BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Tingkat Pengembalian Ekuitas

2.1.1.1 Pengertian Tingkat Pengembalian Ekuitas

Tingkat pengembalian ekuitas merupakan salah satu rasio profitabilitas. Menurut Eduardus Tandelilin (2010:372), ROE menggambarkan sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham.

> *Return on equity* merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (*income*) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen) atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. Secara umum tentu saja semakin tinggi *return* atau penghasilan yang diperoleh semakin baik kedudukan pemilik perusahaan (Lukman Syamsuddin, 2011:64).

Kemudian menurut Ross et al (2015:73), pengertian tingkat pengembalian ekuitas adalah:

> Imbal hasil atas ekuitas (*return on equity*) adalah suatu ukuran mengenai bagaimana pemegang saham dibayar pada tahun yang bersangkutan karena memberikan manfaat bagi pemegang saham adalah tujuan perusahaan. ROE dalam pemahaman akuntansi, ukuran kinerja hasil akhir yang sebenarnya.

Dari penjelasan diatas dapat dinyatakan bahwa ROE merupakan rasio yang penting untuk pemegang saham perusahaan juga perusahaan. Pemegang saham perusahaan dapat melihat bagaimana kemampuan manajemen suatu perusahaan dalam mengelola ekuitasnya melalui ROE. Sementara itu, perusahaan dapat melihat kondisi kinerja

perusahaan dan menentukan strategi manajemen perusahaan selanjutnya untuk terus menunjukkan prospek yang baik sebagai tujuan perusahaan.

Menurut Lukman Syamsuddin (2011:65), *Return on equity* dapat dihitung dengan formula:

$$ROE = \frac{Laba\ bersih\ setelah\ pajak}{Modal} \times 100\%$$

2.1.1.2 Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Pengembalian Ekuitas

Menurut Eduardus Tandelilin (2010:373), *Return On Equity* dipengaruhi oleh 3 (tiga) faktor, yaitu:

1. *Profit Margin* (Margin Laba Bersih)

   Besarnya keuntungan yang dinyatakan dalam persentase dan jumlah penjualan bersih. Profit margin ini mengukur tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan dihubungkan dengan penjualan.

2. *Turn Over* dari *Operating Assets* (Perputaran Total Aktiva)

   Jumlah aktiva yang digunakan dalam operasi perusahaan terhadap jumlah penjualan yang diperoleh selama periode.

3. Rasio Hutang/*Debt Ratio*

   Rasio yang memperlihatkan proporsi antara kewajiban yang dimiliki dan total kekayaan yang dimiliki.

Hal serupa juga diungkapkan oleh Ross et al (2015:79), disampaikan bahwa ROE dipengaruhi oleh tiga hal :

1. Efisiensi operasi (seperti diukur dengan *margin* laba)
2. Efisiensi penggunaan aset (seperti diukur dengan tingkat perputaran total aset)
3. *Financial Leverage* (seperti diukur dengan penggandaan ekuitas)

Menurut A.Ross et al (2015:79), kelemahan faktor-faktor tersebut adalah baik dalam efisiensi operasi maupun efisiensi penggunaan aset (atau keduanya) akan muncul dalam *return on assets* yang menurun, yang akan menghasilkan angka ROE yang lebih rendah.

Kemudian Ross et al (2015:79) mengungkapkan terlihat bahwa ROE dapat ditingkatkan dengan meningkatkan jumlah utang dalam perusahaan. Namun, perhatikan bahwa meningkatkan utang juga meningkatkan beban bunga yang menurunkan *margin* laba, yang akan menurunkan ROE. Dengan demikian, ROE dapat mengalami peningkatan atau penurunan. Hal yang lebih penting, penggunaan pendanaan utang memiliki sejumlah pengaruh lain, jumlah utang yang digunakan perusahaan diatur dengan kebijakan struktur modal perusahaan.

2.1.1.3 Permasalahan dengan Tingkat Pengembalian Ekuitas

Menurut Brigham dan Houston (2011:163), jika suatu perusahaan melakukan langkah untuk memperbaiki ROE-nya belum tentu kekayaan pemegang saham juga akan meningkat. Meskipun ROE digunakan secara luas serta adanya kenyataan bahwa ROE dan kekayaan pemegang saham sering kali memiliki korelasi yang tinggi, terdapat permasalahan serius yang timbul jika perusahaan hanya menggunakan ROE sebagai

ukuran kinerja satu-satunya. Berikut adalah permasalahan dengan tingkat pengembalian ekuitas yang diungkapkan Brigham dan Houston (2011:163).

1. ROE tidak mempertimbangkan risiko

Jika pemegang saham jelas-jelas memikirkan pengembalian, mereka juga memikirkan risikonya. Untuk mengilustrasikan pendapat ini, dicontohkan dua divisi di dalam satu perusahaan yaitu:

- Divisi S memiliki arus kas yang stabil dan ROE sebesar 15% yang dapat diramalkan
- Divisi R memiliki perkiraan ROE sebesar 16% tetapi arus kasnya cukup beresiko sehingga perkiraan ROE tersebut bisa jadi tidak berwujud.

Jika manajer sepenuhnya menerima kompensasi berdasarkan ROE, maka jika perkiraan ROE-nya ternyata tercapai, manajer Divisi R akan menerima bonus yang lebih tinggi dibandingkan manajer S, bahkan meskipun Divisi S ternyata menciptakan nilai yang lebih tinggi bagi pemegang saham karena risiko yang lebih rendah.

2. ROE tidak mempertimbangkan jumlah modal yang telah diinvestasikan

Sebagai contoh, misalnya satu perusahaan besar telah menginvestasikan $100 pada Proyek A, memiliki ROE sebesar 50%, dan menginvestasikan $1.000.000 pada Proyek B yang memiliki ROE 40%. Kedua proyek ini sama-sama berisiko dan pengembaliannya sama-sama jauh di atas biaya modal perusahaan yang diinvestasikan ke proyek-proyek tersebut.

Pada contoh ini, Proyek A memiliki ROE yang lebih tinggi. Namun karena nilainya begitu kecil, proyek tersebut hanya sedikit meningkatkan kekayaan pemegang saham. Di sisi lain, Proyek B memiliki ROE yang lebih rendah, tetapi memberikan nilai tambah bagi pemegang saham yang lebih besar.

3. ROE tidak bisa dijadikan satu-satunya ukuran kinerja

Asumsikan saat ini dilakukan pengelolaan sebuah divisi di satu perusahaan besar. Perusahaan tersebut menggunakan ROE sebagai satu-satunya ukuran kinerja, dan bonus perusahaan tersebut ditentukan oleh ROE. Mendekati akhir tahun, divisi perusahaan tersebut berhasil meraih ROE yang mengangumkan sebesar 45%. Timbullah peluang untuk berinvestasi pada suatu proyek besar berisiko rendah yang memiliki estimasi ROE sebesar 35%, angka ini jauh di atas biaya modal perusahaan.

Meskipun proyek ini menguntungkan, perusahaan mungkin enggan melakukan investasi ini karena akan menurunkan angka rata-rata ROE divisi perusahaan, yang mengakibatkan turunnya bonus akhir tahun yang diterima.

Menurut Brigham dan Houston (2011:166), contoh diatas menunjukan pengembalian suatu proyek pada nilai pemegang saham:

Nilai = f (ROE, Risiko, Ukuran)

ROE hanyalah satu dimensi dari persamaan nilai, karena tindakan yang meningkatkan ROE diharapkan akan mempengaruhi dua faktor yang lain. Seluruh keputusan manajemen dirancang untuk melakukan sesuatu di masa depan sehingga akan memengaruhi hasil di masa depan.

2.1.2 Rasio Harga Saham

2.1.2.1 Pengertian Rasio Harga Saham

> Menurut Husein Umar (2011:254), untuk perusahaan yang sudah *go public*, harga sahamnya dapat dijadikan salah satu indikator kinerja perusahaan. Rasio nilai pasar saham dapat digunakan untuk mengukur apakah nilai saham perusahaan yang beredar termasuk kategori *undervalued* atau *overvalued* juga moderat bila dibandingkan dengan harga pasarnya. Salah satu rasio nilai pasar saham adalah rasio *Price Earning Ratio*.

Rasio harga saham (*Price Earning* Ratio) termasuk dalam rasio penilaian pasar. Rasio penilaian adalah ukuran yang paling komprehensif untuk menilai hasil kerja perusahaan, karena rasio tersebut mencerminkan kombinasi pengaruh rasio-risiko dan rasio-hasil pengembalian (Agnes Sawir, 2003:20).

Rasio harga saham (*Price Earning* Ratio) merupakan rasio yang berkaitan dengan kegiatan investasi perusahaan. Investasi adalah suatu keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan yang didasarkan atas pertimbangan yang sejalan dengan sasaran jangka panjang dengan tujuan memaksimalkan nilai atau kekayaan perusahaan di masa mendatang.

Menurut Eduardus Tandelilin (2010:375), *Price Earning Ratio* adalah

> *Price Earning Ratio* mampu mengindikasikan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earning* perusahaan. Dengan kata lain, PER menunjukkan besarnya harga setiap satu rupiah *earning* perusahaan. Di samping itu, PER juga merupakan ukuran harga relatif dari sebuah saham perusahaan.

Kemudian menurut Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin (2011:156), PER menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan pasar menghasilkan laba.

Menurut Husein Umar (2011:254), Rasio PER dapat digunakan untuk menentukan apakah harga saham mahal dan mempunyai risiko rendah atau sebaliknya harga saham murah dan berisiko tinggi.

Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin (2011:156) mengungkapkan bahwa PER dihitung dalam satuan kali. Sebagai contoh, jika suatu saham memiliki PER sebesar 10 kali berarti pasar menghargai 10 kali atas kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Bagi investor, semakin kecil PER suatu saham, semakin bagus karena saham tersebut termasuk dalam kategori murah.

Menurut Agnes Sawir (2003:21), PER sesungguhnya merupakan evaluasi hubungan antara kapital suatu perusahaan terhadap laba. Dan ini berlaku bagi perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di bursa, sehingga untuk *primary issue* penggunaan PER sering mendapat kritikan dalam penentuan harga, dan kalaupun digunakan biasanya harus dihubungkan dengan PER dari perusahaan yang menjalankan bisnis serupa, PER dari perusahaan sejenis (industri), dan penaksiran prospek pertumbuhan laba perusahaan.

Karena rasio PE (*price earning ratio*) mengukur harga yang ingin dibayarkan oleh investor untuk setiap dolar (mata uang) yang diperoleh perusahaan, semakin tinggi PE sering kali berarti perusahaan memiliki prospek pertumbuhan di masa depan yang signifikan. Tentu saja, jika perusahaan tidak memiliki atau hampir tidak memiliki laba, PE-nya mungkin akan cukup besar; sehingga seperti biasanya, sikap berhati-hati diperlukan dalam menginterprestasi Rasio PE (Ross et al, 2015:74).

Menurut Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin (2011:156), *Price Earning Ratio* dapat dihitung dengan formula:

$$PER = \frac{Harga\ saham}{Earning\ Per\ Share}$$

2.1.2.2 Faktor yang Mempengaruhi Rasio Harga Saham

Menurut Eduardus Tandelilin (2010:321), rumus lainnya untuk menghitung PER suatu saham bisa juga diturunkan dari rumus yang dipakai dalam model diskonto dividen. Dalam hal ini, rumus PER dapat ditemukan dengan mengacu pada rumus:

$$\widehat{P_0} = \frac{D_1}{k - g}$$

Jika kita membagi sisi kiri dan sisi kanan persamaan tersebut dengan *earning* yang diperoleh perusahaan (E_1), maka akan diperoleh rumus PER sebagai berikut:

$$\widehat{P_0} = \frac{D_1/E_1}{k - g}$$

Dengan demikian, variabel-variabel yang mempengaruhi PER atau disebut juga sebagai faktor-faktor *multiplier earning* adalah sebagai berikut (Eduardus Tandelilin, 2010:322):

1. Rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*/DPR), yaitu D_1/E_1
2. Tingkat return yang disyaratkan investor dari saham bersangkutan (k)
3. Tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan dari saham tersebut (g)

2.1.3 Kebijakan Hutang

2.1.3.1 Pengertian Kebijakan Hutang

Untuk memenuhi kebutuhan dalam rangka melakukan kegiatan usaha, suatu perusahaan bisa menempuh beberapa cara, dan salah satunya ialah dengan aset pinjaman dari pihak lain atau biasa disebut dengan hutang yang memiliki keuntungan dan risiko tersendiri.

Kebijakan utang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal. Kebijakan utang ini dilakukan untuk menambah dana perusahaan yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Ketersediaan terhadap sumber dana maupun modal sangat mempengaruhi kelangsungan hidup maupun kesempatan berkembang perusahaan (Chafidz Affandi, 2015).

Pengukuran "*degree of indebtedness* (tingkat hutang perusahaan)" didasarkan pada data yang berasal dari neraca perusahaan dan *ratio* yang biasanya digunakan di dalam pengukuran adalah *the debt ratio, the debt equity ratio,* dan *the debt to total capitalization ratio* (Lukman Syamsuddin, 2011:54).

Menurut Kasmir (2010:156) menyatakan, *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang lancar dengan seluruh utang ekuitas.

Sedangkan menurut Sofyan Syafri Harahap (2009:303) menyatakan :

> Rasio ini menggambarkan sampai sejauh mana modal pemilik dapat menutupi utang-utang pihak luar. Semakin kecil rasio ini semakin baik. Rasio ini disebut juga rasio *leverage*. Untuk keamananan pihak luar rasio terbaik jika modal lebih besar dari jumlah utang atau minimal sama. Namun bagi pemegang saham atau manajemen rasio *leverage* ini sebaiknya besar.

Menurut Agnes Sawir (2003:13), Rasio ini menggambarkan perbandingan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Debt to Equity Ratio menurut Sofyan Syafri Harahap (2009:303), dapat dihitung dengan cara:

$$DER = \frac{total\ hutang}{modal\ (Equity)}$$

2.1.3.2 Jenis Biaya Modal

Menurut Lukman Syamsuddin (2011:207), perusahaan dapat memenuhi kebutuhan-kebutuhan modalnya dalam dua bentuk; modal jangka pendek dan modal jangka panjang. Sumber modal jangka pendek diantaranya adalah

- Utang-utang lancar yang terdiri dari utang dagang, utang surat-surat berharga (*notes payable*), *accrual* dan lain-lainnya

Accruals dan lain-lainnya pada umumnya merupakan sumber-sumber modal yang murah biayanya. Dari komponen utang lancar, hanya *notes payable* saja yang umumnya mempunyai biaya atau bunga yang dinyatakan secara jelas dan tegas. Utang dagang dan *accrual* merupakan sumber modal jangka pendek yang jauh lebih murah dibandingkan dengan *notes payable* karena kedua sumber modal tersebut biasanya tidak dikenakan beban bunga.

Sementara itu sumber modal jangka panjang diantaranya adalah

- Pinjaman jangka panjang dan modal sendiri

Modal jangka pendek lebih murah dibandingkan dengan modal jangka panjang. Apabila tingkat bunga pada masa-masa yang akan datang diperkirakan akan meningkat, maka para kreditur akan mengenakan beban bunga yang lebih tinggi lagi untuk pinjaman-pinjaman jangka panjang. Di samping hal tersebut di atas, tingginya tingkat bunga atas pinjaman jangka panjang dikaitkan dengan risiko pengembalian pinjaman pokok.

Semakin lama jangka waktu suatu pinjaman, semakin besar ketidakpastian untuk dapat dikembalikannya pinjaman pokok oleh pihak peminjam. Oleh karena itu sebagai kompensasi atas hal tersebut maka untuk pinjaman jangka panjang dikenakan biaya yang lebih tinggi daripada bunga pinjaman jangka pendek.

Menurut Agnes Sawir (2003:11), bila semua dana untuk membiayai aktiva berasal dari pemilik dalam bentuk saham biasa, perusahaan tidak terikat pada kewajiban tetap untuk membayar bunga atas utang yang diambul dalam rangka pendanaan perusahaan. Bunga adalah biaya tetap operasi tanpa memedulikan tingkat laba perusahaan. Jadi suatu perusahaan yang menggunakan utang akan lebih berisiko daripada perusahaan tanpa utang, karena selain mempunyai risiko bisnis, perusahaan yang menggunakan utang mempunyai risiko keuangan.

2.1.3.3 Teori Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2011:179) menyatakan bahwa teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller membuktikan dengan menggunakan sekumpulan asumsi bahwa nilai suatu

perusahaan seharusnya tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Berikut adalah daftar sebagian asumsi yang diambil:

1. Tidak ada biaya pialang
2. Tidak ada pajak
3. Tidak ada biaya kebangkrutan
4. Investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan
5. Seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang

- **Teori Pertukaran**

Brigham dan Houston (2011:183) menjelaskan salah satu teori struktur modal ialah Teori Pertukaran. Menurut keduanya, suatu perusahaan yang labanya relatif tidak stabil, jika semua hal lain dianggap sama, akan menghadapi peluang kebangkrutan yang lebih besar dan sebaiknya menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang lebih stabil. Begitu pula dengan perusahaan yang asetnya tidak likuid dan oleh sebab itu harus dijual pada harga yang "miring" juga sebaiknya membatasi penggunaan pendanaan utangnya.

Argumen tersebut kemudian mengembangkan suatu teori yang disebut "teori pertukaran *leverage* atau *Trade-off Theory"* yaitu teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan.

- **Teori Sinyal**

Modigliani dan Miller dalam Brigham dan Houston (2011:185) menjelaskan teori berikutnya dengan berkesimpulan bahwa suatu perusahaan dengan prospek yang sangat cerah lebih memilih untuk tidak melakukan pendanaan melalui penawaran saham baru, sementara perusahaan dengan prospek buruk memang menyukai pendanaan dengan ekuitas luar. Secara garis besar, pengumuman penawaran saham biasanya dianggap sebagai suatu sinyal (*signal*) bahwa prospek perusahaan kurang cerah menurut penilaian manajemennya.

Sehingga Teori Sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai prospek perusahaan tersebut.

- **Teori *Pecking Order***

Menurut Ross et al (2016:110), teori *pecking-order* adalah salah satu alternatif untuk teori statis, bagian penting dalam teori *pecking-order* yaitu perusahaan memilih menggunakan pendanaan dari dalam perusahaan (internal) jika memungkinkan.

Satu alasan sederhana, karena menjual efek (misalnya, obligasi atau saham) untuk menambah jumlah kas perusahaan bisa sangat mahal sehingga cukup beralasan jika perusahaan sedapat mungkin menghindarinya.

Jika sebuah perusahaan memiliki keuntungan yang besar, perusahaan tersebut mungkin tidak akan pernah membutuhkan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan

(eksternal); sehingga perusahaan tersebut mungkin akan memiliki sedikit utang atau tanpa utang sama sekali.

Jadi, perusahaan terlebih dahulu akan menggunakan pendanaan internal. Kemudian, perusahaan akan menerbitkan utang jika memang diperlukan. Ekuitas akan dijual hanya sebagai cara terakhir untuk memperoleh sumber pendanaan.

- ***Agency Theory***

Agency Theory dalam Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012), merupakan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal akan memunculkan adanya permasalahan antar kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai *agent* dari pemilik, manajemen seharusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena risiko yang kemungkinan akan diterima oleh manajemen, maka mereka dalam pengambilan keputusan juga mempertimbangkan kepentingannya. Perbedaan kepentingan ini akan memunculkan masalah-masalah keagenan (*agency problem*).

Masalah keagenan muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*) dan hubungan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi (pemberi kredit). Konflik terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri.

2.1.3.4 Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2011:42), perusahaan umumnya mempertimbangkan faktor-faktor berikut ketika membuat keputusan struktur modal:

1. Stabilitas penjualan

   Sebuah perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat dengan aman mengambil lebih banyak utang dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil. Perusahaan-perusahaan fasilitas umum, karena permintaan mereka yang stabil secara historis dapat menggunakan lebih banyak *leverage* keuangan daripada perusahaan-perusahaan industri.

2. Struktur aktiva

   Perusahaan yang aktivanya cocok sebagai jaminan atas pinjaman cenderung lebih banyak menggunakan utang. Aktiva untuk tujuan umum yang dapat digunakan oleh banyak bsnis dapat menjadi jaminan yang baik, dan sebaliknya pada aktiva untuk tujuan khusus. Jadi perusahaan *real estate* biasanya sangat terungkit, sedangkan perusahaan yang terlibat dalam riset teknologi tidak.

3. *Leverage* operasi.

   Jika hal-hal yang lain dianggap sama, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih sedikit memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menerapkan *leverage* keuangan karena perusahaan tersebut akan memiliki risiko bisnis yang lebih kecil.

4. Tingkat pertumbuhan

Jika hal-hal yang dianggap sama, perusahaan yang tumbuh dengan cepat harus lebih banyak mengandalkan diri pada modal eksternal. Lebih jauh, biaya emisi yang terkait dalam penjualan saham biasa melebihi biaya yang terjadi ketika menjual utang, yang selanjutnya mendorong perusahaan yang tumbuh pesat untuk lebih mengandalkan diri pada utang. Namun pada waktu yang sama, perusahaan ini sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar yang cenderung mengurangi keinginan mereka untuk menggunakan utang.

5. Profitabilitas

   Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi menggunakan utang yang relatif sedikit. Meskipun tidak terdapat pembenaran teoritis atas fakta tersebut, salah satu penjelasan praktis bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan memang sebenarnya tidak banyak membutuhkan pendanaan melalui utang. Tingkat pengembalian mereka yang tinggi memungkinkan mereka melakukan sebagian besar pendanaan secara internal.

6. Pajak

   Bunga adalah beban yang dapat menjadi pengurang pajak dan pengurang pajak adalah hal yang sangat berharga bagi perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Oleh karena itu, semakin tinggi tarif pajak sebuah perusahaan, semakin besar manfaat yang diperoleh dari utang.

7. Pengendalian

   Pertimbangan pengendalian dapat mengarah pada penggunaan dari utang maupun ekuitas karena jenis modal yang paling dapat melindungi manajemen akan

bervariasi dari situasi yang satu ke situasi yang lainnya. Kejadian apapun jika manajemen sama sekali tidak merasa aman, mereka akan mempertimbangkan situasi pengendalian.

8. Sikap manajemen

   Karena tidak ada yang dapat membuktikan bahwa satu struktur modal akan mengarah pada harga saham yang lebih tinggi daripada struktur modal yang lainnya, manajemen dapat menerapkan pertimbangan mereka sendiri atas struktur modal yang tepat. Beberapa manajemen cenderung lebih konservatif daripada yang lainnya, dan akibatnya menggunakan lebih sedikit utang daripada rata-rata perusahaan di dalam industri mereka, sedangkan manajemen yang agresif menggunakan lebih banyak utang di dalam pencarian mereka akan laba yang lebih tinggi.

9. Sikap pemberi pinjaman dan agen pemberi peringkat

   Dalam sebagian besar kasus yang terjadi, perusahaan akan mendiskusikan struktur modalnya dengan pemberi pinjaman dan agen peringkat dan memberikan bobot yang lebih besar dari saran mereka.

10. Kondisi pasar

    Perusahaan dengan peringkat rendah yang membutuhkan modal terpaksa harus berpaling ke bursa saham atau pasar utang jangka pendek tanpa memperhitungkan sasaran struktur modal mereka. Namun ketika kondisi itu mulai membaik, perusahaan tersebut akan menjual obligasi untuk menjadikan struktur modal kembali ke sasaran semula.

11. Kondisi internal perusahaan

    Sebagai contoh, jika suatu perusahaan meramalkan keuntungan yang lebih tinggi dalam waktu yang tidak berapa lama lagi dari program penelitian dan pengembangan yang sukses diselesaikan. Akan tetapi, keuntungan yang tinggi ini tidak diantisipasi oleh para investor, sehingga tidak tercermin dalam harga sahamnya. Perusahaan ini tidak akan memilih untuk menerbitkan saham--perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai dengan utang sampai keuntungan yang lebih tinggi tadi terwujud dan tercermin dalam harga sahamnya. Baru setelah itu perusahaan akan menjual penerbitan saham biasa, melunasi utangnya dan kembali ke sasaran struktur modalnya.

12. Fleksibilitas keuangan

    Arti penting menjaga fleksibilitas keuangan dilihat dari sudut pandang operasional adalah menjaga kapasitas pinjaman cadangan yang memadai.

2.1.4 Hasil Penelitian Terdahulu

1. Julita (2012)

Julita melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Kebijakan Deviden, Investasi dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Otomotif yang Terdapat di Bursa Efek Indonesia. Penelitian dilakukan pada perusahaan otomotif yang terdaftar di BEI dari tahun 2008-2011. Metode penelitiannya adalah analisis regresi linier berganda. Teknik penelitian menyimpulkan bahwa profitabilitas yang diproksikan ke dalam ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DER) serta

investasi yang diproksikan ke dalam PER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang yang diproksikan ke dalam DER.

2. Mondher Kouki dan Hatem Ben Said (2012)

Keduanya melakukan penelitian dengan judul *Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data*. Penelitian dilakukan pada 244 *French listed company* periode 1997-2007. Teknik penelitian menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang.

3. Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012)

Pancawati dan Meita melakukan penelitian dengan judul Determinan Kebijakan Hutang (Dalam *Agency Theory* dan *Pecking Order* Theory). Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2007-2011 dengan jumlah 135 sampel perusahaan manufaktur. Metode penelitiannya adalah analisis regresi linier berganda. Teknik penelitian menyimpulkan bahwa ROE berpengaruh positif signifikan terhadap DER.

4. Achmad Komara, Sri Hartoyo, dan Trias Andati (2016)

Ketiganya melakukan penelitian dengan judul Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. Penelitian dilakukan pada 9 perusahaan pembiayaan yang tercatat di BEI periode 2009-2013. Metode penelitiannya adalah teknik analisis regresi dan data panel. Teknik penelitian menyimpulkan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dalam ROE memiliki hubungan negatif dan

signifikan dengan struktur modal yang diproksikan dalam DER serta rasio pasar yang diproksikan ke dalam PER memiliki hubungan positif dan signifikan dengan DER.

5. Mirna Amirya dan Sari Atmini (2008)

Keduanya melakukan penelitian dengan judul Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan Tingkat Hutang terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif *Pecking Order Theory*. Penelitian dilakukan pada seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ menurut *Indonesian Capital Market Directory 2005* dari tahun 2003-2004 sebanyak 33 perusahaan. Metode penelitiannya adalah analisis *path*. Teknik penelitian menyimpulkan bahwa profitabilitas yang diproksikan dalam ROE berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat hutang yang diproksikan dalam DER.

6. Ni Wayan Aditya Putri Pertiwi dan Luh Gede Sri Artini (2014)

Keduanya melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Keputusan Investasi terhadap Struktur Modal. Penelitian dilakukan pada 36 perusahaan *real estate and property* di BEI. Metode penelitiannya adalah uji regresi berganda. Teknik penelitian menyimpulkan bahwa keputusan investasi yang diproksikan dalam PER berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal yang diproksikan dalam DER.

7. Amarjit S. Gill, Suraj P. Sharma, dan Neil Mathur (2012)

Ketiganya melakukan penelitian dengan judul *The Impact of Debt Policy on the Investment Decision of Small Business Owners in India*. Penelitian dilakukan pada

pemilik usaha kecil perusahaan layanan di India. Teknik penelitian menyimpulkan bahwa keputusan investasi memiliki hubungan positif signifikan dengan kebijakan hutang.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
1.	Julita (2012) Jurnal Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara Vol 1, No. 2	Pengaruh Kebijakan Deviden, Investasi, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Otomotif yang Terdapat di Bursa Efek Indonesia	- Kebijakan Dividen (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER - ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER - PER berpengaruh negatif dan signifikan DER	Variabel PER, ROE, dan DER	Tidak ada variabel kebijakan dividen (DPR)
2.	Mondher Kouki dan Hatem Ben Said (2012) *International Journal of Business and Management* Vol 7, No. 1; *January* 2012 ISSN 1833-3850 E-ISSN 1833-8119	*Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data*	- *Size* berpengaruh negatif terhadap hutang - Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang - Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang - *Non debt tax shield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang - Risiko kebangkrutan berpengaruh positif terhadap hutang - *Tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap hutang	Variabel Profitabilitas dan Hutang	Tidak ada variabel *Size*, Pertumbuhan perusahaan, *Non debt tax shield*, Risiko kebangkrutan, dan *Tangibility*

No	Nama Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
3.	Pancawati Hardiningsih dan Rach mawati Meita Oktaviani (2012) Jurnal Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan, Mei 2012, Hal: 11 – 24 Vol. 1, No. 1 ISSN :1979-4878	Determinan Kebijakan Hutang (Dalam *Agency Theory* dan *Pecking Order Theory*)	- ROE berpengaruh positif signifikan terhadap DER - *Free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap DER - Pertumbuhan total *asset* berpengaruh negatif terhadap DER - Struktur aktiva perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap DER - Saldo laba ditahan berpengaruh negatif signifikan terhadap DER - Kepemilikan Manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap DER	Variabel ROE dan DER	Tidak ada variabel *Free cash flow*, Pertumbuhan total *asset*, Saldo laba ditahan, Struktur aktiva, dan Kepemilikan manajerial
4.	Achmad Komara, Sri Hartoyo, Trias Andati (2016) Jurnal Keuangan & Perbankan,Vol.20 No.1 Januari 2016, hlm.10-21 ISSN:1410-8089 ISSN (Online):2443-2687	Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan	- DAR dan DER memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan ROA dan ROE - DAR dan DER memiliki hubungan positif dan signifikan dengan PER	Variabel DER, ROE, dan PER	Tidak ada variabel DAR dan ROA
5.	Mirna Amirya dan Sari Atmini (2008) Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia Volume 5-Nomor 2, Desember 2008 Universitas Brawijaya	Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan Tingkat Hutang terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif *Pecking Order Theory*	- Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap DER - ROE berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER - Pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif terhadap DER - DER berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan	Variabel ROE) dan DER	Tidak ada variabel Kebijakan dividen, Pertumbuhan Total aktiva, dan Nilai perusahaan
6.	Ni Wayan Aditya Putri Pertiwi dan Luh Gede Sri Artini (2014) Jurnal Fakultas Ekonomi dan Bisnis	Pengaruh Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Keputusan Investasi terhadap Struktur Modal	- Risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER - ROA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER	Variabel PER dan DER	Tidak ada variabel Risiko bisnis dan ROA

No	Nama Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
	Universitas Udayana, Bali ISSN: 2302-8912		- PER berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER		
7..	Amarjit S. Gill, Suraj P. Sharma, dan Neil Mathur(2012) *International Research Journal of Finance,Economics* ISSN 1450-2887 September, 2012	*The Impact of Debt Policy on the Investment Decision of Small Business Owners in India*	Kebijakan hutang, Kinerja usaha kecil, *Current assets*, dan Keluarga berpengaruh positif terhadap Keputusan investasi	Variabel Kebijakan hutang dan Keputusan investasi	Tidak ada variabel Kinerja usaha kecil, *Current assets* dan Keluarga

2.2 Kerangka Pemikiran

Menurut Eduardus Tandelilin (2010:372), Tingkat pengembalian ekuitas menggambarkan sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham.

Ketika akan berinvestasi dalam perusahaan, para pemegang saham akan melihat prospek *return* yang akan mereka dapatkan yaitu salah satunya ialah ekuitas serta tingkat hutang yang dimiliki suatu perusahaan. Perusahaan dinilai beresiko apabila mempunyai porsi hutang yang besar tetapi perusahaan juga bisa dianggap tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal apabila porsi hutang kecil atau tidak sama sekali.

Mendukung teori keagenan, pemegang saham tentu menginginkan perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi sehingga dapat memberi keuntungan kepada pemegang saham dalam bentuk *return* yang tinggi pula. Tetapi perusahaan dapat menggunakan profiabilitas yang tinggi tersebut untuk membiayai investasi perusahaan. Untuk mengatasi perbedaan antara manajer dan pemegang saham maka dilakukan

pendanaan eksternal berupa hutang. Pemegang saham tetap mengharapkan *return* yang tinggi dengan mendukung kegiatan investasi perusahaan yang dibiayai melalui hutang. Sehingga jika nilai tingkat pengembalian ekuitas semakin tinggi maka akan meningkatkan hutang perusahaan.

Sedangkan dalam teori *pecking order*, perusahaan cenderung lebih memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal perusahaan. Dalam hal pendanaan, diutamakan untuk menggunakan laba ditahan diikuti hutang dan terakhir penerbitan ekuitas baru. Sehingga saat profitabilitas tinggi, perusahaan akan mengalokasikan keuntungan perusahaan untuk laba ditahan dan tidak memilih menerbitkan hutang. Maka jika nilai tingkat pengembalian ekuitas semakin tinggi akan mengakibatkan hutang menurun.

Faktor yang perlu diperhatikan ketika akan berinvestasi dalam perusahaan ialah rasio harga saham (*Price Earning Ratio*). PER termasuk dalam rasio penilaian yang menjadi salah satu ukuran paling komprehensif untuk menilai hasil kerja perusahaan. Informasi PER mengindikasikan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earning* perusahaan (Eduardus Tandelilin, 2010:375).

Peningkatan PER memperlihatkan kondisi perusahaan yang baik serta mempermudah perusahaan mendapatkan pinjaman karena dengan kondisi perusahaan yang baik mencerminkan kemampuan melunasi pinjaman perusahaan juga baik sehingga jika nilai PER meningkat mengakibatkan peningkatan hutang.

PER merupakan kesediaan para investor dalam berinvestasi untuk setiap laba yang diperoleh, tetapi penurunan PER dapat mempengaruhi kebijakan hutang suatu

perusahaan. Jika PER semakin menurun maka dalam membiayai aktivitas investasinya, perusahaan akan menggunakan hutang sehingga jika PER menurun mengakibatkan kenaikan hutang.

2.2.1 Teori Penghubung Tingkat Pengembalian Ekuitas terhadap Kebijakan Hutang

Tingkat pengembalian ekuitas merupakan suatu pengukuran dari penghasilan yang tersedia bagi para pemilik perusahaan atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. Secara umum tentu saja semakin tinggi *return* yang diperoleh semakin baik kedudukan pemilik perusahaan (Lukman Syamsuddin, 2011:64).

Profitabilitas yang tinggi menunjukan prospek yang bagi di mata pemegang saham dimana pemegang saham mengharapkan peningkatan *return* keuntungan berupa dividen. Jika dilihat dari perusahaan, perusahaan bisa memilih menggunakan profitabilitas yang tinggi tersebut dengan membiayai kegiatan investasinya untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Perbedaan keinginan antara para pemegang saham dengan para manajer tersebut merupakan suatu hal wajar. Manajer merasa bahwa mereka lebih paham tentang prospek dari perusahaan dibandingkan dengan para pemegang saham, sedangkan para pemegang saham mengkhawatirkan jika penggunaan dana oleh para manajer kurang efektif dalam meningkatkan perusahaan. Salah satu cara untuk mengatasi permasalahan antara pemegang saham dengan para manajer tersebut adalah dengan melakukan pendanaan dari pihak luar (hutang).

Penggunaan hutang diharapkan oleh para pemegang saham bisa mewujudkan keinginan para manajer untuk meningkatkan perusahaan dan selain itu para pemegang saham juga bisa menikmati pembagian dividen. Sesuai dengan teori keagenan dikemukan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan salah satu caranya adalah dengan melakukan hutang, sehingga jika suatu perusahaan mempunyai tingkat profitabilitas tinggi maka tingkat hutang perusahaan juga cenderung semakin tinggi (Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani, 2012).

Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Julita (2012), serta Mondher Kouki dan Hatem Ben Said (2012).

Dalam meningkatkan profitabilitas, perusahaan juga dapat memiliki tujuan untuk meningkatkan laba ditahan. Dalam penelitian Mirna Amirya dan Sari Atmini (2008) disebutkan bahwa manajer keuangan yang menggunakan teori *pecking order* akan selalu memperbesar tingkat profitabilitas untuk meningkatkan laba ditahan.

Hubungan profitabilitas dan hutang yang didapatkan mengindikasikan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan menggunakan tingkat hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi, perusahaan mengurangi penggunaan tingkat hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan tingkat hutang rendah, sehingga jika profitabilitas naik maka hutang turun. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Achmad Komara, Sri Hartoyo, dan Trias Andati (2016).

2.2.2 Teori Penghubung Rasio Harga Saham terhadap Kebijakan Hutang

Rasio harga saham (*Price Earning* Ratio) termasuk dalam rasio penilaian pasar. Rasio penilaian adalah ukuran yang paling komprehensif untuk menilai hasil kerja perusahaan, karena rasio tersebut mencerminkan kombinasi pengaruh rasio-risiko dan rasio-hasil pengembalian (Agnes Sawir, 2003:20).

Menurut Ni Wayan Aditya Putri Pertiwi dan Luh Gede Sri Artini (2014), semakin tinggi PER maka semakin tinggi rasio hutangnya. Bahwa peningkatan keputusan investasi dengan kenaikan tingkat nilai saham dan laba per lembar saham mengindikasikan kondisi perusahaan yang baik akan berdampak semakin menarik perhatian calon kreditur terhadap perusahaan. Semakin meningkat perhatian kreditur terhadap perusahaan, sangat mudah bagi manajemen mendapatkan pinjaman sehingga jumlah hutang meningkat, sehingga PER berpengaruh positif terhadap hutang.

Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Achmad Komara, Sri Hartoyo, dan Trias Andati (2016) serta Amarjit S. Gill, Suraj P. Sharma, dan Neil Mathur (2012).

Hubungan negatif juga dapat terjadi antara PER terhadap hutang. Apabila PER menurun yang menunjukan apresiasi pasar kurang baik akan memicu perusahaan mengeluarkan hutang untuk membiayai aktivitas investasinya berinvestasi dikarenakan dana internal yang tidak mencukupi (Julita, 2012).

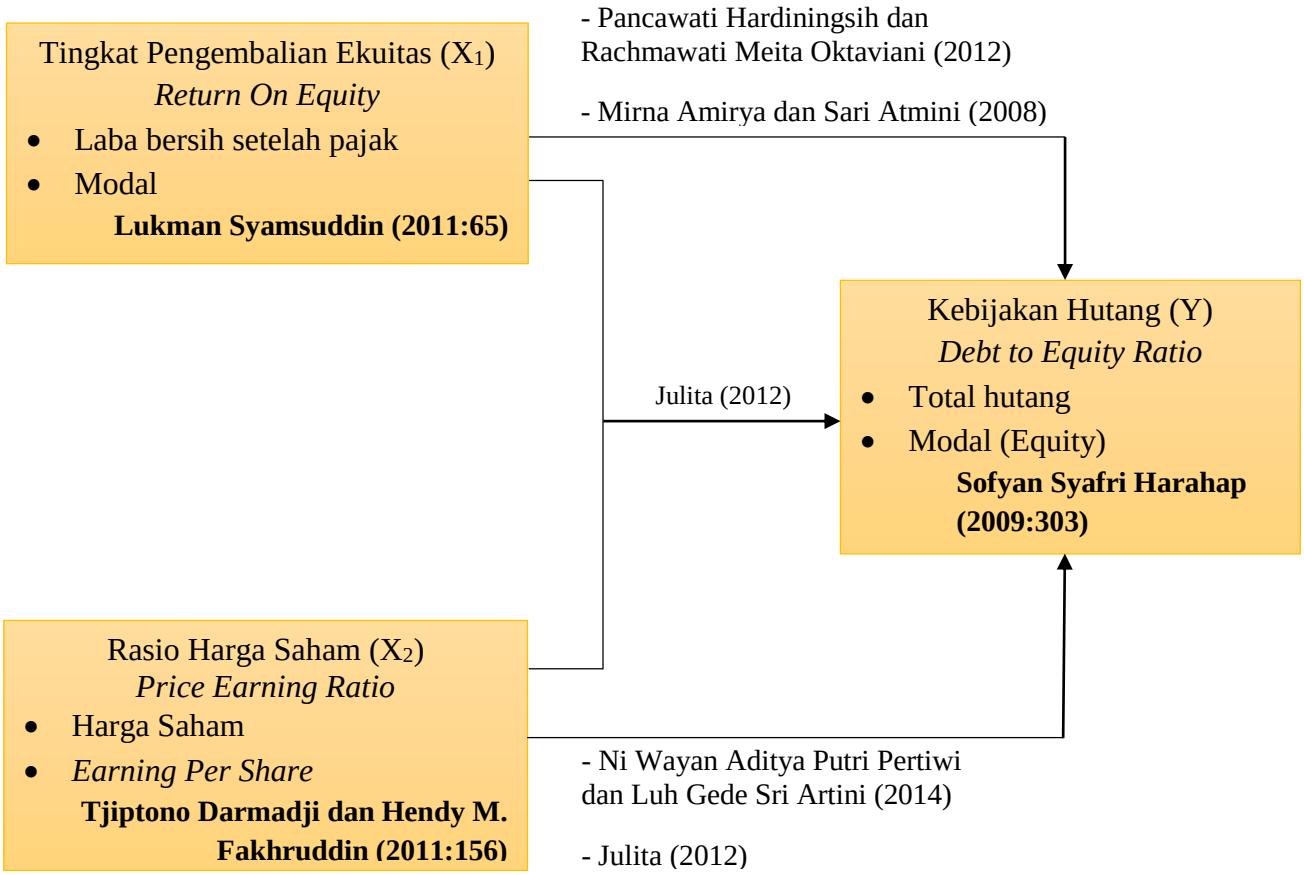
2.2.3 Teori Penghubung Tingkat Pengembalian Ekuitas dan Rasio Harga Saham terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Ross et al (2015:73), imbal hasil atas ekuitas (*return on equity*) adalah suatu ukuran mengenai bagaimana pemegang saham dibayar pada tahun yang bersangkutan karena memberikan manfaat bagi pemegang saham adalah tujuan perusahaan. Sehingga tingkat pengembalian ekuitas erat kaitannya dengan kegiatan investasi perusahaan karena tingkat pengembalian ekuitas menjadi ukuran manfaat untuk pemegang saham.

Investasi perusahaan salah satunya tercerminkan dari nilai rasio harga saham (*Price Earning* Ratio). Menurut Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin (2011:156), PER menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan pasar menghasilkan laba. Dapat disimpulkan bahwa investor menunjukkan penilaiannya terhadap kemampuan suatu perusahaan dalam memberikan manfaat untuk pemegang saham dengan nilai *Price Earning* Ratio.

Tingkat pengembalian ekuitas dan rasio harga saham menjadi salah satu pertimbangan dalam menentukan kebijakan hutang. Perusahaan dinilai beresiko apabila mempunyai porsi hutang yang besar, investor juga dapat berasumsi perusahaan mempunyai prospek yang baik sehingga dipercaya bank untuk berhutang tetapi investor juga dapat merasa ragu karena tingkat pengembalian modal akan diragukan diakibatkan nilai hutang yang tinggi. Perusahaan pun dinilai beresiko apabila porsi hutang kecil atau tidak sama sekali karena dianggap tidak mampu memanfaatkan tambahan modal eksternal.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tingkat pengembalian ekuitas serta rasio harga saham (*Price Earning Ratio*) berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang (Julita, 2012).



Gambar 2.1. Paradigma Penelitian

2.3 Hipotesis

Menurut Sugiyono (2015:96), pengertian hipotesis adalah :

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan. Dikatakan sementara karena jawaban yang diberikan baru berdasarkan

pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data.

Berdasarkan kerangka penelitian dan rumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka hipotesis penelitian ini yaitu

Hipotesis 1 : Tingkat Pengembalian Ekuitas berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis 2 : Rasio Harga Saham berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis 3 : Tingkat Pengembalian Ekuitas dan Rasio Harga Saham berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang