 3 Juli 1997. Kemudian tanggal 3 Juli 2000, PT Danareksa Investment Management bekerja sama dengan PT Bursa Efek Jakarta (kini Bursa Efek Indonesia), memunculkan Jakarta Islamic Index (JII) yang bisa dipergunakan sebagai acuan dalam menilai perkembangan harga saham berbasis syariah. Jakarta Islamic Index (JII) yang merupakan index harga saham berbasis syariah terdiri dari 30 saham emiten yang dianggap telah memenuhi prinsip-prinsip syariah.

Meski instrumen pasar modal syariah telah diperkenalkan sejak tahun 1997, namun secara formal, peluncuran pasar modal dengan prinsip-prinsip syariah Islam dilakukan pada tanggal 14 Maret 2003. Pada kesempatan itu ditandatangani nota kesepahaman atau kerjasama antara Bapepam-LK dengan

⁷ Soemitra Andri, *Bank & Lembaga Keuangan Syariah* (Jakarta: PT. Kencana Prenada Media Group, 2009), h.113

Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), yang dilanjutkan dengan nota kesepahaman antara DSN-MUI dengan kalangan SRO. Lalu lahir beberapa fatwa MUI tentang ketentuan operasional pasar modal syariah hasil kerja sama dengan Bapepam-LK. Diantaranya fatwa No 20/DSN MUI/IX/2000 tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk reksadana syariah. Fatwa No 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dan fatwa No 33/DSN-MUI/IX.2002 tentang obligasi syariah mudharabah.⁸

Pasar modal syariah dikembangkan dalam rangka mengakomodir kebutuhan umat islam di indonesia yang ingin melakukan investasi di produk-produk pasar modal yang sesuai dengan prinsip dasar syariah. Dengan semakin beragamnya sarana dan produk investasi di Indonesia, diharapkan masyarakat akan memiliki alternatif berinvestasi yang dianggap sesuai dengan keinginannya, disamping investasi yang selama ini sudah dikenal di sektor perbankan. Adapun fungsi dari keberadaan pasar modal syariah adalah:

- a. Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh keuntungan dan resikonya.
- b. Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan link produksinya.
- c. Harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- d. Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin dalam harga saham.

⁸ Erry Firmansyah, chief editor: Adi Hidayat, *Metamorfosa Bursa Efek-jakarta: Bursa Efek Indonesia*. h.137-138

Bentuk ideal dari pasar modal syariah dapat dicapai dengan islamisasi empat pilar pasar modal, yaitu:

- a. Emiten (perusahaan) dan efek yang diterbitkannya didorong untuk memenuhi kaidah syariah, keadilan, kehati-hatian, dan transparansi.
- b. Pelaku pasar (investor) harus memiliki pemahaman yang baik tentang ketentuan muamalah, manfaat dan risiko transaksi di pasar modal.
- c. Infrastruktur informasi bursa efek yang jujur, transparan, dan tepat waktu yang merata di publik yang ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar.
- d. Pengawasan dan penegakan hukum oleh otoritas pasar modal dapat diselenggarakan secara adil, efisien, efektif, dan ekonomis.⁹

Indeks Syariah atau Jakarta Islamic Index (JII), menggunakan saham yang memenuhi kriteria investasi dalam syariat islam. Pengertian Jakarta Islamic Index (JII) sendiri adalah Indeks yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan merupakan substansi dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Jakarta Islamic Index (JII) mulai bisa diakses sejak tanggal 3 juli 2000 (tanggal pertama kali diluncurkan). Tujuan dibentuknya Jakarta Islamic Index (JII), kata *product Management* PT Danareksa Invesment Management, yakni. Pertama, sebagai tolak ukur standar bagi investasi saham secara syariah di pasar modal. Dan kedua, sebagai sarana untuk meningkatkan investasi di pasar modal secara syariah. Dengan memikul label syariah itulah saham-saham dari perusahaan yang produksi untuk jasanya dinilai tidak sesuai dengan syariah Islam,

⁹ *Op.Cit.* Indah Yuliana. h.46-48

otomatis dikeluarkan¹⁰. Saham-saham yang masuk dalam Jakarta Islamic Index (JII) adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah islam. Usaha-usaha berikut yang akan dikeluarkan dalam perhitungan JII, antara lain:

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi.
- b. Usaha lembaga keuangan yang konvensional (mengandung unsur riba).
- c. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- d. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan dan atau menyediakan barang-barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.¹¹

Syarat sesuai dengan syariah bukan satu-satunya yang ditetapkan. Masih ada dua pertimbangan lain yang harus dipenuhi oleh emiten (perusahaan). Pertama, emiten harus berkapitalisasi (*Market Capitalization*) yang cukup besar. Itu bisa dilihat dari beberapa harga persahamnya. Kedua, emiten tersebut juga harus *likuid* (volume transaksi tinggi). Karena syarat tersebut, meskipun saham rokok HM Sampurna (HMSP) maupun Gudang Garam (GGRM) memiliki kapitalisasi antara 17-20 persen dari total kapitalisasi pasar terdaftar di BEJ, harus dikeluarkan. Meskipun kedua saham yang sangat likuid, tapi tidak dapat dimasukkan karena mengikuti fatwa ulama, sesuatu yang memberikan *kemudharatan* tidak bisa dimasukkan dalam saham yang sesuai syariah.

¹⁰ M. Lutfi amidi, *Jejak-Jejak Ekonomi Syaria-* Jakarta: Senayan Abadi Publing, 2003. h.271-272

¹¹ Abdul alim, *Analisis Investasi-* Jakarta: Salemba Empat, 2005. h.14

Berdasarkan kategori tersebut, Jakarta Islamic Index (JII) dibentuk semula disaring terlebih dahulu usaha emiten yang tidak bertentangan dengan syariah. Saham yang sudah dipilih itu harus sudah *listing* di BEJ minimal tiga bulan. Kecuali saham-saham tersebut masuk dalam 10 besar kapitalisasi pasar. Langkah itu kemudian dilanjutkan dalam memilih 60 saham dengan kapitalisasi pasar tinggi. Baru kemudian dipilih 30 perusahaan dengan nilai transaksi rata-rata tertinggi harian. Setelah itu barulah dilakukan evaluasi untuk masing-masing emiten setiap enam bulan sekali.¹²

3. Daftar Efek Syari'ah

Daftar Efek Syari'ah (DES) adalah kumpulan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syari'ah di pasar modal, yang ditetapkan oleh Bapepam-LK atau pihak yang disetujui Bapepam-LK. Daftar Efek Syari'ah (DES) tersebut merupakan panduan investasi bagi Reksa Dana Syari'ah dalam menempatkan dana kelolaannya serta juga dapat dipergunakan oleh investor yang mempunyai keinginan untuk berinvestasi pada portofolio Efek Syari'ah.

Daftar Efek Syari'ah (DES) yang diterbitkan oleh Bapepam-LK dapat dikategorikan menjadi 2 jenis yaitu:

1. Daftar Efek Syari'ah (DES) Periodik

Daftar Efek Syari'ah (DES) Periodik merupakan Daftar Efek Syari'ah (DES) yang diterbitkan secara berkala yaitu pada akhir Mei

¹² *Op.Cit.* M. Lutfi amidi. h. 272

dan November setiap tahunnya. Daftar Efek Syari'ah (DES) Periodik pertama kali diterbitkan oleh Bapepam-LK pada tahun 2007.

2. Daftar Efek Syari'ah (DES) Insidentil

Daftar Efek Syari'ah (DES) Insidentil merupakan Daftar Efek Syari'ah (DES) yang diterbitkan tidak secara berkala. Daftar Efek Syari'ah (DES) Insidentil diterbitkan antara lain yaitu:

- a. Penetapan saham yang memenuhi kriteria efek syari'ah bersamaan dengan efektifnya pernyataan pendaftaran Emiten yang melakukan penawaran umum pendanaan atau pernyataan pendaftaran perusahaan publik.
- b. Penetapan saham Emiten atau perusahaan publik yang memenuhi kriteria efek syari'ah berdasarkan laporan keuangan berkala yang disampaikan kepada Bapepam-LK setelah surat keputusan Daftar Efek Syari'ah (DES) secara periodik ditetapkan.

Efek yang dapat dimuat dalam Daftar Efek Syari'ah yang ditetapkan oleh Bapepam-LK meliputi:

1. Surat berharga syari'ah yang diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia
2. Efek yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syari'ah sebagaimana tertuang dalam anggaran dasar.
3. Sukuk yang diterbitkan oleh Emiten termasuk obligasi syari'ah yang telah diterbitkan oleh Emiten sebelum ditetapkannya peraturan ini.

4. Saham Reksa Dana Syari'ah
5. Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif Reksa Dana Syari'ah.
6. Efek Beragun Aset Syari'ah.
7. Efek berupa saham, termasuk Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) Syari'ah dan Waran Syari'ah, yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang tidak menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syari'ah, sepanjang Emiten atau Perusahaan publik tersebut:
 - a. Tidak melakukan kegiatan usaha sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b Peraturan Nomor IX.A.13.
 - b. Memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
 - a) Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total asset tidak lebih dari 45%.
 - b) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (revenue) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%
8. Efek syari'ah yang memenuhi prinsip-prinsip syari'ah di pasar modal syari'ah diterbitkan oleh lembaga internasional dimana pemerintah Indonesia menjadi salah satu anggotanya dan
9. Efek syari'ah lainnya.¹³

¹³Pengertian Daftar Efek Syari'a (on-line)",
http://www.bapepam.go.id/syaria/daftar_efek_syaria/index.html, akses 9 mei 2016

4. Teori Struktur Modal

Keputusan struktur modal dalam perusahaan merupakan hal yang penting. Pentingnya struktur modal ini karena adanya pilihan kebutuhan antara memaksimalkan *return* (meminimalkan biaya modal) dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Struktur modal perusahaan adalah kombinasi dari saham-saham yang berbeda (saham biasa dan saham preferen) atau bauran seluruh sumber pendanaan jangka panjang (ekuitas dan hutang) yang digunakan perusahaan.¹⁴

Struktur modal merupakan pendanaan ekuitas dan hutang pada suatu perusahaan yang sering dihitung berdasarkan besaran relatif berbagai sumber pendanaan, stabilitas keuangan perusahaan dan resiko gagal melunasi hutang bergantung pada sumber pendanaan serta jenis dan jumlah berbagai aset yang dimiliki perusahaan.¹⁵

Teori struktur modal berkenaan dengan bagaimana modal dialokasikan dalam aktivitas investasi aktiva riil perusahaan, dengan cara menentukan struktur modal antara modal utang dan modal sendiri.¹⁶

Menurut Joel G. Siegel dan Jae K. Shim *Capital structure* atau struktur modal adalah komposisi saham biasa, saham preferen, laba ditahan, dan hutang jangka panjang yang dipertahankan oleh kesatuan usaha dalam mendanai aktiva.¹⁷

¹⁴ David Sukardi Kodrat dan Cristian erdinata, *Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: Graa Ilmu, 2009), h.107

¹⁵ K.R. Subramanyam dan Jon J. Wild, *Analisis Laporan Keuangan*, (Jakarta: Salemba Empat, 2010), h.263

¹⁶ Armono, *Manajemen Keuangan*, (Bandung: Balai Aksara,). h.137

¹⁷ Irham Fahmi, *Analisis Laporan Keuangan*, (Bandung: Alfabeta, 2014), h. 179

Capital structure atau struktur modal merupakan proporsi atau perbandingan dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan, apakah dengan cara menggunakan utang, ekuitas atau dengan menerbitkan saham.¹⁸

Weston dan Copeland mengatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham.¹⁹

Sedangkan menurut Bambang Riyanto memberikan gambaran tentang pengertian struktur modal bahwa struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri.²⁰

Berdasarkan pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari hutang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholder's equity*) yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan.

Bagi sebuah perusahaan yang bersifat *profit oriented* keputusan pencarian sumber pendanaan dalam rangka memperkuat struktur modal menjadi keputusan penting yang harus dikaji dengan mendalam serta berbagai dampak pengaruh yang mungkin terjadi dimasa yang akan datang (*future effect*).²¹

¹⁸ Amad Rodoni dan Erni Ali, *Manajemen Keuangan Modern*, (Jakarta: Mitra Wacana Media, 2014), h. 129

¹⁹ Irham Fahmi, *Analisis Kinerja Keuangan*, Bandung: Alfabeta, 2012. h. 106

²⁰ Amad Rodoni dan Erni Ali, *Loc.Cit.* h. 129

²¹ Irham Fahmi *Op.Cit.* h. 109

Dan yang jadi permasalahan dari struktur modal adalah bagaimana agar perusahaan dengan cepat memadukan komposisi dana permanen yang digunakannya dengan mencari paduan dana yang dapat meminimumkan biaya modal perusahaan dan dapat memaksimalkan harga saham. Hal inilah yang menjadi tujuan akhir dari struktur modal, yakni membuat komposisi sumber pembiayaan yang paling optimal.²²

Dasar struktur modal berkaitan dengan sumber dana, baik itu sumber internal maupun eksternal secara teoritis didasarkan pada beberapa kerangka teori yaitu *trade off theory*, *agency theory*, *balance theory* dan *pecking order theory*.²³

a. *Trade-off theory*

Menurut Myers *Trade off theory* ialah, perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shield*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency cost*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan²⁴.

Trade off theory dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency cost*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang

²² Amad Rodoni dan Erni Ali *Loc. Cit.* h. 129

²³ Irham Fahmi, *Analisis Laporan Keuangan*, (Bandung: Alfabeta, 2014), h. 187

²⁴ David Sukardi Kodrat, *Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2009), h. 5

optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shield*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*cost of financial distress*).²⁵

Trade off theory mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Dalam kenyataannya jarang manajer yang berpikir demikian.

b. *Agency theory*

Teori ini dikemukakan oleh Micheal C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976, yang menyebutkan bahwa *agency cost* akan rendah di dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial (*managerial owner-ship*) yang tinggi, karena hal ini memungkinkan adanya penyatuan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai agen dan sekaligus sebagai principal. Hal yang sama juga bisa terjadi di perusahaan dimana terdapat pemegang saham dalam jumlah besar (*large block shareholders*) yang biasanya terdiri dari para pemegang saham institusi yang memiliki kemampuan tinggi untuk mengendalikan manajer.²⁶

²⁵ *Ibid*, h. 108

²⁶ Bambang Sugeng, *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Vol.14, No. 1, (Malang, Universitas Negeri Malang: 2009)*. h. 39

Menurut teori keagenan, konflik antara principal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara principal dan agen. Kehadiran kepemilikan saham oleh manajerial (*insider ownership*) dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang berpotensi timbul, karena dengan memiliki saham perusahaan diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya. Proses ini dinamakan dengan *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen dan modal perusahaan.

Dalam suatu perusahaan, konflik kepentingan antara principal dengan agen salah satunya dapat timbul karena adanya kelebihan aliran kas (*excess cash flow*). Kelebihan arus kas cenderung di investasikan dalam hal-hal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Ini menyebabkan perbedaan kepentingan karena pemegang saham lebih menyukai investasi yang beresiko tinggi yang juga menghasilkan *return* tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan resiko yang lebih rendah.

Adanya *large block shareholders* mengindikasikan tingkat dispersi dari pemegang saham oleh pihak luar perusahaan lebih kecil. Di dalam situasi demikian perusahaan tidak perlu membayar *dividend payout* yang tinggi untuk mengendalikan *agency cost*. Rasionalnya adalah bahwa dengan *managerial ownership* yang tinggi *agency problem* menjadi rendah antara manajer dengan pemegang saham, sedangkan dengan terdapatnya *large block shareholders* yang tinggi monitoring dapat dilakukan secara

lebih efektif oleh pemegang saham. manajemen merupakan agen dari pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Biaya yang ditimbulkan dari pengawasan yang dilakukan oleh manajemen disebut biaya agensi. Biaya agensi menurut Horne dan Wachowicz adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham.²⁷

c. *Balance theory*

Berdasarkan *Balance theory*, perusahaan mendasarkan pada struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan.²⁸

Balancing theories merupakan suatu kebijakan yang di tempuh oleh perusahaan untuk mencari dana tambahan dengan cara mencari pinjaman baik ke perbankan atau juga dengan menerbitkan obligasi. Obligasi (*bonds*). Adalah sebuah surat berharga (*commercial paper*) yang mencantumkan nilai nominal, tingkat suku bunga, dan jangka waktu dimana itu dikeluarkan baik oleh perusahaan ataupun *government* untuk kemudian dijual kepada publik.²⁹

²⁷ *Ibid*, h.41

²⁸ Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: YKPN, 2012), h. 275

²⁹ Irham Fahmi, *Op.Cit*, h. 187

Sehingga dapat disimpulkan bahwa menjual obligasi artinya berutang pada publik atau perusahaan melakukan penambahan *long term liabilitiesnya*. Maka penerapan *balancing theory* juga memungkinkan diterapkan oleh suatu pemerintahan adalah dengan cara melakukan pinjaman ke pihak asing seperti pemerintah Negara asing atau juga pada lembaga donator internasional seperti *word bank*, *international monetary fund*, *asian development bank*, dan lembaga lainnya.

d. *Packing order theory*

Teori berikutnya adalah teori *packing order*. Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961, sedangkan penamaan *packing order theory* dilakukan oleh Myers and Majluf pada tahun 1984 merumuskan teori struktur modal disebut sebagai *packing order theory* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hirarki sumber dana yang disukai. Secara ringkas teori ini mendasarkan diri atas informasi asimetrik (*asymetric information*), suatu istilah yang menunjukkan bahwa manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak dari pemodal karena merekalah yang mengambil keputusan-keputusan keuangan, yang menyusun berbagai rencana perusahaan dan sebagainya.³⁰

Packing order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan

³⁰ Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti *Op.Cit.* h. 276

hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Penggunaan dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan, yakni pertimbangan biaya emisi dimana biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Dan yang ke-dua yaitu, manajer khawatir penerbitan saham baru akan menurunkan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya ketidak samaan informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

Packing order theory sendiri merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh suatu perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara menjual aset yang dimilikinya. Seperti menjual gedung, tanah, peralatan yang dimilikinya dan aset-aset lainnya, termasuk dengan menerbitkan dan menjual saham di pasar modal dan dana yang bersal dari laba ditahan. Sumber dana yang berasal dari penjualan saham di pasar modal biasanya dilakukan oleh perusahaan yang ingin *go public*. Saat pertama sekali perusahaan *go public* dan menjual sahamnya di pasar perdana disebut dengan *Initial Public Offering (IPO)*. Ada banyak syarat yang harus dilalui oleh suatu perusahaan untuk *go public* seperti harus adanya penjamin emisi dan diaudit oleh auditor yang memiliki reputasi tinggi yang kemudian dinyatakan dari segi laporan keuangan layak untuk *go public*. Pada kebijakan *Packing order theory* artinya perusahaan

melakukan kebijakan dengan cara mengurangi kepemilikan aset yang dimilikinya karena dilakukan kebijakan penjualan.³¹

5. *Debt to equity ratio*

Debt to equity ratio adalah perbandingan antara hutang-hutang dengan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Menurut Sartono, *debt to equity ratio* merupakan rasio hutang terhadap modal, rasio ini mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang, dimana *debt to equity ratio* perusahaan menggambarkan, jika nilai rasio ini tinggi maka akan menunjukkan gejala yang kurang baik terhadap perusahaan, begitu juga sebaliknya jika nilai dari rasio ini rendah maka menggambarkan perusahaan tersebut dalam keadaan baik. Karena *debt to equity ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu semakin rendah nilai *debt to equity ratio* perusahaan akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal perusahaan, maka akan semakin besar jumlah kewajibannya dan peningkatan hutang pada gilirannya serta akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk *dividen* yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan dari pada pembagian *dividen*.

³¹ Irham Fahmi, *Op.Cit*, h.188-189

Untuk mengukur sejauh mana perusahaan dia biyai dengan hutang salah satunya dapat dilihat melalui *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dengan *total shareholder's equity* (total modal sendiri). Total *debt* merupakan total *liabilities* (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) sedangkan *shareholder's equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan.

Debt to equity ratio yaitu ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditur. Atau bagian dari tiap rupiah modal sendiri yang menjadi jaminan total hutang. DER yang aman < 50% semakin kecil nilai DER semakin baik bagi perusahaan.³²

Rumus *Debt to equity ratio*:

$$\text{debt to equity ratio} = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total shareholder 's}}$$

6. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

Salah satu fungsi manajer keuangan adalah memenuhi kebutuhan dana. Di dalam melakukan tugas tersebut manajer keuangan dihadapkan dengan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti terkadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*), tetapi juga terkadang perusahaan lebih baik jika menggunakan dana yang berasal dari modal sendiri (*equity*). Oleh karena itu manajer keuangan di dalam operasinya perlu berusaha untuk memenuhi suatu sasaran tertentu mengenai perimbangan antara besarnya

³² Najmudin, *Manajemen Keuangan Dan Aktualisasi Syari'ah Modern*, (yogyakarta: C.V Andi Offset, 2011), h. 87

hutang dan jumlah modal sendiri yang tercermin dalam struktur modal perusahaan.

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). *Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang), sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). Dalam menentukan perimbangan antara besarnya hutang dan jumlah modal sendiri yang tercermin pada struktur modal perusahaan, maka perlu memperhitungkan adanya berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal, faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal itu sendiri yakni sebagai berikut.³³

a. Operating Leverage

Operating leverage atau *leverage* operasi adalah penggunaan aktiva atau operasi perusahaan yang disertai dengan biaya tetap. *Leverage* operasi yang menguntungkan ialah, jika pendapatan setelah dikurangi biaya variable (*Contribution to Fixed cost*) lebih besar dari biaya tetapnya. Oleh sebab itu *operating leverage* adalah seberapa jauh perubahan tertentu dari volume

³³Asih Suko, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti Yang Go-Public Di Bursa Efek Jakarta Untuk Periode Tahun 1994 – 2004*, (Semarang: UNDIP, 2006), h. 26

penjualan berpengaruh terhadap laba operasi bersih. Dalam suatu perusahaan tingkat *operating leverage* pada suatu tingkat hasil akan ditunjukkan oleh perubahan dalam volume penjualan yang mengakibatkan adanya perubahan yang tidak proporsional dalam laba atau rugi operasi.³⁴

b. Likuiditas

Likuiditas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan didalam membayar hutang jangka pendek yang telah jatuh tempo. Perusahaan yang dapat segera mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah yang besar. Bambang Riyanto menyatakan bahwa kebutuhan dana untuk aktiva lancar pada prinsipnya dibiayai dengan kredit jangka pendek. Sehingga semakin likuid suatu perusahaan, maka semakin tinggi dan semakin mudah dalam memperoleh pendanaan hutangnya. Hal tersebut dikarenakan kepercayaan dari para kreditur terhadap perusahaan cukup tinggi, sehingga memudahkan kreditur dalam mengalirkan dananya untuk perusahaan tersebut. Namun menurut teori *pecking order*, perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi maka akan cenderung tidak menggunakan pendanaan melalui hutang karena perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu untuk membiayai investasinya.³⁵

³⁴Ali Kesuma, *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan Vol.11, No. 1, (Kalimantan Tengah: universitas Darwan Ali Sampit, 2009)*, h. 4

³⁵Asih Suko, *Op.Cit*, h. 27

c. Struktur Aktiva

Struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Brigham and Gapenski menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Teori tersebut juga konsisten dengan Lukas Setia Atmaja yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aktiva yang dapat digunakan sebagai agunan hutang cenderung menggunakan hutang yang relatif besar. Menurut Bambang Riyanto kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedangkan hutang sifatnya sebagai pelengkap.³⁶

d. Pertumbuhan Perusahaan

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang bertumbuh secara lambat. Ozkan juga menemukan bahwa jumlah utang yang dikeluarkan oleh perusahaan berbanding terbalik dengan pertumbuhan. Hasil penelitian tersebut juga konsisten dengan hasil penelitian oleh Bhaduri

³⁶ Asih Suko, *Op.Cit*, h. 28

serta Brailsford, bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

e. Profitabilitas

Brigham and Houston mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Fenomena ini didukung oleh hasil penelitian Titman dan Wessels yang menggunakan *debt ratio* untuk menggambarkan struktur modal, bahwa ada hubungan negatif antara *profitability* dengan *debt ratio*. Penelitian di atas didukung pula oleh penelitian dari Mutamimah terhadap perusahaan-perusahaan non finansial yang *go public* di pasar modal Indonesia untuk tahun 1999 dan 2000, yang menunjukkan bahwa profitabilitas mempengaruhi struktur modal perusahaan.³⁷

7. Investasi Dalam Perspektif Islam

Islam sebagai *din* yang komprehensif (*syumul*) dalam ajaran dan norma mengatur seluruh aktivitas manusia segala bidang. Investasi sebagai salah satu bagian dari aktivitas perekonomian tidak dapat mengabaikan aspek *postulat*, konsep, serta diskursus yang menjadi *background* dalam

³⁷ Friska Firnanti, *Jurnal Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*, (Jakarta: STIE Trisakti, 2011), h. 123

pembentukan suatu pengetahuan yang memiliki multidimensi yang mendasar dan mendalam.

Investasi merupakan salah satu ajaran konsep islam yang memenuhi proses *tadrij (gradasi)* dan *trichotomy* (instrumental, intelektual dan spiritual) pengetahuan tersebut. Hal tersebut dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syari'ah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslimin.³⁸ Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Qur'an, Firman Allah dalam surat Al-Hasyr ayat 18:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ
 اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ

Artinya: "Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah Setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan"³⁹.

Lafadz "*waltandzur....lighodan*" di tafsirkan dengan "Dan Intropeksi dirilah kalian setiap harinya dari amal-amal yang telah kalian perbuat (invest) untuk diri kalian dan amal shaleh (*after here investment*) yang ingin dikerjakan untuk bekal kalian menuju hari kiamat untuk keselamatan diri di hadapan Allah SWT"⁴⁰. *Walatandzur* adalah *fi'il amr* (kata perintah) yang

³⁸ Nurul huda, Mustafa E.N, *Investasi pada pasar modal syari'ah* (Jakarta: Kencana, 2008), h. 18.

³⁹ Ladjnan Pantashih Mushaf, Al Qur'an (Bandung: CV. Timbul, 1979). h.283

⁴⁰ Basyir musthofa rembang. Al Ibridz: Lima 'rifatia Tafsiril Qur'anil aziz. 1959. Kudus: menara kudas. h. 2038

memiliki arti supaya berinstropeksi diri. Berinstropeksi diri disini, Allah memerintahkan untuk memperhatikan amal saleh yang telah diperbuat untuk bekal esok hari (hari kiamat).

Dalam Surat Lukman ayat 34 secara tegas Allah SWT menyatakan bahwa tiada seorang pun di alam semesta ini yang dapat mengetahui apa yang akan diperbuat, diusahakan serta kejadian apa yang akan terjadi pada hari esok. Sehingga dengan ajaran tersebut seluruh manusia diperintahkan untuk melakukan investasi sebagai bekal dunia dan akhirat.

Allah Berfirman dalam surat Lukman ayat 34:

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنَزِّلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي
نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ
خَيْرٌ

Atinya : “Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana Dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal.”⁴¹

Dalam kitab *Zubdatu Tafsir* karya Al Asyqar lafadz *Ma’a Dzaa Taksibu Ghadan* ditafsirkan dengan “dari usaha untuk bekal akhirat ataupun usaha untuk bekal akhirat.”⁴²

Dalam berinvestasi, kita patut melandaskan prinsip-prinsip moral yang diajarkan Nabi Muhammad SAW, yakni 1) *Shiddiq* (berkata benar), artinya

⁴¹ Ladjanan Pantashih Musnaf. *Op.cit* . h. 658

⁴² Nurul Huda, Mustafa E.N, *Op.Cit*. h. 19

investasi diukur pada asset yang kondisi dan asal muasalnya disampaikan secara benar, demikian pula proses pengelolaannya dan pembagian hasilnya. 2) *Amanah* (dapat dipercaya). Artinya, investasi dikembangkan oleh orang-orang yang mampu mengemban amanah. 3) *Tabligh* (menyampaikan), dapat diartikan sebagai transparansi atau *good governance*. Dalam investasi, pihak-pihak yang berkepentingan harus saling terbuka dan tidak menyembunyikan informasi. Dan 4) *fathonah* (cerdas/pandai). Dengan pengetahuan investasi yang baik dan kecerdasan mengelola asset investasi yang tinggi, potensi resiko yang dapat mengakibatkan kerugian akan dapat diminimalisasi⁴³.

B. Tinjauan Pustaka

Beberapa karya ilmiah yang berhasil penulis jumpai berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, sehingga beberapa poin dari penelitian sebelumnya dapat dijadikan dasar dalam penelitian ini diantaranya adalah:

Seftianne dan Ratih Handayani melakukan penelitian yang berjudul, “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur”. Variabel independen yang digunakan adalah profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, resiko bisnis, *growth opportunity*, dan struktur aktiva. Hasil penelitian menemukan bahwa profitabilitas, likuiditas, resiko bisnis, dan struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap

⁴³ Wiku Suryomurti, *Super Cerdas Investasi Syari'ah* (Jakarta: Qultum Media, 2011), h.43

struktur modal, sedangkan variabel ukuran perusahaan dan *growth opportunity* memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Ali Kesuma melakukan penelitian tentang “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan *Real Estate* Untuk Periode 2003-2006”. Hasil penelitiannya adalah variabel pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap struktur modal. Rasio hutang mempunyai pengaruh yang signifikan dan searah dengan struktur modal. Pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap terhadap harga saham. Struktur aktiva mempunyai pengaruh negatif atau berlawanan arah dengan harga saham dan tidak signifikan dengan besarnya pengaruh langsung struktur aktiva dengan harga saham. Profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan serta searah dengan harga saham. Rasio hutang mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap harga saham. Struktur modal mempunyai pengaruh tidak signifikan dan searah dengan harga saham.

Masdar Mas’ud melakukan penelitian yang berjudul “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan”. Penelitian menggunakan variabel, *profitability*, *growth opportunity*, *asset structure*, nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. *Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. *Asset structure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur

modal. Nilai perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Titman and Wessel menganalisis delapan faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan, yaitu asset yang dijadikan jaminan (*collateral value of assets*), penghasilan pajak selain hutang (*non-debt tax shield*), pertumbuhan (*growth*), jenis industri (*industry classification*) dan keuntungan (*profitability*). Hasil penelitian ini adalah asset yang dijadikan jaminan (*collateral value of assets*), penghematan pajak selain hutang (*non-debt tax shield*) pertumbuhan (*growth*) terbukti tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan faktor-faktor yang lain terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian terdahulu yang telah dilakukan dapat diringkas seperti yang terdapat dalam tabel 2.1

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Judul/Peneliti (tahun)	Variabel	Model analisis	Hasil penelitian
1	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur / Seftianne dan Ratih Handayani (2011)	Profitabilitas, Tingkat Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Resiko bisnis, <i>Growth opportunity</i> , dan Struktur aktiva	Regresi Berganda	Profitabilitas, Likuiditas, Resiko bisnis, Struktur aktiva tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal, sedangkan

				variabel ukuran perusahaan dan <i>growth opportunity</i> memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
2	Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan <i>Real Estate</i> yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2008 / Ali Kesuma (2009)	Pertumbuhan penjualan, Struktur Aktiva, Profitabilitas, Rasio hutang, Struktur modal, Harga saham	SEM (<i>Structural Equation Modelling</i>)	Pertumbuhan penjualan, profitabilitas, dan rasio hutang berpengaruh terhadap struktur modal.
3	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan / Masdar Mas'ud (2008)	<i>Profitability, growth opportunity, asset structure, nilai perusahaan</i>	SEM (<i>Structural Equation Modelling</i>)	<i>Profitability</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, <i>growth opportunity</i> berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal, <i>asset structure</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, nilai perusahaan berpengaruh positif

				signifikan terhadap struktur modal
4	<i>The Determinant of capital structure choice</i> / Titman and Wessel (1988)	<i>Collateral value, non debt tax shield, growth, profitabilitas dan industry classification.</i>	Regresi Berganda	Profitabilitas, <i>industry classification</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

C. Kerangka Pemikiran

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan bermacam-macam. Dalam penelitian ini faktor yang digunakan adalah Struktur Aktiva dan Profitabilitas.

Struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aset yang dimiliki perusahaan dan yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Brigham and Gapenski, menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang dari pada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Sehingga, struktur aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.⁴⁴

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu dihasilkan perusahaan dalam menjalankan operasinya. Brigham and Houston, mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan

⁴⁴ Raden David Febriminanto, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Untuk Periode Tahun 2001 – 2010*, (Jakarta: UI, 2012), h. 24

menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Sehingga, profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.⁴⁵

Variabel penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel dependen yang berupa struktur modal yang diprosikan dengan *debt to equity ratio* (DER). Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini yaitu struktur aktiva dan profitabilitas.

Untuk mempermudah pemahaman kita tentang konsep penelitian ini dan juga berdasarkan teori yang telah diuraikan sebelumnya serta hasil dari penelitian terdahulu, Sehingga kerangka penelitian ini dapat digambarkan seperti pada gambar berikut:

1. Pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal

Struktur aktiva adalah kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan memberikan manfaat di masa yang akan datang.⁴⁶

Perusahaan yang memiliki asset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar hal ini karena dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil, besarnya aset tetap dapat digunakan sebagai jaminan perusahaan.

⁴⁵ *Ibid*, h. 25

⁴⁶ Dheni Anggraini Kusuma Dewi, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di BEI Periode 2009-2012*, (Semarang: UNDIP, 2014), h. 50

Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset yang diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang akan semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Masdar Mas'ud (2008) yang menyatakan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Dimana semakin besar struktur aktiva yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar juga peluang perusahaan menggunakan hutang. Maka hipotesis dalam penelitian ini adalah, struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal.

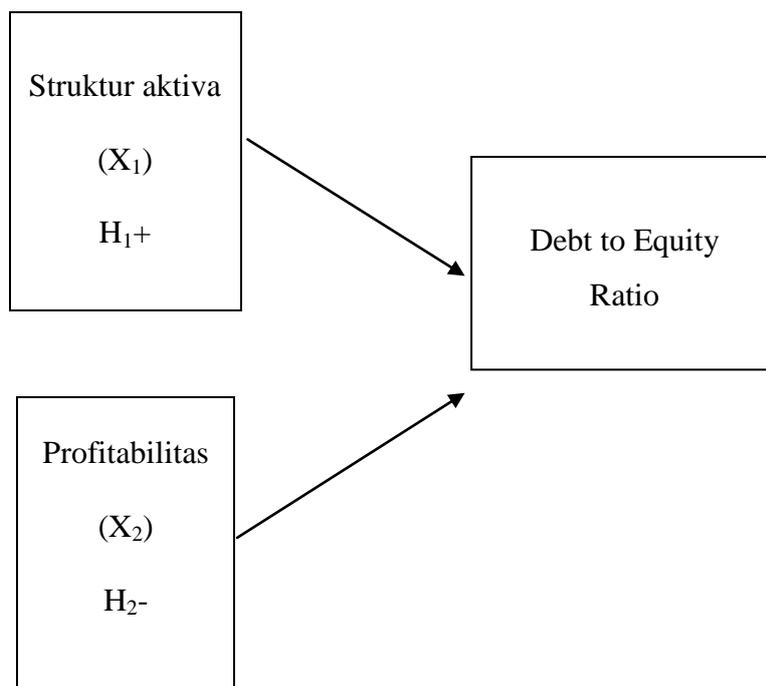
2. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri.

Pada umumnya perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan tinggi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan mereka untuk memperoleh sebagian besar pendanaan dari laba ditahan. Dalam hal ini perusahaan akan cenderung memilih laba ditahan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Sehingga dapat disimpulkan, semakin tinggi ROA, maka semakin kecil proporsi utang dalam struktur modal perusahaan.

Menurut Myers, *packing order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi mempunyai dana internal yang tinggi yang dapat digunakan untuk aktivitas operasi perusahaan tersebut, sehingga hutangnya rendah. Maka hipotesis dalam penelitian ini adalah, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.



D. Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap tujuan penelitian yang diturunkan dari kerangka pemikiran yang telah dibuat. Hipotesis merupakan pernyataan tentatif tentang hubungan antara dua variabel atau lebih.⁴⁷

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini merupakan pernyataan singkat yang disimpulkan dari tinjauan pustaka dan merupakan uraian sementara dari permasalahan yang perlu diujikan kembali. Suatu hipotesis akan diterima jika hasil analisis data empiris membuktikan bahwa hipotesis tersebut benar, begitu pula sebaliknya.

Hipotesis pada penelitian ini adalah:

H_0 = Tidak terdapat pengaruh antara struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal

H_a = Terdapat pengaruh antara struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal.

⁴⁷ V. wiratna sujarweni, *Metodologi Penelitian Ekonomi Dan Bisnis*, (Yogyakarta: pustaka baru press, 2015). h. 68.