

## BAB 2

### LANDASAN TEORI

Dasar teori yang digunakan dalam penelitian ini mencakup teori-teori tentang struktur modal perusahaan yang pada pembahasannya dilakukan beberapa *adjustment* agar teori-toei tersebut *applicable* terhadap kondisi struktur modal bank. Penyesuaian ini dilakukan karena terbatasnya literatur yang membahas tentang struktur modal bank. Sehingga untuk menganalisa struktur modal bank digunakanlah *Classic Capital Structure Theory* yang telah disesuaikan dengan *the nature of bank*. Beberapa teori yang terkait dengan penelitian ini antara lain teori struktur modal dan teori tentang bank.

#### 2.1 Struktur Modal

Berdasarkan definisi yang dikutip dari buku karangan W.L. Megginson (1997), struktur modal merupakan komposisi atau gabungan dari utang (*debt*) dan sekuritas (*equity*) yang nantinya akan menentukan struktur keuangan jangka panjang suatu perusahaan. Penentuan struktur modal yang optimal nantinya dapat menghasilkan keputusan *financing* perusahaan dengan *financing cost* yang paling rendah. Selain itu, dampaknya bagi para investor adalah nantinya mereka dapat dengan yakin menginvestasikan dananya pada *financial market*, sebab dijamin investasi yang mereka lakukan akan menghasilkan imbal hasil yang maksimum dengan risiko yang minimum. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan tempat mereka berinvestasi telah menerapkan *financing decision* yang optimal sehingga dapat meningkatkan nilai dari perusahaan. Sedangkan dari sisi *public policy-makers*, dalam hal ini pemerintah di negara tempat bernaungnya suatu perusahaan, juga dapat menerapkan aturan-aturan serta kebijakan pajak yang dapat memaksimalkan *aggregate output* negara sehingga dapat memberikan dampak atau risiko atas stabilitas perekonomian negara yang paling minimum.

Banyak studi yang telah dilakukan terkait dengan struktur modal perusahaan. Kebanyakan dari studi-studi tersebut berusaha untuk mengetahui apakah struktur modal dapat mempengaruhi nilai dari perusahaan dan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Salah satu studi

yang terkemuka terkait dengan *capital structure* ini adalah studi yang dilakukan oleh Modigliani dan Merton Miller pada tahun 1958. Seiring dengan semakin banyaknya studi yang dilakukan atas struktur modal perusahaan, muncul berbagai teori yang mendasari struktur modal suatu perusahaan. Dua *mainstream* besar dalam teori struktur modal adalah *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Kedua teori ini memiliki perbedaan pandangan tentang dampak dari faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan. Pembahasan lebih rinci tentang kedua teori ini akan dijabarkan pada sub bab dari bab ini.

### 2.1.1 Modigliani-Miller Model

Seperti yang telah dibahas sebelumnya, salah satu studi struktur modal yang terkemuka adalah studi yang dilakukan oleh Modigliani dan Merton Miller pada tahun 1958. Artikel yang mereka buat berusaha untuk memberikan definisi operasional atas biaya modal dan teori investasi yang dapat direalisasikan dan tepat.

Sebelum membahas lebih jauh tentang model struktur modal yang ditemukan oleh Modigliani dan Miller, terlebih dahulu harus mengetahui asumsi-asumsi yang mendasarinya :

- Seluruh aset fisik merupakan kemilikan perusahaan
- Pasar modal bersifat *frictionless*, yang artinya tidak ada pajak atas perusahaan atau pun *personal tax*, dan tidak terdapat *bankruptcy cost*.
- Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua jenis sekuritas, yakni *risky equity* dan *risk-free debt*
- Individu atau pun perusahaan dapat melakukan *borrow* dan *lend* pada tingkat bunga bebas risiko (*risk-free interest rate*)
- Investor memiliki *homogeneous expectation* atas arus profit perusahaan
- Tidak terdapat *growth*, sehingga arus aliran kas setiap tahunnya memiliki besaran yang sama
- Seluruh perusahaan dapat diklasifikasikan kedalam *equivalent return class* (*return* dari sekuritas semua perusahaan dalam kelas

tersebut proporsional dan berkorelasi sempurna terhadap perusahaan lain dalam kelas tersebut).

### 2.1.1.1 Modigliani-Miller Model Proposition I

Sebelum membahas tentang model Proposisi I ini, haruslah kita ketahui asumsi-asumsi yang mendasari model ini. M&M mengasumsikan terdapat perusahaan  $j$  yang berada di kelas  $c$ . Dimana perusahaan ini diekspektasikan untuk menghasilkan Net Operating Income (NOI) setiap periodenya, secara rata-rata, sebesar  $\text{NOI}_j$ . Nilai pasar dari utang perusahaan adalah sebesar  $D_j$ , dan nilai pasar dari ekuitas perusahaan adalah sebesar  $S_j$ . Dengan demikian *total value* dari perusahaan ( $V_j$ ) sama dengan penjumlahan dari *market value of debt dan equity* perusahaan  $j$ . Berdasarkan asumsi tersebut maka model Proposisi I dari M&M model adalah sebagai berikut :

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{\text{NOI}}{\rho_k} \quad (2.1)$$

$V_j$  = *total firm's value*

$S_j$  = *market value of firm's equity*

$D_j$  = *market value of firm's debt*

NOI = *net operating income*

$\rho_k$  = *required rate of return for a firm in risk class*

Proposisi I Modigliani & Miller menyatakan bahwa “*The market value of any firms is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate appropriate to its class*”. Dengan kata lain, nilai perusahaan ditentukan dengan mengkapitalisasi pendapatan bersih operasional (EBIT) pada suatu tingkat pengembalian atau *rate* yang konstan.

Tingkat pengembalian atau *rate* ( $\rho_k$ ) yang digunakan harus sesuai dengan tingkat risiko perusahaan, dimana nilai perusahaan bersifat independen terhadap tingkat *leverage* yang digunakan perusahaan tersebut. Seperti yang telah diungkapkan sebelumnya, bahwa Proposisi I M&M menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kapitalisasi Net Operating Income dan *rate* yang digunakan dalam kapitalisasi tersebut. Dengan kata lain tingkat *leverage* yang digunakan perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Modigliani & Miller membuktikan proposisinya dengan menggunakan argumentasi arbitrase. Arbitrase merupakan suatu proses pembelian barang di suatu pasar yang harganya lebih murah, kemudian menjual kembali barang tersebut di pasar lain dimana barang serupa dijual dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan pasar sebelumnya (W.L. Megginson, 1997). Arbitrase menawarkan keuntungan yang tidak terbatas. Dalam pembuktiannya, M&M mendemonstrasikan bahwa kesempatan arbitrase dapat terjadi apabila *market value* kombinasi *debt* dan *equity* dari *levered firm* berbeda dengan perusahaan yang identik namun bersifat *unlevered*. Dan apabila arbitrase ini terjadi, maka nantinya akan berdampak pada munculnya *disequilibrium*. Oleh karena itu, untuk mencegah arbitrase terjadi, *market value* kombinasi *debt* dan *equity* perusahaan *levered* dengan perusahaan yang *unlevered* haruslah sama. Proposisi I M&M ini juga mengasumsikan berlakunya *Law of One Price* yang nantinya dapat mendukung proposisi ini menjadi relevan.

#### 2.1.1.2 Modigliani-Miller Model Proposition II

Proposisi II M&M menyatakan bahwa “*the expected yield of a share of stock is equal to the appropriate capitalization rate,  $\rho_k$ , for pure equity stream in the class, plus a premium related to financial risk equal to the debt to equity ratio times the spread between  $\rho_k$  and  $r$* ”. Model yang dikemukakan pada proposisi II ini adalah sebagai berikut :

$$k_j = \rho_k + [(\rho_k - r) D_j] / S_j \quad (2.2)$$

$k_j$  = *expected return*

$\rho_k$  = *required rate of return for a firm in risk class*

$r$  = *interest rate of debt*

$D_j$  = *market value of firm's debt*

$S_j$  = *market value of firm's equity*

Dengan kata lain, proposisi II M&M ingin menyatakan bahwa *cost of capital* dari perusahaan yang *levered* adalah sama dengan tingkat pengembalian perusahaan yang *unlevered* pada tingkat kelas risiko yang sama, ditambah dengan

suatu premium yang besarnya tergantung pada rasio *debt to equity* dan selisih antara *cost of equity* dan *debt*. Berdasarkan pernyataan tersebut dapat kita ketahui bahwa *expected return* atas ekuitas perusahaan yang *levered* merupakan fungsi linier dari rasio *debt to equity* perusahaan tersebut.

Dari kedua proposisi yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller ini, dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh *net operating income* perusahaan tersebut yang dihasilkan dari penggunaan seluruh asset perusahaan. Dan dengan demikian nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal atau kombinasi utang dan ekuitas perusahaan. Dengan kata lain, nilai dari perusahaan bergantung pada aktivitas operasional dan investasinya, bukan pada aktivitas pendanaannya.

### 2.1.2 *The Trade-Off Theory*

Berdasarkan yang telah diuraikan sebelumnya pada sub bab tentang M&M model, bahwa struktur modal suatu bank tidak relevan terhadap nilai dari perusahaannya. Sehingga struktur modal yang diterapkan oleh perusahaan bersifat random dan ditentukan tanpa perlu mempertimbangkan apa pun dampaknya terhadap perusahaan, sebab struktur modal irrelevant terhadap nilai perusahaan. Namun dalam kenyataannya, perusahaan-perusahaan tidak memilih struktur modalnya secara sembarangan atau tanpa pertimbangan apa pun. Hal tersebutlah yang melatarbelakangi munculnya teori-teori lain tentang struktur modal. Dengan melakukan pengembangan terhadap model M&M, maka para akademisi dan praktisi berhasil mengembangkan beberapa teori baru tentang struktur modal. Teori ini disebut sebagai *Agency Cost/Tax Shield Trade-Off Model*. Dimana seperti yang diungkapkan pada bukunya, W.L. Megginson (1997), dalam model ini, terdapat beberapa hal baru yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan, yaitu :

- *Corporate Income Tax;*
- *Personal Taxes on Investment Income (divident, capital gains, and interest);*
- *Deadweight Cost of Banruptcy and Financial Distress;*

- *Agency Problems (between managers, stockholders, and bondholders);*
- *Contracting Cost;*
- *Asset Characteristics, earnings volatility, and firm's investment opportunity set;*
- *Ownership Structure and Corporate Control*

### 2.1.2.1 Capital Structure with Corporate Income Tax

Dengan adanya pajak atas pendapatan perusahaan, maka perusahaan yang menggunakan utang dalam struktur modalnya akan memperoleh tax benefit (*tax shield*), sedangkan perusahaan yang sama sekali tidak menggunakan utang (*unlevered*) tidak dapat memperoleh tax benefit tersebut. Dengan mengembangkan model M&M, maka nilai dari perusahaan yang menggunakan utang ( $V_L$ ) dapat dihitung dengan persamaan :

$$V_L = V_U + PV \text{ Tax Shield} = V_U + \tau_c D \quad (2.3)$$

, dimana

$$V_U = NI / \rho \quad (2.4)$$

$V_L$  = Nilai perusahaan yang menggunakan utang

$V_U$  = Nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang

$\tau_c$  = Tax rate

$D$  = Outstanding Debt perusahaan

NI = Net Income Perusahaan

$\rho$  = Required rate of return for a firm in risk class

### 2.1.2.2 Capital Structure with Corporate and Personal Income Tax

Pada pembahasan sub bab berikut, kita akan melihat bagaimana dampak adanya *personal income tax* terhadap struktur modal perusahaan. Menurut Miller (1977), struktur modal perusahaan selain dipengaruhi oleh pajak atas pendapatan

perusahaan (*corporate income tax*) juga dipengaruhi oleh pajak pendapatan perseorangan (*personal income tax*) atas kegiatan investasi. Kemudian Miller mengembangkan sebuah model yang dapat menunjukkan keuntungan atas penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dengan adanya *corporate income tax* dan *personal income tax*. Model tersebut adalah sebagai berikut :

$$G_L = \left[ 1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_{ps})}{(1 - \tau_{pd})} \right] D_L \quad (2.5)$$

$G_L$  = gain from using leverage

$D_L$  = market value of firm's outstanding debt

$\tau_c$  = tax rate on corporate profits

$\tau_{ps}$  = personal tax rate on income from stock (capital gain and dividend)

$\tau_{pd}$  = personal tax rate on income from debt (interest income)

Model ini merupakan pengembangan dari *M&M irrelevant model* dimana pada model tersebut terdapat asumsi bahwa tidak ada pajak di dunia ini. Apabila hasil dari perhitungan dengan model di atas adalah positif, maka hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan dapat memperoleh keuntungan dengan adanya penggunaan utang dalam struktur modalnya. Sedangkan apabila hasilnya negatif, maka hal tersebut menunjukkan bahwa penggunaan utang oleh perusahaan justru menjadikan perusahaan mengalami kerugian.

### 2.1.2.3 Cost of Bankruptcy and Financial Distress

Para ahli keuangan telah menyadari bahwa dengan besarnya biaya kebangkrutan dan tingginya tekanan keuangan yang dialami oleh perusahaan, maka penggunaan utang dalam struktur modal akan semakin tidak menguntungkan.

*Bankruptcy* adalah suatu proses hukum yang meliputi aktivitas pengorganisasian kembali *financial claims* perusahaan dan pentrasferan kepemilikan perusahaan (W.L. Megginson, 1997). Kebangkrutan merupakan hasil dari *economic failure* dan bukan penyebab *economic failure*. Tanda awal suatu

perusahaan yang terindikasi bangkrut yaitu nilai perusahaan yang terus menurun dan adanya pengurangan tenaga kerja dalam jumlah besar.

Biaya kebangkrutan (*cost of bankruptcy*) dan tekanan keuangan (*financial distress*) akan mempengaruhi penggunaan utang oleh perusahaan apabila :

- Tekanan keuangan menyebabkan tingkat permintaan atas produk perusahaan menurun atau *cost of production* meningkat
- Kebangkrutan menjadikan perusahaan memikul beban *deadweight costs* yang lebih besar
- Dengan adanya tekanan keuangan yang dialami perusahaan, membuat manajer perusahaan bertindak tidak rasional dengan mengambil keputusan operasi dan keuangan yang justru menurunkan nilai dari perusahaan

Terdapat beberapa hal yang mempengaruhi terjadinya *financial distress* dalam suatu perusahaan, diantaranya adalah karakteristik aset perusahaan dan masalah substitusi aset perusahaan. Karakteristik aset perusahaan ternyata berpengaruh terhadap tekanan keuangan yang dialami oleh perusahaan. Perusahaan yang sebagian besar asetnya berbentuk *tangible asset*, seperti perusahaan konstruksi dan perusahaan penerbangan memiliki kekhawatiran mengalami tekanan keuangan yang lebih kecil. Sebaliknya, perusahaan yang sebagian besar asetnya berbentuk *intangible asset*, seperti distributor makanan dan perusahaan jasa, akan memiliki risiko terkena tekanan keuangan yang lebih besar.

Selain itu, masalah substitusi aset juga seringkali berpengaruh terhadap terjadinya tekanan keuangan dalam suatu perusahaan. Adanya kesempatan untuk memilih antar dua proyek dengan karakteristik yang berbeda, memungkinkan keputusan yang dibuat oleh manajer perusahaan memicu terjadinya masalah keagenan dalam perusahaan. Manajer perusahaan dihadapkan pada pilihan investasi pada dua proyek dimana satu proyek memberikan risiko yang lebih rendah dari proyek lainnya namun sebagai konsekuensinya *return* dari proyek ini pun juga rendah. Sedangkan proyek yang satunya lagi, memiliki karakteristik risiko yang lebih tinggi namun tentunya dengan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi pula. Keputusan akhir dari manajer perusahaan terkait dengan pemilihan

proyek ini nantinya dapat menimbulkan *agency problem*, dimana dari segi *bondholder*, manajer perusahaan akan didorong untuk memilih proyek dengan risiko yang rendah sehingga nantinya apabila proyek ini gagal, kerugian yang ditimbulkan tidak terlalu besar dan perusahaan masih dapat memenuhi kewajibannya terhadap para pemegang obligasi perusahaan. Sedangkan dari segi *shareholders*, manajer perusahaan akan didorong untuk memilih proyek yang menawarkan return yang lebih tinggi sehingga apabila proyek ini berhasil maka pemegang saham akan memperoleh return yang lebih tinggi pula. Sedangkan apabila proyek ini gagal, maka shareholder tidak akan mengalami kerugian apa pun. Dengan kondisi di atas, maka pertentangan yang terjadi antara pemegang obligasi dan pemegang saham perusahaan akan memicu terjadinya masalah keagenan.

Berdasarkan bukti empiris yang ada dari studi-studi yang telah dilakukan, diketahui bahwa kebangkrutan dapat menyebabkan turunnya tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan (Betker, 1995).

#### **2.1.2.4 Biaya Keagenan dan Struktur Modal Perusahaan**

Teori *Agency Cost* dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Masalah keagenan (*agency cost*) ini timbul karena adanya perkembangan perusahaan yang awalnya hanya berbentuk perusahaan perseorangan menjadi perusahaan perseroan dimana kepemilikan dan pengelolaan perusahaan terpisah. Masalah keagenan ini sendiri muncul antara pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan atau dapat juga disebut sebagai *stakeholders*. Berdasarkan yang dikutip dari artikel Usahawan karya Chynthia A. Utama (2002), Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan terdapat 3 bentuk masalah keagenan, yaitu :

- Masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham  
Masalah keagenan jenis ini timbul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer selaku pengelola perusahaan dengan pemegang saham selaku pemilik perusahaan. Douglas dan Finnerty (1997) menyebutkan beberapa contoh masalah keagenan yang timbul antara manajer dengan pemegang saham, yaitu *employee perquisites* (tindakan manajer yang dapat mempengaruhi

keuntungan pribadi dan merugikan pemegang saham); dan *employee effort* (manajer dan pegawai yang kinerjanya tidak maksimal).

- Masalah keagenan antara pemegang saham (*outside equity*) dengan kreditur (*outside debt*)

Untuk mengatasi masalah keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham, maka digunakanlah utang. Mekanisme ini lebih dikenal dengan *bonding mechanism*. Sebab dengan adanya utang, maka perusahaan harus menyediakan arus kas guna membayar bunga pinjaman secara reguler sehingga mau tidak mau manajer perusahaan akan lebih maksimal dalam melakukan tugasnya (*control hypothesis*).

Dampak dari penggunaan utang ini adalah munculnya satu agen baru yang juga berkepentingan dengan perusahaan, yakni kreditur. Dan keberadaan kreditur ini juga dapat menimbulkan masalah keagenan dengan para pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) masalah antara kedua agen ini dapat muncul karena :

1. pada saat utang perusahaan meningkat jumlahnya, maka risiko bisnis dan risiko operasi kreditur ikut meningkat. Namun belum tentu uang yang diperoleh dari kreditur tersebut dipergunakan bukan untuk investasi pada proyek atau aset yang memiliki NPV positif melainkan untuk membiayai pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Dengan demikian kepentingan antara kreditur dan pemegang saham saling bertolak belakang.
2. manajer dan pemegang saham berusaha untuk meyakinkan kreditur untuk memberikan pinjaman dengan tingkat bunga yang rendah guna membiayai investasi yang aman. Namun setelah mereka memperoleh pinjaman tersebut, mereka justru menggunakannya untuk berinvestasi pada proyek yang risikonya cukup tinggi. Hal ini menyebabkan kreditur dihadapkan pada risiko *default* yang cukup tinggi dari

perusahaan tersebut. Maka muncullah *agency problem* antar pihak-pihak tersebut.

- Masalah keagenan antara perusahaan dengan konsumen  
Masalah keagenan yang mungkin muncul antara perusahaan dan konsumen yaitu terkait dengan garansi atau layanan purna jual yang diberikan perusahaan kepada konsumen. Masalah dapat timbul pada saat konsumen tidak yakin bahwa perusahaan dapat menjalankan kewajibannya dengan baik di masa yang akan datang. Selain itu, masalah keagenan juga dapat muncul ketika konsumen melakukan tindakan yang dapat merugikan perusahaan seperti halnya menggandakan dan menjual produk perusahaan tanpa seizin perusahaan yang bersangkutan. Kedua contoh di atas menunjukkan kondisi yang dapat memicu terjadinya masalah keagenan antara perusahaan dan konsumen.

### 2.1.3 *Pecking Order Hypothesis*

Teori berikutnya yang membahas tentang struktur modal perusahaan adalah *Pecking Order Hypothesis*. Seperti yang tertera pada buku Megginson, *Corporate Finance Theory*, teori ini dikemukakan oleh Stewart Myers pada tahun 1984. Teori ini memiliki beberapa asumsi yang mendasarinya, yaitu :

- Kebijakan dividen perusahaan bersifat kaku
- Perusahaan lebih memilih alternatif pendanaan secara internal dari pada pendanaan secara eksternal
- Jika perusahaan harus memilih pendanaan secara eksternal, maka pertama-tama perusahaan akan memilih alternatif pendanaan dengan menggunakan sekuritas yang paling aman
- Jika perusahaan harus melakukan kegiatan pendanaan yang lebih banyak menggunakan sumber pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih pendanaan dengan urutan : utang yang sangat aman; utang yang berisiko; *convertible securities*; *preferred stock*; dan *common stock* sebagai pilihan yang terakhir

Berbeda dengan *Trade-Off Theory* dimana fokus utamanya adalah pada prinsip dasar valuasi pasar modal, *Pecking Order Hypothesis* ini lebih fokus pada motivasi manajer perusahaan. Model ini didasari dengan adanya kenyataan di dunia nyata dimana *asymmetric information* sering kali terjadi. Myers dan Majluf (1984) kemudian membuat dua asumsi penting terkait dengan perilaku manajer perusahaan. Kedua asumsi tersebut adalah :

- Manajer perusahaan memiliki pengetahuan atau informasi yang lebih banyak mengenai *current earnings* dan kesempatan investasi perusahaan dibandingkan dengan investor luar
- Manajer perusahaan bertindak sesuai dengan *best interest* dari *firm's existing shareholders*.

Lebih lanjut, Myers dan Majluf menyatakan bahwa, sesuai dengan *Pecking Order Theory*, perusahaan lebih cenderung untuk membuat *financial slack* yang nantinya akan dipergunakan untuk mendanai investasi pada proyek yang NPV-nya positif. *Financial slack* yang tertera di atas merupakan sejumlah kas dan *marketable securities* yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan *financial slack* yang banyak, tidak akan meng-*issue* utang atau ekuitas yang berisiko guna membiayai proyek atau investasinya.

Selain itu, Myers dan Majluf juga menjelaskan tentang reaksi pasar sekuritas terhadap *leverage increasing* dan *leverage decreasing event* atau dengan kata lain terhadap berita tentang perubahan struktur modal perusahaan. Menurut teori ini, berita tentang adanya penerbitan saham baru oleh suatu perusahaan dianggap sebagai kabar buruk atau *bad news*. Begitu pula sebaliknya peningkatan terhadap jumlah debt perusahaan dianggap sebagai kabar baik atau *good news* oleh para investor. Hal ini dapat terjadi karena investor meyakini dengan adanya peningkatan jumlah utang perusahaan maka hal tersebut merupakan salah satu cara manajer perusahaan menginformasikan bahwa perusahaan tersebut sedang berada dalam kondisi yang baik. Implikasinya adalah dengan adanya keputusan untuk meningkatkan jumlah utang perusahaan, menandakan bahwa manajer perusahaan telah merasa yakin akan prospek *earnings* perusahaan di masa yang akan datang sehingga tidak perlu khawatir dengan pembayaran utang dan

bunganya. Karena itulah adanya pengumuman peningkatan jumlah utang perusahaan dianggap sebagai kabar baik oleh para investor.

#### 2.1.4 Signaling Theory

Selain kedua *mainstream* besar yang menjelaskan tentang struktur modal perusahaan, terdapat teori lain yang juga menjelaskan struktur modal perusahaan dari sudut pandang yang berbeda dari kedua teori sebelumnya. Teori tersebut adalah *Signaling Theory*. Teori ini dikembangkan oleh Ross (1979), dimana ia berusaha untuk mengeksplorasi struktur modal perusahaan dengan menjadikan adanya *asymmetric information* sebagai landasan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Menurut Roll (1979) dan John (1987), *asymmetric information* terjadi ketika manajer selaku pihak *intern* perusahaan memiliki informasi yang lebih lengkap tentang kondisi perusahaan dibandingkan para pemegang saham yang merupakan pihak eksternal perusahaan dan tidak terlibat langsung dalam pengelolaan perusahaan. Sehingga implikasinya adalah bahwa investor tidak dapat membedakan antara perusahaan yang berkinerja baik dengan perusahaan yang kinerjanya buruk, sebab dengan adanya informasi yang asimetris maka setiap manajer dapat saja mengaku-ngaku bahwa perusahaannya bagus, toh investor tidak tahu kondisi yang sebenarnya dari perusahaan.

Seperti yang telah dikatakan sebelumnya, model ini didasarkan pada adanya masalah informasi yang asimetris. Dengan adanya masalah tersebut, para eksekutif dari perusahaan yang bagus, dimana mereka memiliki *inside information* tentang prospek dan kondisi perusahaan, cenderung untuk memberikan sinyal yang positif kepada investor luar tentang keunggulan perusahaannya itu, salah satu bentuk sinyal positif tersebut adalah dengan membagikan dividen kepada para pemegang saham. Pada akhirnya, kemampuan mengirim sinyal positif inilah yang akan menjadi pedoman bagi investor untuk membedakan antara perusahaan yang kinerjanya bagus dengan perusahaan yang kinerjanya buruk. Hal ini dikarenakan, untuk melakukan sinyal positif tersebut perusahaan harus menyediakan dana yang cukup besar karena akan menelan biaya yang tidak sedikit.

Namun dalam praktiknya, teori ini jarang digunakan untuk menjelaskan struktur modal perusahaan sebab teori ini merupakan prediktor yang lemah dari perilaku yang sebenarnya pada dunia nyata.

### **2.1.5 Karakteristik Perusahaan**

Berdasarkan bukti dari hasil studi empiris atas proxy-proxy yang terkait dengan struktur modal perusahaan, karakteristik perusahaan merupakan proxy yang tepat guna menginterpretasikan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Seperti yang telah diungkapkan sebelumnya pada bagian pendahuluan, bahwa dalam penelitian ini variabel-variabel yang digunakan dalam model meliputi profitabilitas (*profitability*), tingkat pertumbuhan (*growth*), tingkat pajak (*tax rate*), struktur aset (*asset structure*), tingkat risiko (*risk*), dan ukuran (*size*). Variabel-variabel tersebut merupakan variabel yang menunjukkan karakteristik perusahaan.

#### **2.1.5.1 Profitabilitas**

Kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor penentu yang cukup penting atas struktur modal perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ooi (1999), menurut *trade-off theory*, perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak dalam struktur modalnya. Alasannya adalah adanya *tax burden* yang tinggi terhadap perusahaan sehingga dengan adanya *interest tax shield* dari penggunaan utang, berarti penggunaan utang yang lebih banyak akan meningkatkan benefit tersebut. Selain itu perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki risiko bangkrut yang lebih rendah.

Sedangkan hal sebaliknya justru diungkapkan oleh *pecking order theory*. Menurut teori ini hubungan yang terjadi antara profitabilitas dan utang perusahaan adalah hubungan yang negatif. Hal ini didasarkan dengan argumentasi bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi tentunya memiliki akumulasi sumber dana internal yang lebih besar sehingga ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana eksternal menjadi lebih rendah. Dengan kata lain, penggunaan utang pada struktur modal perusahaan semakin sedikit. Pendapat dari teori ini juga

didukung oleh penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya. Beberapa peneliti yang juga menyimpulkan hal yang sama adalah Myers (1984); Titman dan Wessels (1988); serta Barton *et.al.* (1989). Namun kebanyakan dari studi-studi yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara profitabilitas dan utang perusahaan.

### **2.1.5.2 Tingkat Pertumbuhan**

Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan yang sedang tumbuh atau berkembang memiliki kebutuhan dana internal yang lebih besar. Konsekuensinya adalah bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung untuk menggunakan dana eksternal guna membiayai proyek-proyek barunya. Namun pilihan dana eksternal itu memiliki urutan, yaitu dimulai dari pilihan yang paling aman baru kemudian pilihan yang berisiko tinggi. Myers (1977) menemukan bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung untuk menggunakan utang dalam struktur modalnya. Dengan demikian, menurut *pecking order theory*, hubungan yang terjadi antara tingkat pertumbuhan dengan utang perusahaan adalah hubungan yang positif.

Namun berdasarkan hasil studi yang dilakukan oleh Auerbach (1985), hubungan yang terjadi antara pertumbuhan dengan utang perusahaan adalah kebalikan dari yang diungkap oleh *pecking order theory*. Menurutnya, utang berhubungan negatif dengan pertumbuhan perusahaan sebab pengurangan pajak yang timbul akibat adanya pembayaran bunga tidak begitu berarti bagi perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan yang cukup pesat.

### **2.1.5.3 Tingkat Pajak**

Banyak ahli keuangan yang telah melakukan riset tentang hubungan pajak dengan keputusan pendanaan perusahaan. Namun ternyata banyak juga dari mereka yang memiliki pendapat yang berbeda-beda tentang hubungan pajak dengan struktur modal perusahaan. Auerbach (1985) dan Mackie Mason (1990) menyimpulkan bahwa perusahaan dengan *high tax shield* cenderung untuk tidak memilih alternatif pendanaan dengan menggunakan utang. Hal ini dikarenakan, tingginya tingkat pajak yang dikenakan kepada perusahaan mengakibatkan

menurunnya *effective marginal tax rate* atas pembayaran bunga yang ada. Pendapat lain yang muncul terkait dengan dampak pajak terhadap penggunaan utang oleh perusahaan adalah seperti yang dikemukakan oleh Graham (1996). Ia berpendapat bahwa tingkat pajak memang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan, namun besarnya pengaruh itu sangatlah kecil bahkan hampir tidak signifikan. Argumen lain yang hampir sama juga disampaikan oleh Ashton (1991), ia berpendapat bahwa segala keuntungan yang perusahaan peroleh dengan adanya pengurangan pajak akibat penggunaan utang, sebenarnya sangatlah kecil. Bahkan ia juga berpendapat bahwa hubungan antara penggunaan utang dengan tingkat pajak perusahaan sangatlah lemah.

#### **2.1.5.4 Struktur Aset**

Struktur aset merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi keputusan pendanaan pada perusahaan. Menurut studi yang telah dilakukan oleh Myers (1977), diketahui bahwa utang berhubungan positif dengan struktur aset perusahaan. Alasannya adalah perusahaan yang sebagian besar asetnya berupa *tangible asset*, cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak sebab *tangible asset* yang mereka miliki dapat dijadikan sebagai jaminan kepada kreditur untuk memperoleh utang. Hal yang sebaliknya terjadi pada perusahaan dengan sebagian besar asetnya berbentuk *intangible asset*.

Lebih spesifiknya lagi, berdasarkan studi-studi yang telah dilakukan oleh ahli-ahli keuangan seperti Feri dan Jones (1979), Marsh (1982), Long dan Matlitz (1985), dan yang terakhir Allen (1995), berhasil mengungkap bukti empiris bahwa terdapat hubungan yang positif antara penggunaan utang dengan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan tersebut.

#### **2.1.5.5 Risiko**

Setiap perusahaan pastilah menghadapi risiko operasi. Risiko operasi ini nantinya akan berpengaruh terhadap aliran kas perusahaan. Semakin tinggi volatilitas *earnings* yang dihasilkan perusahaan, maka semakin besar risiko perusahaan untuk mengalami gagal bayar atas utang-utangnya serta semakin besar peluang untuk terjadinya kebangkrutan. Berdasarkan bukti empiris, perusahaan

yang memiliki risiko operasi yang tinggi akan memperoleh insentif untuk menggunakan utang yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan yang *earnings*-nya lebih stabil. Dengan demikian dapat pula dikatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara risiko dengan utang perusahaan (Ooi, 1999; Titman dan Wessels, 1988).

#### 2.1.5.6 Ukuran

Ukuran perusahaan sangat menentukan keputusan struktur permodalan suatu perusahaan. Menurut *trade-off theory*, perusahaan yang besar memiliki risiko kebangkrutan yang lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini membuat perusahaan besar memiliki kemudahan dalam memperoleh pinjaman atau utang. Dengan demikian perusahaan besar akan menggunakan utang yang lebih banyak dalam struktur modalnya dibandingkan perusahaan kecil. Atau dengan kata lain, menurut teori ini terdapat hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dengan utangnya.

Lain halnya dengan *trade-off theory*, *pecking order theory* justru menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara ukuran perusahaan dengan utang yang digunakannya. Alasannya adalah perusahaan kecil memiliki akses yang terbatas terhadap *equity capital market*. Sehingga untuk memperoleh dana, perusahaan bergantung pada pinjaman atau utang. Karena itulah, menurut teori ini, perusahaan kecil cenderung menggunakan utang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan besar.

## 2.2 Bank

Bank merupakan salah satu lembaga keuangan yang paling penting dalam sistem keuangan suatu negara. Menurut Peter S. Rose (2000), sistem keuangan didefinisikan sebagai kumpulan institusi, pasar, ketentuan perundangan, peraturan-peraturan, dan teknik-teknik di mana surat-surat berharga diperdagangkan, tingkat bunga ditetapkan, dan jasa-jasa keuangan (*financial service*) dihasilkan serta ditawarkan ke seluruh bagian dunia. Berdasarkan definisi tersebut kita dapat mengetahui bahwa sistem keuangan merupakan suatu alat yang sangat penting dalam kehidupan masyarakat modern saat ini.

Tugas utama dari sistem keuangan ini adalah untuk memindahkan dana dari penabung kepada peminjam yang membutuhkan dana untuk membeli barang-barang dan jasa-jasa serta melakukan investasi dalam bentuk peralatan-peralatan baru sehingga perekonomian dapat tumbuh dan pada akhirnya akan meningkatkan standar kehidupan masyarakat (Dahlan Siamat, 2005).

Dengan adanya tugas penting ini, maka dalam sistem keuangan diperlukan adanya suatu lembaga yang merealisasikan hal tersebut. Lembaga itu dinamakan lembaga keuangan. Menurut definisinya, lembaga keuangan ialah badan usaha yang kekayaannya terutama berbentuk aset keuangan (*financial asset*) atau tagihan (*claims*) dibandingkan dengan aset non keuangan (*non financial asset*). Menurut klasifikasinya, lembaga keuangan dapat dibagi menjadi dua jenis, yaitu :

- Lembaga keuangan depository, seperti : bank
- Lembaga keuangan non depository, seperti : *contractual institutions; investment institutions; dan finance companies.*

### **2.2.1 Definisi dan Fungsi Bank**

Berikut merupakan definisi bank menurut UU No.10 tahun 1998 tentang Perbankan :

1. *Bank adalah badan usaha yang menghimpun dana dari masyarakat dalam bentuk simpanan, dan menyalurkannya pada masyarakat dalam bentuk kredit dan atau bentuk-bentuk lainnya, dalam rangka meningkatkan taraf hidup orang banyak.*
2. *Bank umum adalah bank yang melaksanakan kegiatan usaha secara konvensional dan atau berdasarkan prinsip syariah yang dalam kegiatannya memberikan jasa dalam lalu lintas pembayaran.*
3. *Bank Perkreditan Rakyat adalah bank yang melaksanakan kegiatan usaha secara konvensional atau berdasarkan prinsip syariah yang dalam kegiatannya tidak memberikan jasa dalam lalu lintas pembayaran.*

Definisi di atas berusaha untuk menekankan bahwa usaha utama bank ialah untuk menghimpun dana dalam bentuk simpanan yang merupakan sumber dana bank. Dan yang lebih penting lagi, dari segi penyaluran dana, hendaknya bank tidak semata-mata memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya bagi pemilik namun lebih diarahkan pada peningkatan taraf hidup masyarakat.

Karena pada penelitian ini kita akan menggunakan sampel berupa bank umum konvensional maka penting untuk mengetahui fungsi pokok dari bank umum :

- Menyediakan mekanisme dan alat pembayaran yang lebih efisien dalam kegiatan ekonomi;
- Menciptakan uang;
- Menghimpun dan menyalurkannya kepada masyarakat;
- Menawarkan jasa-jasa keuangan lainnya.

### **2.2.2 Sasaran & Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Manajemen Bank Umum**

Tentunya dalam melakukan kegiatan operasional, manajemen bank memiliki sasaran-sasaran yang hendak dicapai. Berdasarkan jangka waktunya, sasaran manajemen bank terbagi menjadi dua, yaitu :

- Sasaran jangka pendek, yakni meliputi pemenuhan likuiditas, menyediakan jasa-jasa lalu lintas pembayaran, serta penanaman dana dalam bentuk surat-surat berharga jangka pendek atau instrumen pasar uang.
- Sasaran jangka panjang, yakni tentang bagaimana bank memperoleh keuntungan dari kegiatan bank untuk meningkatkan nilai perusahaan dan memaksimalkan kekayaan pemilik bank. Namun dalam usaha pencapaian sasaran jangka panjang ini, bank tidak boleh mengorbankan sasaran jangka pendek dan mengabaikan praktik atau prinsip perbankan yang sehat.

Dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, bank dipengaruhi oleh beberapa faktor. Faktor-faktor ini selanjutnya akan mempengaruhi pola manajemen bank.

- Faktor internal  
Faktor internal merupakan faktor-faktor yang bersumber dari dalam bank dan biasanya terkait dengan pengambilan kebijakan dan strategi operasional bank. Contohnya : struktur organisasi bank, *corporate culture*, filosofi dan gaya manajemen, strategi segmentasi pasar dan jaringan kantor bank, serta ketersediaan SDM dan penggunaan teknologi.
- Faktor eksternal  
Faktor eksternal merupakan faktor yang mempengaruhi manajemen bank yang meliputi faktor di luar kendali bank. Contohnya : kebijakan moneter, tingkat inflasi, volatilitas tingkat bunga, sekuritisasi, *treasury management*, globalisasi, dan persaingan antar bank maupun lembaga keuangan.

### 2.2.3 Neraca Bank

Neraca atau *Balance Sheet* merupakan daftar yang memuat mengenai kekayaan (*asset*), kewajiban, dan modal bank. Berikut merupakan persamaan sederhana dalam akuntansi terkait dengan neraca suatu perusahaan :

$$\text{Total Aset} = \text{Kewajiban} + \text{Modal} \quad (2.6)$$

Neraca bank berbeda dengan neraca perusahaan non keuangan lainnya. Neraca bank menggambarkan sumber-sumber dana dan penggunaan dana bank. Bank mendapatkan dana dengan cara menerima simpanan giro, tabungan, dan deposito berjangka, yang kemudian dana yang telah diperoleh tersebut dialokasikan dalam bentuk pemberian pinjaman atau pembelian surat-surat berharga. Dengan demikian, sumber pendapatan bank ialah dari bunga kredit dan surat-surat berharga. Untuk memperoleh keuntungan maka tingkat bunga kredit harus lebih tinggi dari biaya yang dibayarkan kepada pemilik dana. Karena usahanya yang berbeda inilah maka neraca bank menjadi berbeda dari perusahaan pada umumnya. Aset bank lebih didominasi oleh kredit-kredit yang bank tersebut salurkan. Sedangkan dana-dana masyarakat seperti giro, tabungan, dan deposito berjangka lebih mendominasi sisi pasiva dari neraca bank.

### 2.2.4 Permodalan Bank

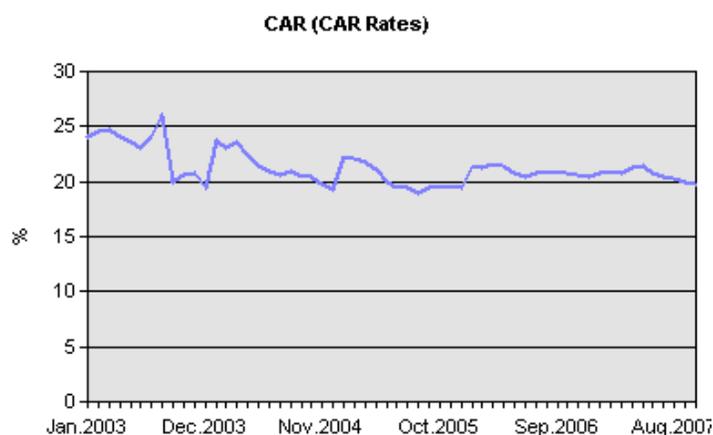
Dengan uniknya item-item pada laporan keuangan bank, maka permodalan bank menjadi hal yang tidak biasa. Penggunaan modal bank bertujuan untuk memenuhi segala kebutuhan guna menunjang kegiatan operasi bank. Jumlah modal bank dianggap tidak mencukupi apabila jumlah modal yang tersedia tidak dapat memenuhi seluruh biaya-biaya yang dibutuhkan pada kegiatan operasi bank.

Pada kenyataannya, penetapan jumlah wajar kebutuhan modal suatu bank merupakan hal yang rumit. Hal ini dikarenakan adanya faktor-faktor eksternal di luar kendali bank yang juga turut mempengaruhi pengelolaan bank.

Salah satu faktor eksternal tersebut ialah kebijakan moneter. Seperti yang kita ketahui, Bank Indonesia sebagai otoritas moneter di Indonesia, memiliki wewenang khusus untuk menetapkan ketentuan mengenai Kewajiban Penyediaan Modal Minimum atau *Capital Adequacy Ratio (CAR)* yang harus dipertahankan oleh setiap bank. Berikut merupakan grafik yang menunjukkan pergerakan *CAR* selama tahun 2003 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan grafik tersebut kita dapat mengetahui bahwa *CAR Rates* terus bergerak selama periode penelitian hingga mencapai level 20% pada agustus 2007.

**Gambar 2-1**



Source : Bank Indonesia

Berikut merupakan beberapa fungsi modal bank :

- Memberikan perlindungan kepada nasabah
- Mencegah terjadinya kejatuhan bank
- Memenuhi kebutuhan kantor dan inventaris
- Memenuhi ketentuan permodalan minimum
- Meningkatkan kepercayaan masyarakat
- Menutupi kerugian aktiva produktif bank
- Sebagai indikator kekayaan bank
- Meningkatkan efisiensi operasional bank

### 2.3 Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Mohammed Amidu (2007), diketahui bahwa ternyata struktur modal bank juga dipengaruhi oleh karakteristik-karakteristik dari bank itu sendiri. Penelitian tersebut dilakukan guna mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi penentuan struktur modal suatu bank. Dimana biasanya dalam penelitian-penelitian di bidang keuangan, perusahaan-perusahaan finansial tidak diikutsertakan dalam sampel. Karena masih sangat minimnya penelitian terkait dengan struktur modal bank, maka Mohammed Amidu membuat suatu penelitian tentang determinasi atas struktur modal bank-bank yang ada di negara Ghana.

Dalam penelitian tersebut terdapat enam variabel independen yang dihipotesiskan memiliki hubungan dengan variabel *leverage*. Dari keenam variabel independen yang digunakan, ternyata 5 diantaranya signifikan mempengaruhi struktur modal bank di Ghana. Kelima variabel karakteristik perusahaan tersebut meliputi variabel profitabilitas (*profitability*), pertumbuhan (*growth*), pajak perusahaan (*corporate tax*), struktur aset (*asset structure*), dan ukuran perusahaan (*size*). Signifikansi dari kelima variabel ini sesuai dengan teori manajemen keuangan yang membahas tentang struktur modal perusahaan, diantaranya *Static Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Sedangkan faktor yang terbukti tidak mempengaruhi struktur modal bank di Ghana adalah faktor risiko (*risk*).