

**PENETAPAN STRUKTUR MODAL
YANG OPTIMAL DALAM RANGKA
MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN**

**(STUDI KASUS PADA PT. SEMEN GRESIK (PERSERO) TBK
DAN ANAK PERUSAHAAN)**

SKRIPSI

**Diajukan untuk Menempuh Ujian Sarjana Pada Fakultas Ilmu
Administrasi Universitas Brawijaya**

**MARIA ULFA
0310320101-32**



**UNIVERSITAS BRAWIJAYA
FAKULTAS ILMU ADMINISTRASI
JURUSAN ADMINISTRASI BISNIS
KONSENTRASI MANAJEMEN KEUANGAN
MALANG
2007**

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh pihak lain untuk mendapatkan karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebut dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia skripsi ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (S-1) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Malang, Januari 2008

Maria Ulfa
031032010



MOTTO

Allah tidak membebani seseorang kecuali sesuai dengan kesanggupannya. Ia mendapat pahala (dari amal) yang diusahakannya dan ia mendapat siksa (dari dosa) yang dikerjakannya. Ya Rabb kami, janganlah Engkau hukum kami jika kami lupa atau tersalah. Ya Rabb kami, janganlah Engkau bebankan kepada kami beban berat sebagaimana Engkau bebankan kepada orang-orang sebelum kami. Ya Rabb kami, janganlah Engkau pikulkan kepada kami apa yang tak sanggup kami memikulnya. Beri Maaflah kami, ampunilah kami, dan rahmatilah kami. Engkau Penolong kami tolonglah kami terhadap orang kafir.

(QS. Al Baqarah :286)

Setiap tindakan mewujudkan impian mengundang resiko dan harga, tetapi hal itu jauh lebih baik daripada resiko jangka panjang dan harga yang lebih mahal yang harus dibayar akibat tidak melakukan apapun.

(John F. Kennedy)

Anyone who stops learning is old, whether at twenty or eighty. Anyone who keeps learning stays young. The greatest things in life is to keep your mind young.

(Henry Ford)

RINGKASAN

Maria Ulfa, 2007, Penetapan Struktur Modal Yang Optimal Dalam Rangka Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada PT. Semen Gresik (Persero) Tbk Dan Anak Perusahaan), Drs. Nengah Sudjana, MSi, Dra. MG. Wi Endang NP. MSi, 76 hal +

Perkembangan ekonomi dalam era globalisasi menuntut setiap perusahaan untuk terus tumbuh dan berkembang. Untuk mengetahui perkembangan suatu perusahaan dapat dilihat dari nilai perusahaannya. Nilai perusahaan dapat ditentukan oleh struktur modal. Sebagaimana yang telah diketahui bahwa struktur modal merupakan pembiayaan keuangan yang berasal dari komposisi hutang jangka panjang dan modal sendiri. Setiap perubahan pada struktur modal akan mengakibatkan perubahan pada biaya modal dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus berusaha untuk menetapkan struktur modal optimal dengan meminimumkan biaya modal sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana kebijakan perusahaan mempengaruhi penentuan sumber dana panjang perusahaan atau struktur modal selama tiga tahun (2004-2006) dan mengetahui apakah struktur modal yang telah ditetapkan selama tiga tahun tersebut telah optimal sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian disriptif dengan jenis studi kasus pada PT. Semen Gresik (Persero) dan Anak Perusahaan. Analisis yang dilakukan meliputi analisis rasio profitabilitas, rasio leverage, analisis struktur modal, analisis biaya modal, analisis nilai perusahaan untuk mengetahui struktur modal yang optimal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal optimal pada PT. Semen Gresik (Persero) Tbk Dan Anak Perusahaan terjadi pada tahun 2004. Hal ini dibuktikan dengan minimumnya biaya modal perusahaan yaitu sebesar 9,87%, sedangkan pada dua tahun berikutnya biaya modal perusahaan meningkat secara tajam yaitu sebesar 18,82% pada tahun 2005 dan 18,3% pada tahun 2006. Peningkatan biaya modal ini disebabkan oleh kebijakan perusahaan yang lebih memilih menggunakan modal sendiri dalam pemenuhan kebutuhannya sehingga komposisi antara hutang jangka panjang dan modal sendiri tidak seimbang. Pada tahun 2006 struktur modal perusahaan kurang optimal meskipun nilai perusahaan yang dicapai meningkat dari tahun-tahun sebelumnya yaitu sebesar 71.622.957.490, hal ini dikarenakan laba perusahaan yang mengalami peningkatan. Oleh karena itu perusahaan dalam menentukan struktur modal harus lebih berhati-hati serta mempertimbangkan kondisi perekonomian nasional.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat dan hidayahNya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul Penetapan Struktur Modal Yang Optimal Dalam Rangka Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada PT. Semen Gresik (Persero) Tbk Dan Anak Perusahaan).

Skripsi ini merupakan tugas akhir yang diajukan untuk memenuhi syarat dalam memperoleh gelar Sarjana Ilmu Administrasi Bisnis Pada Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya Malang.

Penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini tidak akan terwujud tanpa adanya bantuan dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada yang terhormat:

1. Bapak DR. Suhadak, M. Ec selaku Dekan Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya .
2. Bapak Dr. Kusdi DEA selaku Ketua Jurusan Fakultas Ilmu Administrasi Bisnis Universitas Brawijaya.
3. Bapak Drs. Nengah Sudjana, MSi selaku Dosen Pembimbing Utama.
4. Ibu Dra. MG. Wi Endang NP, MSi selaku Dosen pembimbing Pendamping.
5. Bapak / Ibu Dosen Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya
6. Bapak Zaki Baridwan selaku Direktur Pojok Bursa Efek Jakarta Universitas Brawijaya.
7. Bapak Sukandar dan Ibu Awana selaku orangtua, beserta seluruh keluarga.
8. Teman-teman Administrasi Bisnis Angkatan 2003 kelas A.

Demi kesempurnaan skripsi ini, saran dan kritik yang sifatnya membangun sangat penulis harapkan. Semoga karya skripsi ini bermanfaat dan dapat memberikan sumbangan yang berarti bagi pihak yang membutuhkan.

Malang, Desember 2007

Penulis.



DAFTAR ISI

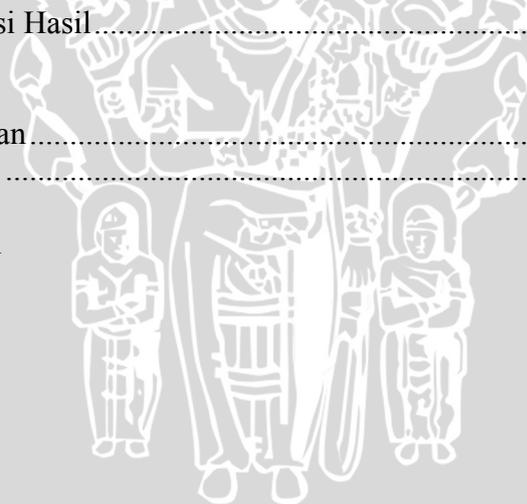
RINGKASAN	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
BAB 1 PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan masalah	3
C. Tujuan Penelitian	3
D. Kontribusi Penelitian	3
E. Sistematika Penulisan	4
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	
A. Penelitian Terdahulu	5
B. Modal	8
1. Pengertian Modal	8
2. Sumber-Sumber Modal	8
3. Jenis-Jenis Modal	9
B. Struktur Modal	16
1. Pengertian Struktur Modal	16
2. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal	17
3. Pendekatan Struktur Modal	21
4. Struktur Modal Yang Optimal	24
C. Nilai Perusahaan	27
D. Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan	28
E. Analisis Struktur Modal	30
1. Analisis Rasio	30
a. Rasio Profitabilitas	31
b. Rasio Leverage	32
2. Biaya Modal	33
a. Biaya Hutang	35
b. Biaya Saham Preferen	35
c. Biaya Saham Biasa	36
d. Biaya Modal Sendiri	37
e. Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang	37
BAB 3 METODE PENELITIAN	
A. Jenis Penelitian	39
B. Fokus Penelitian	39
C. Lokasi Penelitian	40
D. Sumber Data	40
E. Teknik Pengumpulan Data	40
F. Instrumen Penelitian	40
G. Metode Analisis	41

BAB 4 HASIL DAN DATA

A. Gambaran Umum	43
1. Sejarah Singkat.....	43
2. Visi, Misi, Tujuan, dan Sasaran	45
3. Pengurusan dan Pengawasan	46
4. Struktur Organisasi	46
5. Produksi	48
6. Pemasaran	51
7. Sumber Daya Manusia	52
8. Laporan Keuangan	53
B. Analisis Data	58
1. Analisis Rasio	58
a. Rasio Profitabilitas	58
b. Rasio Leverage	61
2. Analisis Struktur Modal	66
3. Analisis Biaya Modal	67
a. Biaya Hutang Jangka Panjang.....	67
b. Biaya Modal Sendiri (Biaya Saham Biasa).....	68
c. Biaya Modal Rata-rata Tertimbang.....	69
4. Analisis Nilai Perusahaan	71
C. Interpretasi Hasil.....	72

BAB 5 PENUTUP

A. Kesimpulan.....	74
B. Saran.....	76

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR TABEL

NO	JUDUL	Halaman
1	Perbedaan Modal Asing dan Modal Sendiri	16
2	Rasio Hutang Dan Biaya Modal Rata- Rata Tertimbang	26
3	Pesaing PT Semen Gresik Dan Pangsa Pasar Perusahaan	52
4	Daftar Jumlah Pegawai Dan Tingkat Pendidikan	53
5	Neraca Konsolidasi PT. Semen Gresik	54
6	Laporan Rugi Laba PT. Semen Gresik	57
7	Alat Analisis Rasio Profitabilitas dan Rasio Leverage	58
8	Perhitungan Rasio Profitabilitas	60
9	Perhitungan Rasio Leverage	63
10	Rekapitulasi Rasio Profitabilitas dan Leverage	65
12	Komposisi Struktur Modal	66
12	Perhitungan Tarif Pajak	67
13	Perhitungan Biaya Hutang	68
14	Tingkat Deviden Dan EPS PT. Semen Gresik	69
15	Perhitungan Biaya Modal Saham Biasa	69
16	Perhitungan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang	70
17	Nilai Perusahaan PT. Semen Gresik	71
18	Rekapitulasi WACC, ROI, Dan Nilai Perusahaan	72



DAFTAR GAMBAR

No	Judul	Hal
1	Pengaruh Leverage Pada Pendekatan NOI	21
2	Pengaruh Leverage Pada Pendekatan NI	22
3	Pengaruh Leverage Pada Pendekatan Tradisional	23
4	Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan	29
5	Struktur Organisasi PT. Semen Gresik (Persero) Tbk	47



BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Perkembangan ekonomi di dunia telah menimbulkan proses globalisasi, kaburnya batas-batas pemisah antar negara serta antara suatu kegiatan dengan kegiatan yang lain. Proses globalisasi ini terjadi di hampir semua sektor ekonomi, termasuk sektor keuangan, produksi dan perdagangan. Perkembangan ekonomi dunia ini akan ditandai oleh 3 karakteristik yaitu ketergantungan atau interdependensi yang semakin menguat, ketidakpastian yang semakin meningkat, dan persaingan yang semakin ketat. Dengan adanya kondisi tersebut akan tercipta iklim persaingan bagi setiap dunia usaha untuk tumbuh dan berkembang.

Suatu perusahaan dikatakan tumbuh dan berkembang apabila perusahaan itu memiliki prestasi yang baik. Prestasi perusahaan selain dapat diukur dari rasio keuangannya juga dapat diukur dari nilai pasar perusahaan yang dicapainya. Nilai pasar perusahaan dapat ditentukan oleh struktur modalnya. Seperti yang diketahui bahwa struktur modal merupakan pembiayaan keuangan yang berasal dari komposisi hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai operasinya, sehingga penggunaan leverage keuangan (yaitu penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap) dalam struktur modal perusahaan diharapkan akan memberikan tambahan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham. Dengan penggunaan sumber dana ini perusahaan mempunyai kewajiban untuk membayar bunga yang bersifat tetap, tidak bergantung pada pendapatan yang dihasilkan dari aktivitas pendayagunaan yang berasal dari kreditur.

Penggunaan leverage keuangan dalam struktur modal dapat mempunyai pengaruh positif karena dapat memberikan tambahan keuntungan bagi para pemegang sahamnya, penggunaan leverage juga bisa dijadikan motivasi bagi manajer keuangan agar bekerja lebih efektif karena penggunaan leverage yang terlalu tinggi tidak selalu meningkatkan efisiensi. Dapat dilihat jika perusahaan berleverage tinggi menderita kerugian dan mengalami kesulitan keuangan, saat terjadi masalah keuangan kebutuhan memenuhi pembayaran bunga dapat memaksa manajemen mengambil perspektif yang sangat berjangka pendek seperti

mengarahkan perusahaan mengurangi produksi dan karyawan, membatalkan proyek ekspansi yang berpotensi menguntungkan dan menjual aset dengan harga murah. Kerugian efisiensi ini adalah sisi buruk potensial dari penggunaan leverage yang terlalu tinggi.

Bagi pihak perusahaan penentuan komposisi struktur modal sangat dipengaruhi oleh biaya modal. Masing-masing sumber dana tersebut mengandung biaya modal yang besarnya tergantung pada besarnya resiko yang ditanggung. Untuk mengetahui biaya modal secara keseluruhan, dapat digunakan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*). Biaya modal rata-rata tertimbang diperoleh dari setiap jenis modal tertentu sesuai dengan proporsinya pada struktur modal perusahaan. Jadi, biaya modal perusahaan secara keseluruhan adalah rata-rata dari biaya-biaya modal individual, tertimbang oleh proporsi dari segi jenis modal yang digunakan. Besar kecilnya biaya modal rata-rata tertimbang akan mempengaruhi nilai perusahaan yang dapat diukur dengan harga sahamnya. Bagi perusahaan yang *go public*, nilai perusahaan adalah suatu faktor yang penting, karena nilai perusahaan inilah yang akan menarik calon investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Untuk itu perlu dilakukan suatu analisis guna mengetahui nilai perusahaan dalam mencari struktur modal yang paling optimal yaitu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata tertimbang suatu perusahaan, yang tercakup didalamnya adalah biaya hutang jangka panjang, dan biaya modal sendiri. Apabila penggunaan leverage masih dibawah leverage optimum perusahaan, manajer keuangan dapat menambahkan hutang dalam struktur modalnya tetapi apabila penggunaan leverage sudah melebihi batas optimum maka manajer keuangan dapat menambahkan modal sendiri. Dengan kondisi demikian kedua kegiatan pendanaan tersebut akan memberikan biaya modal rata-rata tertimbang yang paling efektif bagi perusahaan sehingga akan meningkatkan kekayaan bagi pemilik perusahaan. Kemudian dari hasil analisis biaya modal yang paling efektif itu nantinya akan ditetapkan struktur modal optimal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

PT Semen Gresik (Persero) Tbk merupakan salah satu produsen semen terbesar di Indonesia yang mempunyai pangsa pasar yang cukup luas di kalangan

masyarakat Indonesia. Agar bisa menjaga pangsa pasar tersebut diperlukan kinerja perusahaan yang baik. Untuk mengetahui bagaimana kinerja perusahaan ditinjau dari sudut pandang struktur modal dalam hubungannya dengan nilai perusahaan yang telah dicapai selama ini, maka penulis tertarik melakukan penelitian dengan judul **“Penetapan Struktur Modal yang Optimal Dalam Rangka Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada PT. Semen Gresik (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan)”**

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut maka permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah :

1. Bagaimana hubungan struktur modal yang telah ada dengan biaya modal perusahaan ?
2. Apakah struktur modal yang telah ada sudah optimal dan dapat meningkatkan nilai perusahaan ?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang ada, maka tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui posisi struktur modal perusahaan dalam tiga tahun terakhir.
2. Untuk mengetahui apakah struktur modal yang telah ada sudah optimal dan dapat meningkatkan nilai perusahaan ?

D. Kontribusi Penelitian

1. Bagi Penulis

Dengan adanya penelitian ini penulis dapat mengetahui bagaimana teori-teori dan konsep-konsep yang diperoleh selama kuliah dapat diaplikasikan.

2. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai masukan dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal yang optimal yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

3. Bagi Pihak Lain

Hasil penelitian ini dapat menambah dan memperdalam pengetahuan tentang proses penentuan struktur modal yang optimal yang nantinya akan digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

E. Sistematika Penulisan

Adapun sistematika penulisan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

BAB I : PENDAHULUAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, kontribusi penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini akan menguraikan kerangka-kerangka teoritis yang berhubungan dengan materi penelitian ini yang mendasari pemecahan masalah meliputi: tinjauan modal, struktur modal, nilai perusahaan, pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan, serta analisis struktur modal dan nilai perusahaan.

BAB III : METODE PENELITIAN

Berisi tentang jenis penelitian yang digunakan, fokus penelitian, lokasi penelitian, sumber data, metode pengumpulan data, instrumen penelitian dan analisis data.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan membahas mengenai gambaran umum perusahaan, penyajian data mengenai laporan keuangan baik neraca maupun laporan rugi laba serta analisis dan interpretasi data mengenai penetapan struktur modal dan nilai perusahaan dengan analisis rasio profitabilitas dan leverage.

BAB V : PENUTUP

Pada bab ini akan menguraikan beberapa kesimpulan yang dapat diambil dari hasil penelitian dan pembahasannya dan kemudian akan mengajukan beberapa saran yang dapat dipergunakan sebagai bahan pertimbangan bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

A Penelitian Terdahulu

Berikut akan disajikan beberapa penelitian terdahulu mengenai struktur modal dan nilai perusahaan.

1. Jurnal

“Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas aktiva Dan Kinerja Keuangan Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka Di Indonesia.” Oleh Sugihen Syarifuddin Ginting.

Latar belakang penelitian ini adalah perdagangan global dan krisis ekonomi Perdagangan global ditandai dengan persaingan yang semakin ketat. Krisis ekonomi mengakibatkan melemahnya nilai rupiah terhadap valuta asing dan suku bunga yang tinggi. Tujuan penelitian ini adalah menganalisis dan menguji pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung antara struktur modal dengan produktivitas aktiva, kinerja keuangan, dan nilai perusahaan dari perusahaan industri manufaktur terbuka di Indonesia.

Hipotesis pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung antara struktur modal dengan aktiva investasi dan produktivitas aktiva diprediksi berdasarkan teori *free cash flow*. Pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung antara struktur modal dan aktivitas operasi, kinerja keuangan, dan nilai perusahaan diprediksi berdasarkan teori tradeoff. Populasi penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 1995 dan masih aktif pada tahun 2000, serta menyampaikan laporan keuangan lima tahun berturut-turut. Besarnya sampel sebanyak 100 perusahaan yang diperoleh secara random dengan teknik proporsional cluster sampling. Data penelitian ini berasal dari laporan keuangan sampel perusahaan.

Penelitian ini menemukan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap aktivitas investasi dan produktivitas aktiva. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan hutang pada struktur modal tidak menyebabkan penambahan investasi, sehingga perubahan struktur modal tidak berpengaruh terhadap aktivitas investasi dan produktivitas aktiva. Peningkatan hutang tidak berasal dari tambahan dana eksternal, melainkan disebabkan oleh

meningkatnya nilai rupiah dari hutang valuta asing sebagai akibat dari melemahnya nilai rupiah terhadap valuta asing.

Fakta empiris dari hasil penelitian ini menemukan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap aktivitas operasi, kinerja keuangan, dan nilai perusahaan. Pengaruh langsung antara kinerja keuangan dengan nilai perusahaan dan pengaruh tidak langsung antara struktur modal dan nilai perusahaan adalah negatif, berlawanan dengan prediksi teori *tradeoff*. Temuan penelitian ini menjelaskan bahwa para pelaku pasar memahami bahwa peningkatan hutang pada struktur modal dan penurunan kinerja keuangan perusahaan bukan disebabkan oleh faktor internal perusahaan, melainkan disebabkan oleh faktor eksternal (kurs valuta asing dan suku bunga yang tidak dapat dikontrol oleh perusahaan), sehingga nilai pasar ekuitas ditentukan oleh hukum permintaan dan penawaran.

2. Skripsi

a) “Analisis Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi kasus pada PT. Gudang Garam Tbk.)”. Oleh Titisari Dyah Iswanti, 2004

Penelitian ini dilaksanakan PT. Gudang Garam Tbk. Untuk periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana kebijakan perusahaan terhadap penetapan sumber pendanaan serta bagaimana pula dengan nilai perusahaan yang dicapai selama ini dengan menggunakan struktur modal yang telah ada tersebut.

Jenis penelitian yang dipergunakan adalah penelitian diskriptif dengan pendekatan studi kasus. Cara analisis data yang digunakan untuk mengetahui bagaimana profitabilitas dan nilai perusahaan yang telah dicapai selama ini adalah dengan analisis rasio profitabilitas dan rasio leverage, analisis struktur modal, analisis biaya modal rata-rata tertimbang, dan analisis nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini adalah bahwa dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 menunjukkan bahwa rasio keuangan perusahaan baik rasio profitabilitas dan rasio leverage mengalami fluktuasi. Sedangkan untuk biaya modal, biaya modal hutang perusahaan mengalami peningkatan tetapi untuk biaya modal sendiri mengalami penurunan. Struktur modal yang optimal PT. Gudang Garam Tbk.

Terjadi pada tahun 2002 karena pada tahun tersebut nilai biaya modal rata-rata tertimbang (cperusahaan adalah paling rendah, hal ini mengakibatkan pada tahun tersebut nilai perusahaan adalah paling tinggi dibandingkan tahun-tahun sebelumnya.

b) “Analisis Struktur Modal sebagai Upaya Untuk Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Philip Morris Companies Inc.)”. Oleh Via Zoudinta, 2002.

Penelitian ini dilaksanakan pada Philip Morris Companies Inc. penelitian ini bertujuan untuk mencari struktur modal yang paling optimal apabila terjadi penambahan dana agar nilai perusahaan dapat meningkat, sesuai dengan pendekatan tradisional bahwa struktur modal yang paling optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan modal rata-rata tertimbangnya (*Weighted Average Cost of Capital*)

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian diskriptif dengan jenis pendekatan studi kasus, sehingga dapat digambarkan fakta-fakta yang ada dalam perusahaan untuk kemudian dijabarkan dalam bentuk struktur modal yang paling optimal.

Analisis yang digunakan untuk menentukan struktur modal yang paling optimal adalah dengan menentukan beberapa alternatif sumber pendanaan modal. Dari hasil analisis tersebut kemudian dapat diketahui bahwa struktur modal yang paling optimal adalah dengan menggunakan komposisi 51,61% hutang jangka panjang dan 48,39% modal sendiri. Dimana perbandingan komposisi penambahan dananya adalah dengan 90% hutang jangka panjang dan 10% modal sendiri. Dengan komposisi demikian maka biaya modal yang adalah paling minimal sehingga nilai perusahaan pada tahun 2002 meningkat menjadi \$ 106,649,780,000.

B. Modal

1. Pengertian Modal

Modal merupakan faktor penting bagi perusahaan untuk menjalankan kegiatan operasional, pengembangan usaha dan investasi. Para ahli memberikan definisi yang berbeda-beda mengenai modal. Dalam arti sempit pengertian modal menurut Ludge modal hanya diartikan sebagai uang (Riyanto, 2001, h.17).

Modal juga didefinisikan pos-pos di sisi kanan neraca perusahaan berbagai jenis hutang, saham preferen dan saham biasa merupakan komponen modal dari suatu perusahaan (Weston dan Brigham, 1998, h. 104).

Modal adalah elemen-elemen dalam aktiva suatu neraca yang dapat berupa uang kas, bahan baku, mesin-mesin, gedung dan sebagainya. Tetapi modal dapat juga berupa elemen-elemen dalam pasiva suatu neraca yang merupakan sumber-sumber yang berupa hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dalam modal saham.(Nitisemito, 2000, h. 20)

Dari definisi diatas dapat disimpulkan bahwa modal adalah kekayaan perusahaan yang ditunjukkan dalam pos aktiva dan pos pasiva dalam neraca yang menunjukkan sumber-sumber modal dari kepemilikan saham, laba ditahan, hutang-hutang perusahaan yang dipergunakan untuk membiayai semua kegiatan perusahaan dalam operasinya.

2. Sumber-Sumber Modal

Ditinjau dari asalnya sumber-sumber modal dapat dibedakan menjadi dua yaitu sumber internal (*internal sources*) dan sumber eksternal (*eksternal sources*) (Riyanto, 2001, h. 209-218). Modal internal perusahaan diantaranya dapat diperoleh melalui laba ditahan (*retained earning*), sedangkan modal eksternal perusahaan dapat diperoleh melalui hutang saham preferen dan saham biasa.

a. Sumber Internal

Modal yang berasal dari sumber internal merupakan modal atau dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan. Pada umumnya modal yang berasal dari sumber internal perusahaan meliputi laba ditahan (*retained earning*) dan akumulasi penyusutan (*accumulated depreciation*)

1) Laba Ditahan (*retained earning*)

Keuntungan yang diperoleh oleh suatu perusahaan sebagian dapat dibayarkan sebagai deviden dan sebagian lagi ditahan oleh perusahaan. Apabila penanaman keuntungan tersebut dengan tujuan atau maksud tertentu, misalnya cadangan ekspansi, cadangan modal kerja, cadangan selisih kurs, cadangan untuk menampung hal-hal atau kejadian-kejadian yang tak terduga sebelumnya, maka ini dikenal dengan istilah cadangan. Namun apabila perusahaan belum memiliki tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut digolongkan ke dalam laba ditahan (*retained earning*)

2) Akumulasi Penyusutan (*Accumulated Depreciation*)

Besarnya akumulasi penyusutan tiap tahunnya tergantung pada metode penyusutan yang diterapkan oleh perusahaan. Sebelum akumulasi penyusutan ini digunakan untuk mengganti aktiva tetap, dana yang ada dapat berfungsi sumber penawaran modal internal perusahaan.

b. Sumber Eksternal

Sumber eksternal adalah sumber yang berasal dari luar perusahaan. Dana yang berasal dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan. Modal yang berasal dari para kreditur adalah merupakan hutang bagi perusahaan yang bersangkutan yang biasa disebut dengan modal asing. Sedangkan dana yang berasal dari para pemilik, peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan adalah merupakan dana yang akan ditanam dalam perusahaan yang bersangkutan, dan ini dalam perusahaan disebut modal sendiri. Dengan demikian pada dasarnya dana yang berasal dari sumber eksternal terdiri dari modal asing dan modal sendiri.

3. Jenis-jenis Modal

Ada beberapa jenis modal, yaitu :

a. Modal Asing

Seringkali perusahaan memerlukan dana untuk menambah modal kerjanya sementara dari sumber internal hal itu tidak memungkinkan, maka sumber

penawaran modal pertama yang dipertimbangkan oleh perusahaan untuk memenuhi kebutuhan ini adalah modal asing atau hutang. Hal ini lebih dikarenakan hutang merupakan sumber pembiayaan yang termurah dibandingkan dengan sumber pembiayaan eksternal lainnya. Namun demikian tidak sedikit pula perusahaan yang lebih mengutamakan modal sendiri, melalui penerbitan saham di pasar modal untuk menghindari ketergantungan pada pihak luar.

Berdasarkan jangka waktunya hutang dapat dibedakan atas hutang jangka pendek (*short term debt*), hutang jangka menengah (*intermediate term debt*) dan hutang jangka panjang (*long term debt*) (Riyanto, 2001, h. 227-244) :

1) Hutang Jangka Pendek (*short term debt*)

Hutang jangka pendek (*short term debt*) adalah hutang yang jangka waktunya pendek kurang dari satu tahun, sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usaha. Adapun jenis-jenis hutang jangka pendek antara lain :

a) Kredit Rekening Koran

Kredit rekening koran adalah kredit yang diberikan oleh bank kepada perusahaan dengan batas tertentu. Perusahaan sebagai debitur tidak diperkenankan mengambil kredit tersebut sekaligus melainkan sebagian demi sebagian sesuai dengan kebutuhan, dan bunga yang dibayar hanya untuk yang diambil saja meskipun perusahaan meminjamnya lebih dari jumlah tersebut.

b) Kredit dari Penjual

Kredit dari penjual merupakan kredit perniagaan (*trade credit*) dan terjadi apabila penjualan produk dilakukan dengan kredit. Ini berarti penjual baru menerima pembayaran dari barang yang dijualnya beberapa waktu kemudian setelah barang diserahkan.

c) Kredit dari Pembeli

Kredit dari pembeli adalah kredit yang diberikan oleh perusahaan sebagai pembeli kepada pemasok (*supplier*) dari barang mentahnya atau barang-barang lainnya. Disini pembeli membayar harga barang yang dibelinya lebih dahulu dan setelah beberapa waktu kemudian pembeli menerima barang yang dibelinya.

d) Kredit Wesel

Kredit wesel terjadi apabila suatu perusahaan mengeluarkan surat pengakuan utang yang berisikan kesanggupan untuk membayar sejumlah uang tertentu kepada pihak tertentu dan pada saat tertentu (surat promes atau *notes payable*) surat tersebut dapat dijual atau diuangkan pada bank setelah ditanda tangani untuk memperoleh uang sebesar apa yang tercantum dalam utang tersebut dikurangi dengan bunga sampai hari jatuh temponya.

2) Utang Jangka Menengah (*Intermediate Term Debt*)

Utang jangka menengah merupakan hutang yang memiliki jangka waktu umumnya antara satu sampai sepuluh tahun. Kebutuhan membiayai usaha dengan jenis kredit ini dirasakan karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi dengan dengan kredit jangka pendek maupun jangka panjang. Bentuk-bentuk kredit jangka menengah adalah :

a) *Term loan*

Term loan adalah kredit usaha dengan umur lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Pada umumnya *term loan* dibayar kembali dengan angsuran tetap selama satu periode tertentu. *Term loan* ini biasanya diberikan oleh bank, dagang, perusahaan asuransi, supplier atau manufaktur.

b) *Lease financing*

Bentuk lain dari hutang jangka menengah adalah leasing. Apabila suatu perusahaan tidak ingin memiliki suatu aktiva tetapi hanya menginginkan service dari aktiva tersebut tanpa disertai dengan hak milik dengan cara mengadakan kontrak leasing. Menurut Riyanto (2001:234) *lease* adalah persetujuan atas dasar kontrak dimana pemilik aktiva (*lessor*) menginginkan pihak lain (*lessee*) untuk menggunakan jasa dari aktiva tersebut selama satu periode tertentu.

3) Hutang Jangka Panjang (*Long Term Debt*)

Hutang jangka panjang merupakan sumber pembiayaan yang jatuh temponya lebih dari satu tahun biasanya antara 5-20 tahun (Sundjaja dan Barlian, 2003, h.185), yang termasuk ke dalam hutang jangka panjang adalah :

a) Pinjaman Obligasi (*Bonds Payable*)

Obligasi adalah surat promes jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu perusahaan atau unit pemerintahan. (Weston dan Brigham, 1998, h. 216) Disini perusahaan atau unit perusahaan, sebagai pihak debitur mengeluarkan surat pengakuan utang dengan nominal tertentu.

Sedangkan jenis-jenis obligasi meliputi :

(1) Obligasi biasa (*bonds*)

Obligasi biasa adalah obligasi yang bunganya tetap dibayar oleh debitur dalam waktu-waktu tertentu dengan tidak memandang apakah debitur memperoleh keuntungan atau tidak. Biasanya bunga obligasi (*coupon*) dibayarkan 2 kali setiap tahunnya.

(2) Obligasi Pendapatan (*income bonds*)

Obligasi pendapatan adalah sejenis obligasi yang pembayaran bunganya hanya dilakukan pada waktu debitur atau perusahaan yang mengeluarkan obligasi tersebut memperoleh keuntungan. Namun disini kreditur mempunyai hak kumulatif artinya apabila pada suatu tahun tertentu perusahaan menderita kerugian sehingga bunga tidak dibayarkan maka apabila pada tahun berikutnya perusahaan memperoleh keuntungan maka kreditur tersebut berhak untuk menuntut bunga dari tahun yang tidak dibayarkan tadi.

(3) Obligasi yang ditukarkan (*convertible bonds*)

Obligasi yang ditukarkan adalah obligasi yang memberikan kesempatan pada pemegang surat obligasi tersebut untuk menukarkan obligasinya tersebut dengan saham perusahaan bersangkutan pada suatu saat tertentu.

b) Pinjaman Hipotek (*Mortgage*)

Pinjaman hipotek merupakan pinjaman jangka panjang yang memberikan hak kepada kreditur (pemberi uang) suatu hak hipotek atas barang tidak bergerak agar apabila debitur tidak memenuhi kewajibannya barang tersebut dapat dijual dan hasil penjualannya dapat digunakan untuk menutup tagihan.

b. Modal sendiri

Modal sendiri berasal dari luar perusahaan, dapat juga berasal dari dalam perusahaan sendiri, yaitu modal yang dihasilkan atau dibentuk sendiri di dalam perusahaan (Riyanto, 2001, h. 240). Modal sendiri yang berasal dari sumber intern bisa disebut dengan keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Sedangkan modal sendiri yang berasal dari sumber ekstern adalah modal yang berasal dari pemilik modal atau yang biasa disebut dengan saham. Modal sendiri di dalam suatu perusahaan terdiri dari :

1) Modal saham

Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu perusahaan. Adapun jenis-jenis saham adalah :

a) Saham Biasa (*common stock*)

Pemegang saham biasa akan mendapatkan deviden pada akhir tahun pembukuan, hanya kalau perusahaan tersebut mendapatkan keuntungan. Bagi perusahaan bersangkutan dana yang diterima sebagai hasil penjualan saham akan tetap tertanam di dalam perusahaan tersebut selama hidupnya, meskipun bagi pemegang saham sendiri itu bukanlah merupakan penanaman yang permanen karena setiap waktu pemegang saham dapat menjual sahamnya. Adakalanya seorang investor hanya menganggap saham biasa sebagai selembar kertas dengan ciri-ciri tertentu.

Berkaitan dengan kenyataan itu, terdapat dua ciri saham biasa yaitu

1. Saham biasa memberi hak kepada pemiliknya atas deviden, tetapi hanya jika perusahaan memiliki laba yang merupakan sumber dana bagi pembayaran deviden dan hanya jika manajemen memilih membayar deviden daripada menahan seluruh laba.
2. Saham dapat dijual pada suatu saat dikemudian hari dengan harapan harga jual lebih tinggi daripada harga belinya.

Adapun fungsi saham biasa di dalam perusahaan adalah :

1. Sebagai alat untuk membelanjai perusahaan terutama kebutuhan akan modal permanen
2. Sebagai alat untuk menentukan pembagian laba
3. Sebagai alat untuk mengadakan fungsi atau kombinasi dari fungsi perusahaan
4. Sebagai alat untuk menguasai perusahaan. (Weston dan Brigham, 1998, h. 234)

Bentuk perusahaan yang mengeluarkan saham biasanya perseroan terbatas (PT). Dalam PT ada beberapa jenis saham biasa, yaitu :

- a. Saham yang diotorisasi, yaitu jumlah saham maksimal yang bisa dikeluarkan oleh perusahaan tanpa mengubah anggaran dasarnya.
- b. Saham yang dikeluarkan (*issued stock*), yaitu saham yang bisa dikeluarkan tapi belum dikeluarkan.
- c. Saham yang beredar (*Outstanding stock*), yaitu jumlah saham yang dikeluarkan dan dimiliki publik.
- d. *Treasury stock* yaitu saham yang sudah dikeluarkan dan dibeli kembali oleh perusahaan itu sendiri untuk disimpan. (Warsono, 2003, h. 222)

b) Saham Preferen (*Preferrend Stock*)

Saham preferen merupakan campuran yang dalam beberapa hal mirip dengan obligasi dan dalam hal lain mirip dengan saham biasa. Deviden saham preferen mirip dengan pembayaran bunga obligasi karena jumlahnya tetap dan umumnya harus dibayar lebih dahulu sebelum pembayaran deviden saham biasa. Saham preferen mirip dengan saham biasa dalam hal tidak mempunyai tanggal jatuh tempo dan tidak bisa ditebus. Disamping itu pemegang saham preferen maupun saham biasa berhak menerima deviden apabila perusahaan menerima keuntungan. Namun pemegang saham preferen mempunyai beberapa preferensi tertentu diatas pemegang saham biasa terutama dalam hal :

1. Pembagian deviden, deviden saham preferen dinyatakan dalam presentase tertentu dari nilai nominalnya dan proses pengambilannya dilakukan lebih dahulu untuk kemudian sisanya disediakan untuk saham biasa.
2. Pembagian kekayaan, apabila perusahaan dilikuidasi maka dalam pembagian kekayaannya pemegang saham preferen didahulukan daripada saham biasa (Riyanto, 2001, h. 245)

Dilain pihak pemegang saham preferen juga memiliki kelemahan dibandingkan pemegang saham biasa dalam hal tidak dimilikinya hak suara dalam rapat umum pemegang saham.

c) Saham Kumulatif Preferen (*Cummulative Preferend Stock*)

Saham preferen kumulatif adalah saham prioritas yang devidennya setiap tahun harus dibayarkan kepada pemegang saham. Apabila dalam satu tahun deviden tidak dapat dibayarkan, maka pada tahun-tahun

berikutnya deviden yang belum dibayar tadi harus dilunasi dulu sehingga dapat mengadakan pembagian deviden untuk saham biasa.

2) Cadangan

Cadangan yang dimaksud disini adalah cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang diperoleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun yang berjalan. Cadangan yang termasuk dalam modal sendiri adalah cadangan untuk menampung hal-hal atau kejadian-kejadian yang tidak diduga sebelumnya (cadangan umum) seperti cadangan ekspansi, cadangan modal kerja, cadangan selisih kurs dan lain-lain (Riyanto, 2001, h. 242). Adapun cadangan yang tidak termasuk modal sendiri antara lain cadangan depresiasi, cadangan piutang ragu-ragu, dan cadangan yang bersifat utang (cadangan untuk pensiun pegawai, atau cadangan untuk membayar pajak)

3) Keuntungan

Keuntungan yang dimaksud disini adalah laba ditahan yang merupakan keuntungan yang diperoleh perusahaan yang sebagian dapat dibayarkan sebagai deviden dan sebagian lagi ditahan oleh perusahaan. Apabila perusahaan mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan maka keuntungan tersebut disebut cadangan. Sedangkan apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut maka keuntungan yang ditahan.

Perbedaan modal asing dan modal sendiri adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Perbedaan Modal Asing Dan Modal Sendiri

Modal Asing	Modal Sendiri
1.Modal yang terutama memperhatikan kepada kepentingannya sendiri, yaitu kreditur.	1. Modal terutama tertarik dan berkepentingan terhadap komunitas, kelancaran dan keselamatan perusahaan
2.Modal yang tidak mempunyai pengaruh terhadap penyelenggaraan perusahaan.	2. Modal yang dengan kekuasaannya dapat mempengaruhi politik perusahaan
3.Modal dengan beban bunga yang tetap, tanpa memandang adanya keuntungan atau kerugian.	3. Modal yang mempunyai hak atas laba sesudah pembayaran bunga kepada modal asing
4.Modal yang hanya sementara turut bekerja sama di dalam perusahaan	4.Modal yang digunakan di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak terbatas atau tertentu lamanya
5.Modal yang dijamin, modal yang mempunyai hak didahulukan (hak preferen) sebelum modal sendiri di dalam likuidasi.	5.Modal yang menjadi jaminan dan haknya adalah sesudah modal asing di dalam likuidasi

(Sumber : Riyanto, 2001, h. 163)

C. Struktur Modal

1. Pengertian Struktur Modal

Pembahasan mengenai struktur modal berkaitan dengan penentuan bauran pembiayaan perusahaan. Struktur modal mempunyai pengertian yang berbeda dengan struktur keuangan. Struktur keuangan adalah bagaimana cara perusahaan mendanai aktivitya. Struktur modal atau kapitalisasi perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri atas hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham (Weston dan Brigham, 1998, h. 119). Sedangkan sumber lain menyebutkan bahwa struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2001, h. 282). Menurut Sartono (2000, h. 254) Struktur modal ditunjukkan oleh perimbangan pembelanjaan jangka panjang yang permanen, yaitu perimbangan

antara utang jangka panjang dan saham preferen dengan modal sendiri. Sedangkan menurut Alwi (1994, h. 329) dikemukakan bahwa struktur modal adalah :

” Merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan secara langsung berakibat terhadap biaya modal, keputusan tentang *capital budgeting* dan harga pasar, struktur modal ditentukan oleh perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan. Struktur modal haruslah memaksimalkan profit bagi kepentingan modal sendiri dan keuntungan yang diperoleh haruslah lebih dari biaya modal sebagai akibat penggunaan struktur modal tertentu.”

Dari beberapa pendapat di atas dapat diambil kesimpulan bahwa struktur modal adalah merupakan pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan.

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Houston dan Brigham menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi terhadap struktur modal yang optimal adalah sebagai berikut : (2001, h. 174-177)

a. Stabilitas penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil mungkin akan lebih mudah memperoleh pinjaman yang mengakibatkan biaya tagihan tetapnya lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

b. Struktur aktiva

Apabila aktiva perusahaan cocok untuk dijadikan anggunan kredit, perusahaan tersebut cenderung menggunakan banyak hutang.

c. Leverage Operasi

Perusahaan dengan leverage operasi yang lebih kecil mampu untuk memperbesar leverage keuangannya karena interaksi leverage operasi dan keuanganlah yang mempengaruhi penurunan penjualan terhadap laba operasi dan arus kas.

d. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat lebih banyak bergantung pada modal eksternal, biaya emisi untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat hutang. Karena itu perusahaan

yang tumbuh cepat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang pertumbuhannya lambat.

e. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang relatif kecil. Karena laba yang ditahan sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

f. Pajak

Bunga adalah beban yang dikurangkan untuk tujuan perpajakan dan untuk pengurangan tersebut sangat bernilai tinggi bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi, karena itu makin tinggi tarif pajak perusahaan maka makin tinggi keuntungan dari penggunaan hutang.

g. Pengendalian

Pengaruh akibat penerbitan surat-surat hutang versus saham terhadap posisi pengendalian manajemen bisa mempengaruhi struktur modal. Jika manajemen saat ini mempunyai hak suara untuk mengendalikan perusahaan (mempunyai saham lebih dari 50 %) tapi tidak diperkenankan untuk membeli saham tambahan mungkin akan dipenuhi dengan pinjaman.

h. Sikap Manajemen

Dengan adanya bukti bahwa struktur modal yang satu akan membuat harga saham lebih tinggi daripada struktur modal yang lainnya manajemen dapat menilai sendiri struktur modal yang tepat.

i. Sikap Pemberi Pinjaman Dan Perusahaan Penilai Kredibilitas (*Rating Agency*)

Kendatipun manajemen mempunyai analisis tersendiri mengenai leverage yang tepat bagi perusahaannya namun acapkali sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas sangat berpengaruh terhadap keputusan struktur keuangan.

j. Kondisi Pasar

Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang bisa mempunyai pengaruh penting terhadap struktur modal yang optimal bagi perusahaan.

k. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan.

l. Fleksibilitas Keuangan

Manajer tidak bisa memastikan bagaimana keputusan pendanaan mempengaruhi harga pasar saham. Tapi bila peluang usaha yang baik mereka lepaskan karena ketidakadaan dana hal itu akan menurunkan profitabilitas perusahaan dalam jangka panjang, karena itu sebagai seorang manajer pendanaan harus selalu dapat menyediakan dana untuk operasi perusahaan.

Sedangkan menurut Riyanto (2001, h. 297-300) juga mengemukakan faktor-faktor utama yang mempengaruhi struktur modal, yaitu :

a. Stabilitas dari *earning*

Suatu perusahaan yang mempunyai *earning* yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban finansialnya atas modal asing. Sedangkan perusahaan yang mempunyai *earning* yang tidak stabil mempunyai resiko tidak dapat membayar beban bunga hutangnya.

b. Tingkat bunga

Tingkat bunga akan sangat mempengaruhi jenis modal yang akan ditarik, apakah suatu perusahaan akan mengeluarkan saham atau obligasi. Apabila tingkat bunga tinggi maka perusahaan akan mengeluarkan saham. Penarikan obligasi dapat dilakukan apabila tingkat bunga lebih rendah dari *earning power* dari tambahan modal tersebut.

c. Susunan dari aktiva

Suatu perusahaan yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap maka pemenuhan kebutuhan modal diutamakan dari modal permanen yaitu modal sendiri, sedangkan modal asing hanya digunakan sebagai pelengkap. Tetapi pada perusahaan yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva lancar maka pemenuhan kebutuhan modal diutamakan dari hutang jangka pendek.

d. Kadar resiko dari aktiva

Penggunaan aktiva perusahaan yang semakin panjang jangka waktunya maka akan semakin besar resiko aktivitya. Terdapat prinsip aspek resiko dalam ajaran pembelajaran perusahaan yang menyatakan bahwa apabila ada aktiva yang peka resiko, maka perusahaan harus lebih banyak membelanjai dengan modal sendiri.

e. Besarnya jumlah modal yang dibutuhkan

Apabila perusahaan membutuhkan modal yang tidak terlalu besar maka perusahaan dapat mengeluarkan satu golongan sekuritas saja, tetapi apabila perusahaan membutuhkan modal yang besar maka perlu mengeluarkan beberapa golongan sekuritas misalnya obligasi, saham preferen, dan saham biasa.

f. Keadaan pasar modal

Kondisi pasar saham mengalami perubahan disebabkan gelombang konjungtur. Pada saat gelombang konjungtur mencapai tingkat tertinggi maka investor akan tertarik untuk menanamkan modalnya dalam saham. Berhubungan dengan hal itu maka perusahaan haruslah menyesuaikan dengan keadaan pasar modal tersebut.

g. Sifat manajemen

Sifat manajemen banyak mempengaruhi pengambilan keputusan dalam pemenuhan dana. Manajer yang bersifat optimis akan mempunyai keberanian untuk menanggung resiko sehingga akan lebih berani membiayai pertumbuhan perusahaan dengan dana yang berasal dari hutang. Sedangkan manajer yang pesimis lebih suka membiayai pertumbuhan perusahaan dengan modal sendiri.

h. Besarnya suatu perusahaan

Perusahaan besar dimana sahamnya tersebar luas lebih berani mengeluarkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dananya karena mempunyai pengaruh yang lebih kecil terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan.

Bagi perusahaan sebelum menentukan keputusan yang berhubungan dengan struktur modal sebaiknya memperhatikan faktor-faktor di atas karena akan berpengaruh pada struktur modal yang optimum bagi perusahaan.

3. Pendekatan Struktur Modal

Pada teori struktur modal terdapat empat pendekatan yang digunakan, yaitu

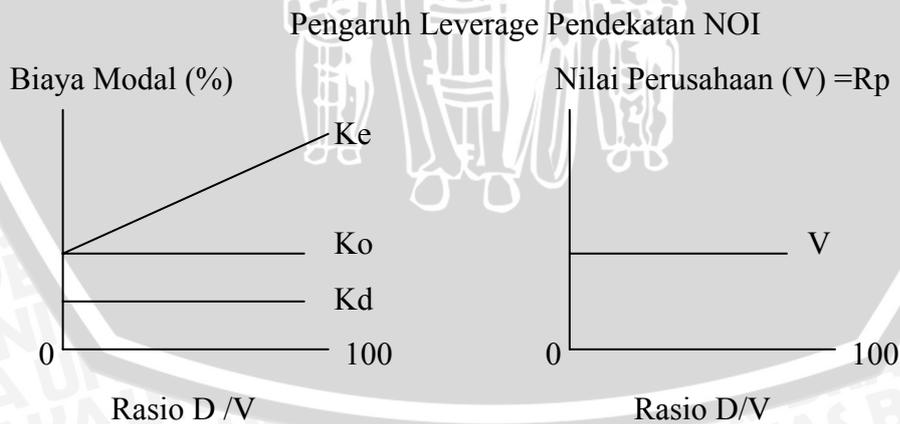
- a. Pendekatan laba operasi bersih (*Net Operating Income / NOI Approach*)
- b. Pendekatan Laba Bersih (*Net income / NI Approach*)
- c. Pendekatan Klasik (*Traditional Approach*)
- d. Pendekatan Modigliani-Miller (*Modigliani-Miller Position*)

Untuk selanjutnya keempat pendekatan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

- a. Pendekatan laba operasi bersih

Pendekatan laba operasi bersih menganalisis pengaruh perubahan hutang terhadap nilai pasar saham perusahaan dan tingkat kapitalisasi perusahaan ekuitas tersirat dengan asumsi EBIT dan tingkat kapitalisasi keseluruhan konstan untuk semua tingkat leverage. Menurut teori ini jika leverage meningkat maka nilai per lembar saham perusahaan akan meningkat dan tingkat kapitalisasi ekuitas akan naik.

Gambar 1



(Sartono, 1999, h.300)

Ket : Ke = Tingkat Kapitalisasi

Ko = Biaya Modal Rata-Rata

Kd = Biaya Hutang

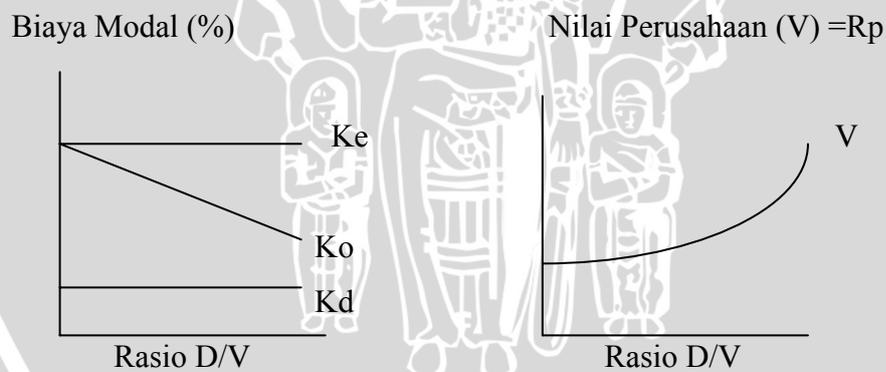
Pendekatan ini melihat bahwa modal rata-rata tertimbang konstan. Berapapun tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama diasumsikan bahwa biaya hutang konstan. Kedua penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan resiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya resiko perusahaan, konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang (k_o) tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

b. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income /NI Approach*)

Pendekatan laba bersih menganalisis pengaruh perubahan hutang terhadap total nilai perusahaan dan tingkat kapitalisasi menyeluruh dengan asumsi EBIT dan tingkat ekuitas konstan. Dalam pendekatan ini jika leverage meningkat, maka nilai perusahaan akan meningkat dan tingkat kapitalisasi menyeluruh meningkat.

Gambar 2

Pengaruh Leverage Pendekatan NI



(Sartono, 1999, h. 300)

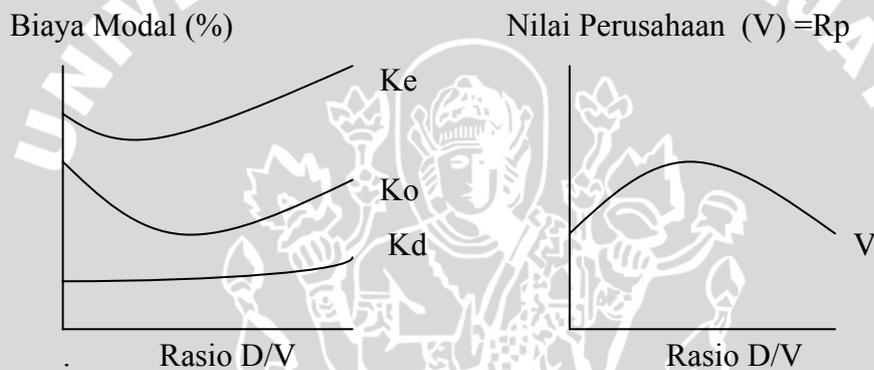
Investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (ke) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutangnya dengan tingkat biaya hutang (kd) yang konstan pula. Karena ke dan kd konstan maka semakin besar jumlah hutang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (ko) akan semakin kecil sedangkan nilai perusahaan meningkat jika perusahaan menggunakan hutang semakin besar.

c. Pendekatan Klasik (*Traditional Approach*)

Dalam pendekatan ini dikemukakan adanya struktur modal yang optimum dan bahwa perusahaan dapat menaikkan nilai totalnya melalui penggunaan leverage yang bijaksana (Horne, 1998, h. 27). Perusahaan dapat menurunkan biaya modalnya dan menaikkan nilai totalnya melalui leverage. Dengan meningkatnya leverage maka para investor menaikkan tingkat kapitalisasi ekuitasnya, namun kenaikan tidak langsung mengofset manfaat penggunaan dan hutang (yang lebih murah) tersebut secara keseluruhan.

Gambar 3

Pengaruh Leverage Pada Pendekatan Tradisional



(Sartono, 1999, h. 300)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga satu leverage tertentu resiko perusahaan tidak mengalami perubahan., sehingga baik *kd* maupun *ke* relatif konstan. Namun demikian setelah leverage atau rasio hutang tertentu, biaya hutang dan biaya modal sendiri meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri ini akan semakin besar daripada penurunan biaya karena penggunaan hutang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah leverage tertentu akan meningkat. Oleh karena itu nilai perusahaan mulai meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar. Dengan demikian menurut pendekatan tradisional ini terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

d. Pendekatan Modigliani-Miller (Modigliani-Miller Position)

Pendekatan yang dilakukan Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) berdasarkan studi formal secara matematis, scientific, dan penelitian yang terus menerus. MM memperkenalkan teori struktur modal dengan beberapa asumsi berikut :

1. Resiko bisnis perusahaan dapat diukur dengan standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak (σ EBIT) dan perusahaan yang memiliki resiko bisnis sama dikatakan berada dalam klas yang sama.
2. Semua investor dan investor potensial memiliki estimasi sama terhadap EBIT perusahaan dimasa yang akan datang, dengan demikian semua investor memiliki harapan yang sama atau homogeneous expectations tentang laba perusahaan dan tingkat resiko perusahaan.
3. Saham dan obligasi diperdagangkan dalam pasar modal yang sempurna atau *perfect capital market*. (Sartono, 1999, h. 302)

Pendekatan MM ini juga menurut Warsono (2003, h. 175) menentang pendapat tradisional dengan memberikan pembenaran perilaku bahwa tingkata kapitalisasi perusahaan tersebut secara keseluruhan (*ko*) tetap konstan di semua tingkat leverage.

MM berpendapat bahwa resiko total bagi seluruh pemegang surat berharga dari suatu perusahaan tidak berpengaruh oleh perubahan dalam struktur modalnya. Oleh karena itu, nilai total perusahaan tersebut haruslah sama, tanpa memperdulikan bauran pembiayaannya. Alasannya adalah kemungkinan munculnya proses abritasi yang akan membuat harga saham atau nilai perusahaan yang menggunakan hutang atau tidak menggunakan hutang akhirnya sama.

4. Struktur Modal Yang Optimal

Suatu perusahaan yang dalam pemenuhan kebutuhannya mengutamakan sumber dari dalam perusahaan sehingga akan mengurangi ketergantungan terhadap pihak luar. Namun apabila kebutuhan dana sudah meningkat dan tidak dapat dipenuhi dari modal intern, maka tidak ada pilihan selain menggunakan dana dari luar baik dari hutang (*debt financing*) maupun dengan mengeluarkan saham baru (*external equity financing*)

Apabila dalam pemenuhan kebutuhan dana dari sumber ekstern tersebut kita lebih mengutamakan pada hutang saja maka ketergantungan kita pada pihak

luar akan semakin besar dan resiko finansialnya akan semakin besar, sebaliknya kalau kita hanya berdasarkan pada saham saja biayanya akan sangat mahal. Oleh karena itu perlu diusahakan adanya keseimbangan yang optimal antara kedua sumber tersebut.

Perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan struktur modal yang optimal. Dalam keadaan bagaimanapun jangan sampai jumlah hutang lebih besar daripada jumlah modal sendiri atau dengan kata lain *debt ratio* jangan lebih besar dari 50%, sehingga modal yang dijamin (hutang) tidak lebih besar dari modal yang menjadi jaminannya (modal sendiri). Menurut Riyanto (2001, h. 295) berdasarkan konsep *cost of capital* perusahaan berusaha memiliki struktur modal yang optimal dalam arti bahwa struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata (*average cost of capital*). Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2001, h. 45) struktur modal yang optimal suatu perusahaan adalah kombinasi dari hutang dan ekuitas yang memaksimalkan harga saham perusahaan.

Sundjaja dan Barlian (2001, h. 174) dengan menggunakan metode *simple zero growth* menyimpulkan bahwa struktur modal yang optimal adalah keadaan dimana WACC diminimalkan karenanya memaksimalkan nilai perusahaan.

$$V = \frac{EBIT + (1-t)}{WACC}$$

Dimana : V = Nilai Perusahaan

EBIT = Laba sebelum bunga dan pajak

t = Pajak

WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

(Sartono, 1999, h. 299)

Jika diasumsikan bahwa EBIT adalah konstan, maka nilai perusahaan (V) dapat diperbesar dengan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang.

Setiap perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal yaitu bauran atau perpaduan hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa yang memaksimalkan harga saham tersebut. Oleh karena itu perusahaan yang rasional dan berupaya menciptakan struktur modal yang optimal akan menambah modal baru tanpa mengganggu keseimbangan dalam struktur tersebut

Berdasarkan besarnya biaya setiap unsur modal, perusahaan akan berusaha memiliki struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata. Besar kecilnya biaya penggunaan modal rata-rata bergantung pada proporsi masing-masing sumber beserta biaya dari setiap komponen tersebut.

Misalnya suatu perusahaan apabila memiliki rasio hutang sebesar 60% menghasilkan biaya penggunaan modal rata-rata 13,2%, jika rasio hutangnya sebesar 50% biaya penggunaan modal rata-ratanya sebesar 12,5%. Dan jika rasio hutangnya 40% biaya penggunaan modal rata-ratanya juga 13,2%. Struktur modal yang optimum dari perusahaan tersebut adalah 50%, karena dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata perusahaan. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 2
Rasio Hutang dan Biaya modal rata-rata tertimbang.

Komponen Modal	Proporsi Modal	Biaya Modal	Hasil
Hutang	30 %	9 %	2,7 %
Modal Sendiri	70%	16 %	11,2 %
Biaya modal rata-rata tertimbang			13,9 %
Hutang	40 %	9 %	3,6 %
Modal Sendiri	60 %	16 %	9,6 %
Biaya modal rata-rata tertimbang			13,2 %
Hutang	50 %	9 %	4,5 %
Modal Sendiri	50 %	16 %	8,0 %
Biaya modal rata-rata tertimbang			12,5 %
Hutang	60 %	10 %	6,0 %
Modal Sendiri	40 %	18 %	7,2 %
Biaya modal rata-rata tertimbang			13,2 %
Hutang	70 %	11 %	7,7 %
Modal Sendiri	30 %	20 %	6,0 %
Biaya modal rata-rata tertimbang			13,7 %

Sumber : Riyanto, 2001, h. 295

Dari tabel diatas tampak bahwa rasio hutang atau struktur modal yang optimal tercapai pada tingkat rasio hutang 50% yaitu struktur modal yang menghasilkan biaya modal rata-rata yang minimal yaitu sebesar 12,5%.

Dari tabel di atas juga bisa dilihat bahwa biaya hutang dan biaya modal sendiri pada rasio hutang di atas 50% makin meningkat. Hal ini disebabkan oleh semakin besarnya rasio hutang berarti semakin besar pula resiko keuangannya. Resiko keuangan adalah resiko yang timbul karena ketidakmampuan perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran dalam keadaan ekonomi yang memburuk. Dalam keadaan tersebut pemegang saham dari suatu perusahaan yang mempunyai rasio hutang tinggi mempunyai resiko yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang mempunyai rasio hutang yang lebih kecil. Resiko tersebut bisa berupa penerimaan deviden yang kecil atau resiko tidak mendapatkan deviden. Untuk mengimbangi makin besarnya resiko, pemegang saham menuntut imbalan yang lebih besar pula yaitu dalam bentuk tingkat keuntungan yang diiisyaratkan yang lebih besar. Hal ini berakibat makin tingginya biaya modal sendiri. Keadaan demikian akan diikuti pula oleh para kreditur, makin besar rasio hutang berarti makin kecil tingkat solvabilitasnya sehingga jaminan bagi para kreditur juga makin kecil. Sebagai imbalan dari meningkatnya resiko tersebut para kreditur juga meningkatkan tingkat bunga yang diiisyaratkan. Hal ini juga mengakibatkan kenaikan biaya hutang. Meningkatnya biaya modal sendiri dan biaya hutang tersebut akan mengakibatkan meningkatnya biaya modal rata-rata tertimbang.

D. Nilai Perusahaan

Tujuan yang ingin dicapai oleh manajer keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu perlu diusahakan adanya keseimbangan antara resiko dan pengembalian agar tercipta struktur modal yang dapat memeksimumkan harga saham perusahaan yang disebut sebagai nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan itu dijual (Husnan, 1998, h. 6) lebih lanjut nilai perusahaan (V) sama dengan nilai hutang (D) ditambah dengan nilai modal sendiri (S) atau secara formal $V = D + S$ (Husnan, 1998, h.10)

Istilah nilai (*Value*) sering digunakan dalam berbagai macam konteks karena maknanya bisa bervariasi. Untuk perusahaan yang telah *go public* atau

menjual sahamnya ke masyarakat luas, nilai perusahaan dapat dilihat dari nilai sahamnya di pasar modal. Nilai saham adalah jumlah lembar saham dikalikan nilai pasar perlembar saham ditambah dengan nilai hutang. Dengan adanya asumsi nilai hutang konstan maka peningkatan nilai saham secara otomatis akan meningkatkan nilai perusahaan (Husnan, 1998, h. 5). Nilai perusahaan tercermin pada kekuatan tawar-menawar saham. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan yang mempunyai prospek di masa yang akan datang, nilai sahamnya menjadi tinggi. Sebaliknya, apabila perusahaan dinilai kurang mempunyai prospek maka harga sahamnya menjadi rendah.

Bagi perusahaan yang belum *go public* sangat sukar melakukan penilaian atas nilai pasar sahamnya sehingga nilai perusahaannya sering dikur dengan harga jual seandainya perusahaan tersebut dijual yang tidak hanya mencerminkan nilai aset perusahaan tetapi meliputi tingkat resiko usaha, prospek perusahaan, manajemen, lingkungan usaha dan faktor-faktor lainnya (Sartono, 1999, h. 12).Sehubungan dengan hal tersebut maka struktur modal yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan disebut striktur modal yang optimal.

E. Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan

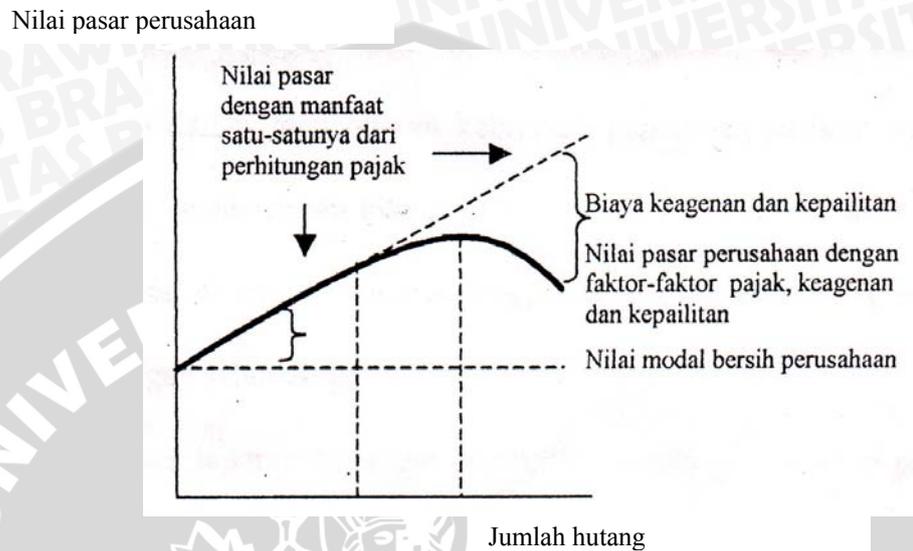
Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, apabila keputusan-keputusan keuangan lainnya dianggap konstan. Dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak penghasilan, teori MM menunjukkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Tetapi dengan adanya pajak penghasilan maka penggunaan leverage dalam batas-batas tertentu akan menghasilkan struktur modal dengan nilai perusahaan yang maksimal.

Penggunaan leverage oleh perusahaan yang semakin besar, pengaruhnya bagi nilai perusahaan di satu sisi akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya perlindungan pajak dan peningkatan *return* yang diharapkan. Tetapi di sisi lain dapat juga menurunkan nilai perusahaan karena tingginya biaya modal atas penggunaan hutang jangka panjang dan kemungkinan timbulnya biaya kepailitan.

Menurut Weston (1998:65) bahwa dengan meningkatnya leverage nilai perusahaan pertama-tama meningkat, mencapai maksimum dan kemudian menurun.

Jadi kriteria penilai perusahaan dapat dijadikan pedoman dalam menentukan struktur modal perusahaan yang diinginkan.

Gambar 4
Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan



(Weston, 1998:66)

Gambar di atas menjelaskan pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan. Menunjukkan meningkatnya leverage pertama-tama akan meningkatkan nilai perusahaan sebagai akibat nilai sekarang dari penghematan pajak (garis curam menunjukkan tarif pajak penghasilan perseroan). Tetapi pada suatu saat biaya kepailitan dan biaya keagenan menyebabkan nilai perusahaan berkurang apabila satu-satunya pengaruh terhadap nilai perusahaan hanyalah pajak penghasilan perseroan. Kemudian biaya kepailitan dan biaya keagenan menjadi sangat besar. Hal ini menunjukkan nilai perusahaan mulai menurun, titik ini menunjukkan tingkat rasio leverage dimana pada titik ini nilai perusahaan mencapai maksimum dan yang juga menggambarkan struktur modal yang optimal.

Penggunaan leverage akan berdampak pada naik turunnya nilai perusahaan karena di dalamnya terdapat suatu tingkat risiko yang akan dihadapi yaitu biaya modal dan ketidakpastian *return* yang diharapkan sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan serta disisi lain adanya perlindungan pajak dan peningkatan *return* bagi pemilik perusahaan sehingga menaikkan nilai perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur modal yang optimal

dapat dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan perlindungan pajak dan biaya modal sebagai akibat penggunaan leverage sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

F. Analisis Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Laporan keuangan dapat digunakan sebagai penyedia informasi bagi pihak manajemen dalam menentukan kebijakan penentuan struktur modal. Dari analisis laporan keuangan dapat diketahui keadaan keuangan di masa lalu, saat ini dan kemungkinan di masa datang sehingga tersedia laporan yang cukup akurat untuk perkembangan selanjutnya.

Analisis laporan keuangan perusahaan pada dasarnya merupakan perhitungan rasio-rasio untuk menilai keadaan keuangan perusahaan di masa lalu, saat ini, dan kemungkinannya di masa yang akan depan (Syamsuddin, 2001, h. 37). Salah satu tujuan utamanya adalah mengidentifikasi perubahan-perubahan pokok (*turning point*) pada trend, jumlah dan hubungan, dan alasan perubahan-perubahan tersebut. Perubahan-perubahan tersebut seringkali merupakan tanda peringatan awal (*early warning signal*) terjadinya pergeseran menuju keberhasilan atau kegagalan suatu perusahaan. Proses penuh pertimbangan ini dapat ditingkatkan melalui pengalaman dan menggunakan alat-alat analisis.

1. Analisis Rasio

Rasio-rasio keuangan adalah perbandingan dari elemen-elemen laporan keuangan yang dihubungkan-hubungkan. Rasio keuangan ini digolongkan menjadi empat yaitu rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas dan rasio leverage (Muslich, 2003, h.47)

- a. rasio likuiditas, yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya yang harus dipenuhi. Kewajiban yang harus dipenuhi adalah hutang jangka pendek.
- b. rasio aktivitas, mengukur seberapa besar efektivitas perusahaan di dalam memanfaatkan sumber dananya. Rasio aktivitas dinyatakan sebagai perbandingan antara penjualan dengan berbagai elemen aktiva.

- c. rasio profitabilitas, mengukur seberapa besar tingkat keuntungan yang dapat diperoleh oleh perusahaan.
- d. rasio leverage, menunjukkan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibelanjai dengan hutang

Dalam penelitian ini penghitungan yang dilakukan tidak untuk seluruh rasio keuangan, karena tidak semua rasio dibutuhkan untuk menghitung kinerja manajemen perusahaan dalam upayanya untuk menciptakan nilai perusahaan yang memaksimalkan dari penentuan struktur modal yang optimal. Rasio-rasio yang digunakan adalah rasio profitabilitas dan rasio leverage.

a. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Terdapat beberapa rasio profitabilitas yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas yaitu :

1) Rasio laba bersih terhadap penjualan (*Net Profit Margin*)

Rasio *net profit margin* mengukur rupiah laba yang dihasilkan oleh setiap satuan rupiah penjualan. Rasio ini memberikan gambaran tentang laba untuk para pemegang saham sebagai prosentase dari penjualan.

Rasio *net profit margin* dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Rasio Laba bersih/penjualan} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

2) *Return On Investment*

Return on investment mengukur tingkat kembalian investasi yang telah dilakukan oleh perusahaan, baik menggunakan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan tersebut maupun dengan menggunakan dana yang berasal dari pemilik (modal). (Prastowo, 2002, h. 85),

Return On investment dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Return On Investment} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

3) *Return On Equity*

Return On Equity merupakan suatu pengukuran dari penghasilan

(*income*) yang tersedia bagi pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen) atas modal yang mereka investasikan dalam perusahaan (Syamsuddin, 2001, h. 64)

Rasio *return on equity* ini dapat dihitung dengan cara:

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{EAT}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

b. Rasio Leverage

Menurut rasio leverage yang mengukur tingkat solvabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau kewajiban-kewajibannya apabila perusahaan dilikuidasi (Harahap, 2002, h.303). Rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan ini yaitu:

1) *Debt Ratio*

Rasio utang melibatkan proporsi antara kewajiban yang dimiliki dan seluruh kekayaan yang dimiliki (Sawir, 2003, h. 13). Semakin tinggi hasil persentasenya, cenderung semakin besar resiko keuangannya bagi kreditur ataupun pemegang saham.

Penghitungan *debt ratio* menurut Harahap (2002, h. 304) adalah:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

2) *Debt to Equity Ratio*

Rasio ini menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka panjang yang diberikan oleh para kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan (Syamsuddin, 2001, h. 54) Hal ini biasanya digunakan untuk mengukur financial leverage dari suatu perusahaan.

Adapun perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

3) *Debt to Total Capitalization*

Rasio ini mengukur berapa besar modal jangka panjang perusahaan (*total capitalization*) yang dibiayai oleh kreditur jangka panjang.

Adapun perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt to Total Capitalization} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Kapitalisasi}} \times 100\%$$

4) *Time Interest Earned*

Untuk mengukur kemampuan operasi perusahaan dalam memberikan proteksi kepada kreditur jangka panjang, khususnya dalam pembayaran bunga digunakan rasio *Time Interest Earned*. Penghitungan *time interest earned* menurut Sawir (2003, h. 14) adalah sebagai berikut:

$$\text{Time Interest Earned} = \frac{\text{Earning Before Interest and Taxes (EBIT)}}{\text{Interest Charge}}$$

2. Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Pertimbangan utama dalam pemilihan sumber dana dapat dilakukan dengan melihat biaya modal yang akan timbul akibat penggunaan sumber dana tersebut yang dikenal dengan biaya modal. Mengukur biaya modal tidak dapat dipisahkan dari struktur modalnya, karena struktur modal yang berbeda akan menimbulkan perbedaan biaya modal.

Pengertian biaya modal (*cost of capital*) adalah semua biaya yang secara riil dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka mendapatkan sumber dana (Sutrisno, 2003, h. 173). Menurut Martin (1993, h. 296) biaya modal suatu perusahaan adalah tingkat yang harus dihasilkan untuk memuaskan investor suatu perusahaan pada tingkat resiko tertentu. Sartono (2000, h. 183) menambahkan bahwa biaya modal adalah biaya yang harus dikeluarkan atau harus dibayar untuk mendapatkan modal baik yang berasal dari hutang saham preferen, saham biasa maupun laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan.

Biaya modal dapat juga dianggap sebagai tingkat pengembalian yang diinginkan oleh penyandang dana untuk menanamkan dananya kedalam perusahaan. Jika risiko dianggap konstan, proyek dengan tingkat pengembalian diatas biaya modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun sebaliknya bila proyek dengan tingkat pengembalian di bawah biaya modal akan menurunkan nilai perusahaan.

Konsep biaya modal dapat digunakan sebagai alat untuk memilih alternatif yang terbaik dari sumber-sumber pembelanjaan karena dapat menentukan besarnya biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan dengan penggunaan dana dari setiap sumber modal. Penentuan besarnya biaya modal perusahaan sangat penting, menurut Weston dan Brigham (1994, h. 102) karena tiga alasan yaitu :

1. Memaksimalkan nilai perusahaan menyaratkan adanya minimalisasi semua input biaya termasuk biaya modal.
2. Keputusan investasi yang tepat menyaratkan estimasi biaya modal yang tepat
3. Beberapa keputusan seperti *leasing*, pembelian kembali obligasi perusahaan atau *bond refunding* memerlukan estimasi biaya modal.

Biaya modal adalah sebuah konsep dinamis yang dipengaruhi oleh bermacam-macam faktor ekonomi dan perusahaan, untuk menghitung biaya modal perlu dibuat dengan beberapa asumsi yang berkaitan dengan resiko dan pajak:

- a) Risiko bisnis, risiko dimana perusahaan tidak dapat menutup biaya operasional perusahaan. Risiko ini diasumsikan tidak berubah.
- b) Risiko keuangan, risiko dimana perusahaan tidak mampu untuk menutup kewajiban keuangan seperti biaya bunga, biaya sewa usaha, dan deviden saham preferen. Risiko ini diasumsikan tidak berubah.
- c) Biaya setelah pajak dianggap biaya yang relevan. Dengan perkataan lain biaya modal dihitung atas dasar biaya modal setelah pajak (Sundjaja dan Barlian, 2003, h. 234)

Tingkat biaya yang penggunaan modal yang harus diperhitungkan oleh perusahaan adalah tingkat penggunaan modal secara keseluruhan. Oleh karena biaya dari tiap-tiap sumber dana tersebut berbeda untuk menetapkan biaya modal dari perusahaan secara keseluruhan perlu menghitung rata-rata tertimbang dari berbagai sumber dana tersebut. Sedangkan menurut Riyanto (2001, h. 254) untuk penetapan bobot dari masing-masing struktur modal dapat didasarkan pada :

1. Jumlah rupiah dari masing-masing komponen struktur modal
2. Proporsi modal dalam struktur modal dinyatakan dalam persentase.

Biaya modal secara keseluruhan untuk suatu perusahaan terdiri dari beberapa komponen yaitu:

1) Biaya Hutang

Biaya hutang jangka panjang adalah biaya sesudah pajak saat ini untuk mendapatkan dana jangka panjang melalui pinjaman (Sundjaja dan Barlian, 2003, h. 137). Hutang jangka panjang ini biasanya diperoleh melalui penjualan surat obligasi. Konsep biaya hutang yang digunakan adalah biaya hutang jangka panjang setelah pajak. Hal ini didasarkan pada argumen bahwa perusahaan yang menggunakan sebagian sumber dananya dari hutang akan terkena kewajiban membayar bunga. Bunga merupakan salah satu bentuk beban bagi perusahaan (*interest expense*) (Warsono, 2003, h 140). Dengan adanya beban bunga akan menyebabkan besarnya pembayaran pajak menjadi berkurang. Oleh karena itu beban bunga disebut sebagai pos deduksi pembayaran pajak. Biaya hutang setelah pajak (*after tax cost of debt*) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Biaya hutang setelah pajak} &= \text{Suku bunga} - \text{Penghematan pajak} \\ &= Kd - Kd.T \\ &= Kd(1-T) \end{aligned}$$

Alasan penggunaan biaya hutang setelah pajak dalam menghitung WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) karena nilai maksimum saham perusahaan bergantung pada arus kas setelah pajak. Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan sehingga menghasilkan penghematan pajak yang dapat mengurangi biaya hutang bersih yang pada akhirnya membuat biaya hutang setelah pajak lebih kecil daripada biaya hutang sebelum pajak. Pajak yang dikenakan berdasarkan pada tarif pajak rata-rata, tarif pajak rata-rata memperlihatkan perbandingan (rasio) antara jumlah pajak terutang dengan penghasilan kena pajak (Zain, 2003, h. 164)

2) Biaya Saham Preferen

Saham preferen merupakan kombinasi antara hutang dengan modal sendiri. Salah satu ciri saham preferen yang menyerupai hutang adalah adanya penghasilan tetap bagi para pemiliknya. Pendapatan ini berupa deviden saham preferen. Saham preferen tidak mempunyai

masa jatuh tempo, sehingga dalam penilaiannya menyerupai obligasi abadi. Dalam penilaian saham preferen dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$P_o = \frac{D_p}{K_p}$$

Keterangan: P_o = harga pasar saham preferen

D_p = deviden saham preferen

K_p = tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham preferen

Dalam menerbitkan saham preferen, diperlukan adanya biaya pengembangan/flotasi, maka formula di atas dapat dimodifikasi menjadi:

$$K_p = \frac{D_p}{P_n}$$

Keterangan: P_n = biaya modal saham preferen diperhitungkan atas dasar kas bersih yang diterima.

3) Biaya Saham Biasa

Biaya modal saham biasa merupakan hasil yang diharapkan atas saham oleh para investor di pasar. Ada dua bentuk pembiayaan saham biasa yaitu laba ditahan dan penerbitan saham biasa baru.

Biaya saham biasa dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$k_e = \frac{D_i}{P_o} + g$$

Keterangan:

k_e = biaya modal sendiri

D_i = deviden yang diharapkan

g = tingkat pertumbuhan deviden

P_o = Harga saham

Tingkat pertumbuhan deviden dapat dihitung dengan rumus:

$$g = ROE \times b$$

Keterangan:

b = Plowback Ratio $(1 - \frac{D}{EPS})$

D = Deviden Pershare

EPS = Earning Pershare

4) Biaya Modal Sendiri

Besarnya biaya penggunaan dana yang berasal dari laba yang ditahan adalah sebesar tingkat pendapatan investasi dalam saham yang diharapkan diterima oleh para investor atau dengan kata lain biayanya dianggap sama. Penggunaan dana yang berasal dari saham biasa dapat diformulakan dengan rumus:

$$k_s = k_e$$

Keterangan:

k_s = biaya modal laba ditahan

k_e = biaya saham biasa

5) Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang

Biaya rata-rata tertimbang mencerminkan rata-rata biaya modal di masa yang akan datang (Sundjaja & Barlian, 2001, h. 139), sedangkan menurut Sartono (2000, h. 183) biaya modal rata-rata tertimbang adalah *return of investment* minimal yang harus diperoleh perusahaan dengan tingkat leverage tertentu untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Dasar pemikiran penggunaan biaya modal rata-rata tertimbang adalah bahwa masing-masing sumber dana mempunyai biaya modal sendiri-sendiri, juga besarnya dana dari masing-masing sumber dana tidak sama. Untuk menghitung biaya modal secara keseluruhan, maka harus mempertimbangkan bobot/proporsi masing-masing komponen modal sesuai struktur modalnya. Jadi, biaya modal perusahaan secara keseluruhan untuk suatu proyek tertentu adalah rata-rata dari biaya-biaya modal individual, tertimbang oleh proporsi dari segi jenis modal yang digunakan. Biaya rata-rata tertimbang dapat diformulakan sebagai berikut:

$$WACC = W_i K_i + W_p K_p + W_e K_e$$

Keterangan:

WACC = biaya modal rata-rata tertimbang

W_i = bobot hutang terhadap struktur modal

W_p = bobot saham preferen terhadap struktur modal

- We = bobot saham biasa terhadap struktur modal
- Ki = biaya hutang
- Kp = biaya modal saham preferen
- Ke = biaya modal saham biasa



BAB III METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Metode penelitian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah penelitian deskriptif dengan pendekatan studi kasus.

Metode penelitian deskriptif adalah suatu metode dalam meneliti status sekelompok manusia, suatu obyek, suatu set kondisi, suatu sistem pemikiran ataupun kelas peristiwa pada masa sekarang. Tujuan daripada penelitian deskriptif adalah membuat deskripsi gambaran atau lukisan secara sistematis, aktual, dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat, dan hubungan antara fenomena yang diteliti (Nazir, 2002, h. 63)

Lebih lanjut Nazir (2002, h. 66) yang dikutip dari Maxfield mengatakan bahwa yang dimaksud dengan studi kasus adalah penelitian tentang status subyek penelitian yang berkenaan dengan suatu fase spesifik atau khas dari keseluruhan personalitas.

Sedangkan tujuan dari studi kasus itu sendiri adalah :

Tujuan dari studi kasus adalah untuk memberikan gambaran secara detail tentang latar belakang, sifat-sifat khas, serta karakter-karakter yang khas dari kasus, ataupun status dari individu, yang kemudian dari sifat-sifat yang khas diatas akan dijadikan suatu hal yang bersifat umum. Studi kasus lebih menekankan mengkaji variabel yang cukup banyak pada jumlah yang kecil (Nazir, 2002, h. 66-67)

B. Fokus Penelitian

Fokus penelitian dimaksudkan untuk mengungkapkan data yang akan dikumpulkan, diolah dan dianalisa dalam suatu penelitian tertentu. Dengan adanya fokus penelitian dapat ditentukan batasan penelitian. Sehingga obyek yang diteliti tidak terlalu luas. Selain itu peneliti dapat mengetahui dengan pasti data-data yang akan dikumpulkan dan dianalisa sehubungan dengan penelitian yang dilakukan.

Penelitian ini difokuskan pada :

1. Analisis laporan keuangan pada tiga tahun anggaran yaitu tahun 2004, 2005, dan 2006.
2. Analisis struktur modal pada tiga tahun anggaran yaitu tahun 2004, 2005, dan 2006.
3. Analisis nilai perusahaan.

C. Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan mengambil data sekunder di pojok Bursa Efek Jakarta Universitas Brawijaya Malang, Jl. Mayjen Haryono Malang dengan obyek penelitian yaitu PT. Semen Gresik (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan.

D. Sumber Data

Untuk menganalisis dan menginterpretasikan data dengan baik, maka diperlukan data yang akurat dan sistematis agar hasil yang didapat mampu menggambarkan situasi obyek yang diteliti dengan benar. Yang dimaksud dengan sumber data adalah subyek dari mana data dapat diperoleh (Arikunto, 2002, h. 107)

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung atau melalui media perantara (diperoleh dan dicatat pihak lain) yang berupa arsip laporan keuangan perusahaan, dan prospektus perusahaan. Sumber data penelitian ini diperoleh dari pojok Bursa Efek Jakarta Unibraw.

E. Teknik Pengumpulan Data

Kegiatan pengumpulan data merupakan kegiatan penting, karena dari kegiatan ini akan diperoleh data yang disajikan sebagai hasil dari penelitian. Teknik pengumpulan data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi yang merupakan teknik pengumpulan data dengan mempelajari, mengklasifikasikan, dan menggunakan data-data sekunder yang ada di perusahaan yang bersangkutan berupa catatan-catatan dan laporan keuangan yang berhubungan dengan penelitian. Teknik ini digunakan dengan alasan akan lebih mudah memperoleh data yang dipergunakan untuk menunjang dan melengkapi data-data yang berkaitan dengan masalah yang diteliti.

F. Instrumen Penelitian

Instrumen penelitian adalah alat pada waktu peneliti menggunakan suatu metode (Arikunto, 2002, h. 126). Instrumen berfungsi sebagai alat bantu yang dipilih dan digunakan oleh peneliti dalam kegiatan mengumpulkan data yang dibutuhkan. Dalam metode penelitian deskriptif dengan jenis pendekatan studi kasus ini maka instrumen penelitian yang digunakan adalah pedoman dokumentasi, yaitu cara pengumpulan data dengan melihat dokumen perusahaan

yang relevan dengan masalah yang diteliti yang akan diolah sebagai bahan penelitian.

G. Metode Analisis

Analisi data adalah proses penyederhanaan data ke dalam bentuk yang lebih mudah dibaca dan diinterpretasikan. Analisis data merupakan bagian yang amat penting dalam penelitian karena data yang terkumpul akan berarti dalam menganalisis permasalahan perusahaan.

Adapun tahapan-tahapan dalam analisis data adalah sebagai berikut :

Tahap I: Menghitung rasio keuangan perusahaan dengan rasio profitabilitas dan leverage untuk mengetahui kondisi perusahaan dalam kurun waktu tiga tahun.

a. Rasio Profitabilitas

1) Rasio Laba Bersih Terhadap Penjualan (*Net Profit Margin*)

$$\text{Rasio Laba bersih/penjualan} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

2) *Return On Investment*

$$\text{Return On Investment} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

3) *Return On Equity*

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{EAT}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

b. Rasio Leverage

1) *Debt Ratio*

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

2) *Long Term Debt Equity*

$$\text{Long Term Debt to Equity} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

3) *Debt to Total Capitalization*

$$\text{Debt to Total Capitalization} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Kapitalisasi}} \times 100\%$$

4) *Time Interest Earned*

$$\text{Time Interest Earned} = \frac{\text{Earning Before Interest and Taxes (EBIT)}}{\text{Interest Charge}}$$

Tahap 2 : Menghitung biaya modal pada komposisi struktur modal perusahaan yang terdiri dari :

a. Biaya hutang, dihitung dengan rumus :

$$k_i = kd(1-t)$$

b. Biaya saham preferen, dihitung dengan rumus :

$$P_o = \frac{D_p}{K_p}$$

c. Biaya saham biasa, dihitung dengan rumus :

$$k_e = \frac{D_i}{P_o} + g$$

d. Biaya modal sendiri, dihitung dengan rumus :

$$k_s = k_e$$

e. Biaya rata-rata tertimbang, dihitung dengan rumus :

$$WACC = W_i K_i + W_p K_p + W_e K_e$$

Tahap 3 : Menghitung nilai perusahaan, dalam hal ini nilai pasar saham perusahaan

$$V = \frac{EBIT(1-t)}{WACC}$$

Tahap 4 : Menganalisis optimalisasi struktur modal dengan cara membandingkan struktur modal perusahaan dengan biaya modal terkecil dari tahun ke tahun..

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum

1. Sejarah Singkat

PT. Semen Gresik pada mulanya didirikan dengan nama NV Pabrik Semen Gresik yang berkedudukan di Jakarta dengan akta pendirian NO 41 tanggal 25 Maret 1953 yang dibuat dihadapan Raden Master Soewandi, notaris di Jakarta dan telah disetujui oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia berdasarkan Surat Keputusan No. J. A. 5/51/5 tanggal 8 Juni 1953, didaftarkan di Pengadilan Negeri Jakarta pada tanggal 22 Juni 1953 dengan nomor 748 serta diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No 61 tanggal 31 Juli 1953, tambahan No 451.

Sejak awal pendiriannya sampai tahun 1985, PT. Semen Gresik yang selanjutnya disebut perseroan telah mengalami empat kali perubahan status dan tempat. Pada tahun 1961, status perseroan diubah menjadi Perusahaan Negara dengan nama PN Semen Gresik yang berkedudukan di Jakarta. Selanjutnya pada tahun 1969 status dan kedudukan perseroan diubah menjadi perusahaan perseroan dengan nama PT. Semen Gresik yang berkedudukan di Surabaya. Pada akhirnya tahun 1985 seluruh Anggaran Dasar Perusahaan Perseroan diubah antara lain mengubah nama perseroan menjadi Perusahaan Perseroan PT. Semen Gresik (Persero) yang berkedudukan di Gresik.

Kantor pusat perseroan berlokasi di Gedung utama PT. Semen Gresik di Jalan Veteran No 7 Gresik. Di samping itu, perseroan juga memiliki kantor perwakilan yang berlokasi di Gedung Graha Irama (*Times Square Building*) lantai 11, Jalan HR. Rasuna Said Kav 38 Kuningan Jakarta. Sejak awal berdirinya sampai saat ini, terdapat beberapa prakarsa strategis dalam empat dasawarsa perkembangannya. Dasawarsa I (periode 1957-1967) pabrik Semen Gresik yang diresmikan tanggal 7 Agustus 1957 adalah pabrik semen pertama yang dibangun setelah proklamasi kemerdekaan Indonesia. Dalam dasawarsa I telah dilaksanakan peluasan pabrik sehingga kapasitas produksi sejak tahun 1961 meningkat dari 250.000 ton semen per tahun menjadi 375.000 ton per tahun.

Pada dasawarsa II (periode 1967-1977) tanggal 24 Oktober 1967 Semen Gresik merupakan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) pertama berubah statusnya menjadi PT(Persero). Tiga tahun kemudian kapasitas terpasang pabrik Semen Gresik meningkat dari 375.000 ton per tahun menjadi 500.000 ton per tahun dengan menggunakan teknologi proses bawah.

Dasawarsa III (periode 1977-1987) Semen Gresik memasuki babak baru dalam teknologi pembuatan semen dengan menggunakan proses kering. Perluasan pabrik yang diselesaikan pada 1979 tersebut meningkatkan kapasitas terpasang dari 500.000 ton per tahun menjadi 1.500.000 ton per tahun.

Dasawarsa IV (periode 1987-1997) Semen Gresik telah berhasil melakukan penekanan biaya bahan bakar untuk meningkatkan efisiensi, yaitu dengan mengonversi bahan bakar minyak ke batubara.

PT. Semen Gresik (Persero) Tbk tercatat di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya serta BUMN pertama yang *go public* dengan menjual 40 juta lembar saham kepada masyarakat pada bulan Juli 1991. Komposisi pemegang sahamnya adalah pemerintah Republik Indonesia 73% dan masyarakat 27%. Kemudian pada September 1995 PT. Semen Gresik (Persero) Tbk melakukan penawaran terbatas I (*Right Issue I*) yang mengubah komposisi kepemilikan saham menjadi Pemerintah RI 65% dan masyarakat 35%. Tanggal 15 September 1995 PT. Semen Gresik (Persero) Tbk berkonsolidasi dengan PT. Semen Padang dan PT. Semen Tonasa, yang kemudian dikenal dengan nama PT. Semen Gresik (Persero) Tbk Group (SGG). Total kapasitas terpasang SGG sebesar 8,5 juta ton semen pertahun.

Sejalan dengan program restrukturisasi BUMN, pemerintah melepas kepemilikan sahamnya di SGG sebesar 14 % melalui penawaran terbuka yang dimenangkan oleh *Cemento Mexico* (Cemex), perusahaan semen global yang berpusat di Meksiko. Selanjutnya secara bertahap Cemex membeli saham PT. Semen Gresik (Persero) Tbk hingga kepemilikan saham PT. Semen Gresik (Persero) Tbk menjadi Pemerintah RI 51,01%, masyarakat 23,46%, dan Cemex 25,53%.

PT. Semen Gresik (Persero) Tbk memiliki beberapa anak perusahaan dan lembaga penunjang yang didirikan sebagai *strategic tools* sehingga dapat

memberikan kontribusi sebesar-besarnya untuk perusahaan induk, keberadaannya diharapkan dapat bermanfaat secara sinergik untuk mencapai tujuan sesuai dengan bisnis inti yang telah ditetapkan. Anak perusahaan dan lembaga penunjang tersebut antara lain : PT. Semen Padang, PT. Semen Tonasa, PT. United Tractors Semen Gresik, PT. Industri Kemasan Semen Gresik, PT. Kawasan Industri Semen Gresik, PT. Varia Usaha Beton, PT. Swadaya Graha, PT. Swabina Gatra, dan Koperasi Warga Semen Gresik.

2. Visi, Misi, Tujuan dan sasaran PT. Semen Gresik

Visi perusahaan adalah :

“ Menjadi kelompok usaha di bidang persemenan yang paling mampu bersaing dan berkembang di asia.

Misi dari PT. Semen Gresik (Persero) adalah :

- a. *Business Unit*. Setiap kegiatan usaha perusahaan berusaha untuk terus meningkatkan efisiensi dan mempertinggi produktivitas dan daya saing sehingga likuiditas, kredibilitas dan bonifiditas perusahaan tetap terjaga.
- b. *Development agent*. Perusahaan merupakan penggerak pembangunan dan juga melakukan pembinaan perusahaan kecil.
- c. Stabilisator industri semen. Perusahaan berusaha untuk menjamin pasokan semen untuk setiap daerah pemasaran berdasarkan alokasi pasar semen yang bersaing.
- d. *Community*. Perusahaan selalu memupuk kerjasama dengan lingkungan di sekitarnya.
- e. Pengembangan dan alih Teknologi. Perusahaan berusaha untuk terus mengembangkan dan mempelajari teknologi yang dipakai selalu sesuai dengan perkembangan industri pembuatan semen.

Tujuan Perseroan adalah :

- a. Turut melaksanakan dan menunjang kebijakan dan program pemerintah di bidang ekonomi dan pembangunan nasional pada umumnya dan industri semen pada khususnya.
- b. Mempertahankan dan memelihara posisi yang telah dihadapi sekarang dengan mengevaluasi sistem manajemen yang diarahkan untuk meningkatkan eksistensi perusahaan.

Sasaran PT. Semen Gresik adalah :

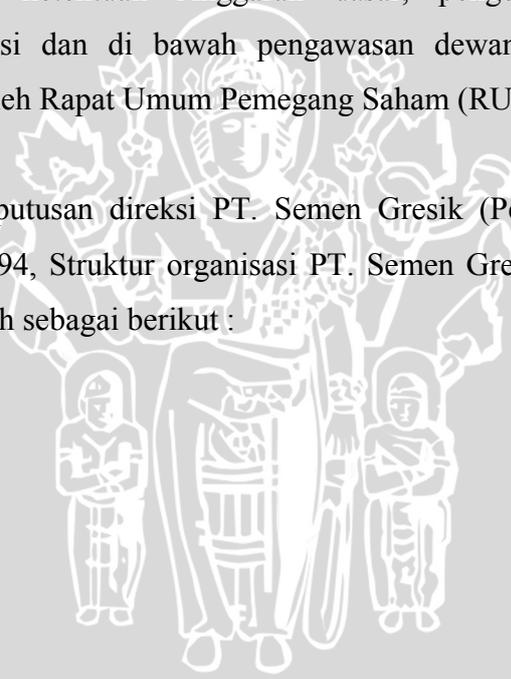
- a. Memanfaatkan kapasitas produksi secara optimal
- b. Beroperasi sesuai dengan ketentuan yang ada di bawah ambang batas emisi debu yang telah ditentukan.
- c. Menggunakan penggunaan komputer sebagai alat bantu kerja.
- d. Pelaksanaan pengendalian mutu terpadu bagi karyawan sesuai dengan ruang lingkup pekerjaan masing-masing.
- e. Mempertahankan dan mengembangkan image perusahaan mengingat PT. Semen Gresik merupakan perusahaan publik.
- f. Meningkatkan pangsa pasar di dalam maupun di luar negeri.

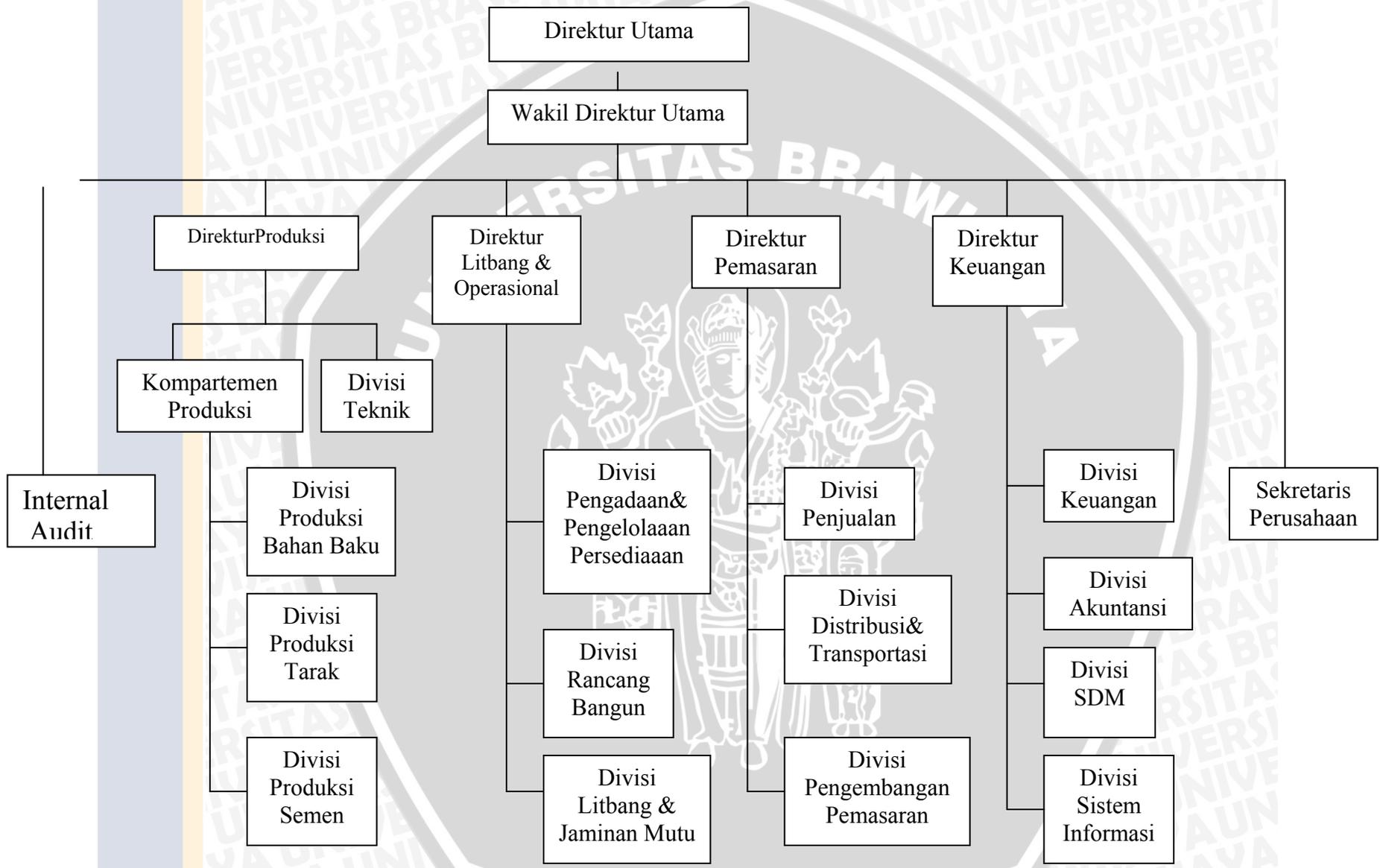
3. Pengurusan dan Pengawasan

Sesuai dengan ketentuan Anggaran dasar, pengelolah perusahaan dilakukan oleh Direkasi dan di bawah pengawasan dewan komisaris, yang kesemuanya diangkat oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

4. Struktur Organisasi

Berdasarkan keputusan direksi PT. Semen Gresik (Persero) nomor 47/ Keputusan/ Direksi/ 1994, Struktur organisasi PT. Semen Gresik (Persero) Tbk. Secara garis besar adalah sebagai berikut :





5. Produksi

a. Sumber Bahan Baku

- Batu Kapur (80 % dari total volume terak) diperoleh di tambang sendiri di daerah Gresik dan Tuban.
- Tanah liat (15 % dari total volume terak) diperoleh ditambang sendiri di daerah Gresik dan Tuban.
- Psir silica (4 % dari total volume terak) dibeli dari luar (Tuban dan Madura)
- Pasir besi (1% dari total volume terak) dibeli dari luar (Cilacap, Banyuwangi, Blitar, dan Pati)
- Gypsum (4% dari total volume terak) dibeli dari luar (PT. Petrokimia Gresik, Thailand, dan Australia)

b. Fasilitas Penunjang Produksi

Pabrik-pabrik yang dimiliki perusahaan didukung dengan sarana produksi yang lengkap, antara lain terdiri dari :

(1) Fasilitas mesin pembuatan semen seperti antara lain :

- Fasilitas mesin pemecah batu kapur (*limestone crusher*)
- Fasilitas mesin penggiling bahan baku (*raw mill*)
- Fasilitas silo pencampur (*homogenizing silo*)
- Fasilitas mesin pengering (*dryer*)
- Fasilitas tanur putar (*rotary kiln*)
- Fasilitas penggilingan akhir (*finish mill atau cement mill*)
- Fasilitas penumpul debu (*fabric bag filter dan electrostatic precipitators*)

(2) Fasilitas mesin pengantongan dan pengangkutan

(3) Fasilitas pelabuhan untuk pengangkutan semen dan bahan penolong lainnya melalui laut.

(4) Fasilitas laboratorium untuk pengujian mutu produk

(5) Fasilitas perbengkelan untuk pemeliharaan dan perbaikan alat-alat pabrik

(6) Fasilitas riset dan pengembangan

c. Proses Produksi

Dalam memproduksi semen, terdapat 2 (dua) proses yang dilakukan oleh perusahaan, yaitu proses basah dan proses kering. Langkah-langkah utama yang dilakukan untuk masing-masing proses adalah sebagai berikut :

1) Proses Basah

a) penggilingan bahan

Bahan baku berupa batu kapur, silica, dan pasir besi dicampur dan digiling dengan sejumlah air, kemudian bersama tanah liat yang telah dilumatkan diaduk dalam tangki pencampuran (*blending tank*). Di tempat ini, luluhan tersebut diaduk terus menerus sehingga menjadi umpan tanur putar dengan pencampuran yang sempurna yaitu dengan kandungan air sekitar 40 %.

b) Pembakaran

Bahan-bahan yang telah dicampur tersebut kemudian dipompakan melalui pipa-pipa kedalam tanur putar pembakaran untuk dibakar sampai dengan suhu 1.350-1.400 C, dari hasil pembakaran ini setelah didinginkan akan dihasilkan terak.

c) penggilingan akhir

Pada penggilingan akhir, terak ditambah dengan gips digiling bersama-sama untuk menjadi semen. Semen hasil penggilingan akhir kemudian dipindahkan secara mekanikal kedalam silo-silo penyimpanan semen.

d) Pengantongan dan pengangkutan

Dengan menggunakan mesin pengantongan, semen dimasukkan kedalam kantong (zak) yang dibuat dari kertas kraft, dengan berat bersih 40 atau 50 kilogram perkantong. Kantong-kantong yang sudah terisi semen kemudian diangkut dengan truk, kereta api, atau kapal laut untuk disalurkan kepada konsumen melalui distributor, subdistributor, pengecer dan sebagainya.

2) Proses kering

a) Penyimpanan bahan

Bahan baku berupa tanah liat, silica, dan pasir besi dikeringkan terlebih dahulu di alat pengering sehingga kandungan air yang tersisa hanya 2%-3%. Kemudian bersama dengan batu kapur yang telah dihancurkan dipindahkan ke silo-silo penyimpanan bahan baku.

b) Penggilingan bahan

Dari silo-silo penyimpanan bahan baku keempat bahan tersebut ditimbang sesuai dengan proporsi yang telah ditentukan sebelumnya untuk selanjutnya diumpankan ke dalam mesin penggiling bahan baku untuk digiling sekaligus dikeringkan. Setelah halus, bahan kemudian dimasukkan ke dalam silo-silo pencampur dan di dalam silo-silo ini, bahan tersebut dicampur sampai menjadi homogen untuk selanjutnya disimpan di dalam silo-silo penyimpanan tanur putar (*kiln feed silo*)

c) Pembakaran

bahan dari silo pengumpulan tanyr putar diumpankan ke alat pemanas awal yang kemudian akan turun ke dalam tanur putar untuk dibakar dengan suhu antara 1.350-1.400 C, dari hasil pembakaran ini setelah didinginkan akan diperoleh terak.

d) Penggilingan akhir

(Lihat penjabaran yang sama pada proses basah)

e) Pengantongan dan pengangkutan

(Lihat penjabaran yang sama pada proses basah)

d. Jenis Produk

Perusahaan mampu menghasilkan tujuh jenis produk yaitu :

- 1) *Portland Cement Type I*, atau lebih dikenal sebagai semen abu-abu dipakai untuk keperluan umum, seperti : konstruksi bangunan yang tidak memerlukan persyaratan khusus.
- 2) *Portland Cement Type II*, digunakan untuk bangunan di tepi laut, irigasi, dan pencoran beton massa yang memerlukan ketahanan terhadap pengaruh sulfat dan panas hidrasi sedang dan rendah.
- 3) *Portland Cement Type III*, digunakan untuk bangunan yang memerlukan kekuatan tenaga awal tinggi setelah pencoran dilakukan.
- 4) *Portland Cement Type V*, dipakai di dalam bangunan di lingkungan asam dan tahan terhadap industri kimia, bangunan dan lain-lain.
- 5) *Portland Pozzolan Cement (PPC)*, satu jenis semen khusus, jenis semen ini sesuai untuk pencoran beton massa, dam, irigasi, bangunan di tepi laut atau di rawa.

6) *Oil Well Cement (OWC)*

7) *Mixed Cement.*

6. Pemasaran

a. Daerah pemasaran

Pasokan semen perusahaan selain untuk dalam negeri juga untuk ekspor. Pasar utama Semen Padang sebagai salah satu bagian dari perusahaan meliputi wilayah Sumatera, di samping juga ke wilayah DKI Jakarta, Jawa Barat, Kalimantan Barat dan Kalimantan Selatan. Semen Padang juga melakukan ekspor ke beberapa negara Asia dan Afrika. Untuk mendukung pemasarannya Semen Padang mengoperasikan beberapa fasilitas pengantongan semen di Teluk Bayur, Belawan, Batam dan Tanjung Priok di Jakarta. Pasar utama Semen Tonasa adalah seluruh wilayah Sulawesi, di samping juga memasarkan ke wilayah Kalimantan, Nusa Tenggara, Bali, dan kawasan Indonesia Timur lainnya. Semen Tonasa juga melakukan ekspor ke beberapa negara, utamanya di kawasan Asia, Afrika, Eropadan Australia. Untuk mendukung pemasarannya, Semen Tonasa mengoperasikan beberapa fasilitas pengantongan semen di daerah Ujung Pandang, Bitung, Samarinda, Banjarmasin, Bali, Ambon, dan Palu. Adapun pasar utama Semen Gresik adalah pulau Jawa terutama Jawa Timur serta sebagian kecil untuk Kalimantan dan Bali serta ekspor ke beberapa negara di Asia dan Afrika.

b. Pesaing

PT Semen Gresik (Persero) Tbk merupakan salah satu Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Namun meskipun demikian, pemerintah tidak memberikan hak-hak istimewa bagi PT Semen Gresik (Persero) Tbk. Hal ini untuk menjaga terciptanya persaingan yang sehat dan wajar. Pemerintah memberikan kesempatan yang sama bagi industri lain yang memproduksi semen di Indonesia baik BUMN ataupun swasta. Persaingan yang semakin ketat menuntut perusahaan untuk lebih kompetitif dan kreatif agar tetap dapat bertahan dan berkembang. Saat ini terdapat enam perusahaan semen nasional yang menjadi pesaing PT Semen Gresik (Persero) Tbk. Para pesaing dan pangsa pasar masing-masing perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 3

Pesaing PT Semen Gresik (Persero) Tbk dan Pangsa Pasar Perusahaan

No	Perusahaan	Pangsa Pasar
1	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk	43%
2	PT. Indocemen Tunggal Prakasa	34%
3	PT. Semen Cibinong	13,6%
4	PT. Semen Andalas	4,3%
5	PT. Semen Baturaja	2,6%
6	PT. Semen Bosawa	1,9%
7	PT. Semen Kupang	0,6%
	Jumlah	100%

Sumber : PT. Semen Gresik (Persero) Tbk

Posisi persaingan industri semen dapat dilihat dari pangsa pasar yang dimilikinya. Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa PT Semen Gresik dan anak perusahaannya mempunyai pangsa pasar yang terbesar dan pesaing utama PT Semen Gresik adalah PT Indocemen Tunggal Prakasa dan PT. Semen Cibinong.

7. Sumber Daya Manusia

Sumber Daya Manusia merupakan faktor terpenting bagi keberhasilan untuk menjalankan misinya dalam jangka panjang. Untuk itulah seluruh pembinaan karyawan dirancang dan diarahkan secara berkesinambungan. Pembinaan yang dilakukan berupa in house training, diskusi, seminar, pendidikan, pelatihan, dan studi banding baik di dalam maupun di luar negeri. Dalam hal pembinaan ini perusahaan akan memanfaatkan keberadaan Cemex sebagai salah satu pemegang saham, yang telah memiliki pengalaman terutama dalam mengoperasikan pabrik di beberapa negara, serta pengalaman dalam perdagangan internasional.

PT. Semen Gresik memperlakukan pegawainya sebagai mitra usaha dan mitra kerja yang sangat berharga. Oleh karena itu perusahaan juga mengupayakan peningkatan taraf kesejahteraan karyawan beserta keluarganya dengan cara meningkatkan mutu pendidikan, kegiatan sosial, serta layanan kesehatan. Semua hal yang dilakukan perusahaan tersebut bermuara pada satu tujuan yaitu Sumber daya manusia yang mempunyai integritas dan loyalitas tinggi.

Daftar jumlah pegawai dan tingkat pendidikannya dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

Tabel 4
Daftar Jumlah Pegawai Dan Tingkat Pendidikan

No	Tingkat Pendidikan	Jumlah
1	S-2	29
2	S-1	334
3	D-3	66
4	SLTA	1.335
5	SLTP	363
6	SD	6
	Jumlah	2.133

Sumber : PT. Semen Gresik (Persero) Tbk

8. Analisis Laporan Keuangan

Analisis laporan keuangan bertujuan untuk mengadakan penilaian atas keadaan keuangan suatu perusahaan dan potensi atau kemajuan suatu perusahaan melalui laporan keuangan tersebut. Selain itu analisis laporan keuangan merupakan salah satu informasi bagi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan dalam pengambilan keputusan. Berikut ini akan disajikan laporan keuangan PT. Semen Gresik (Persero) Tbk.

Tabel 5

Neraca Konsolidasi

PT. Semen Gresik (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan

31 Desember 2004,2005,2006

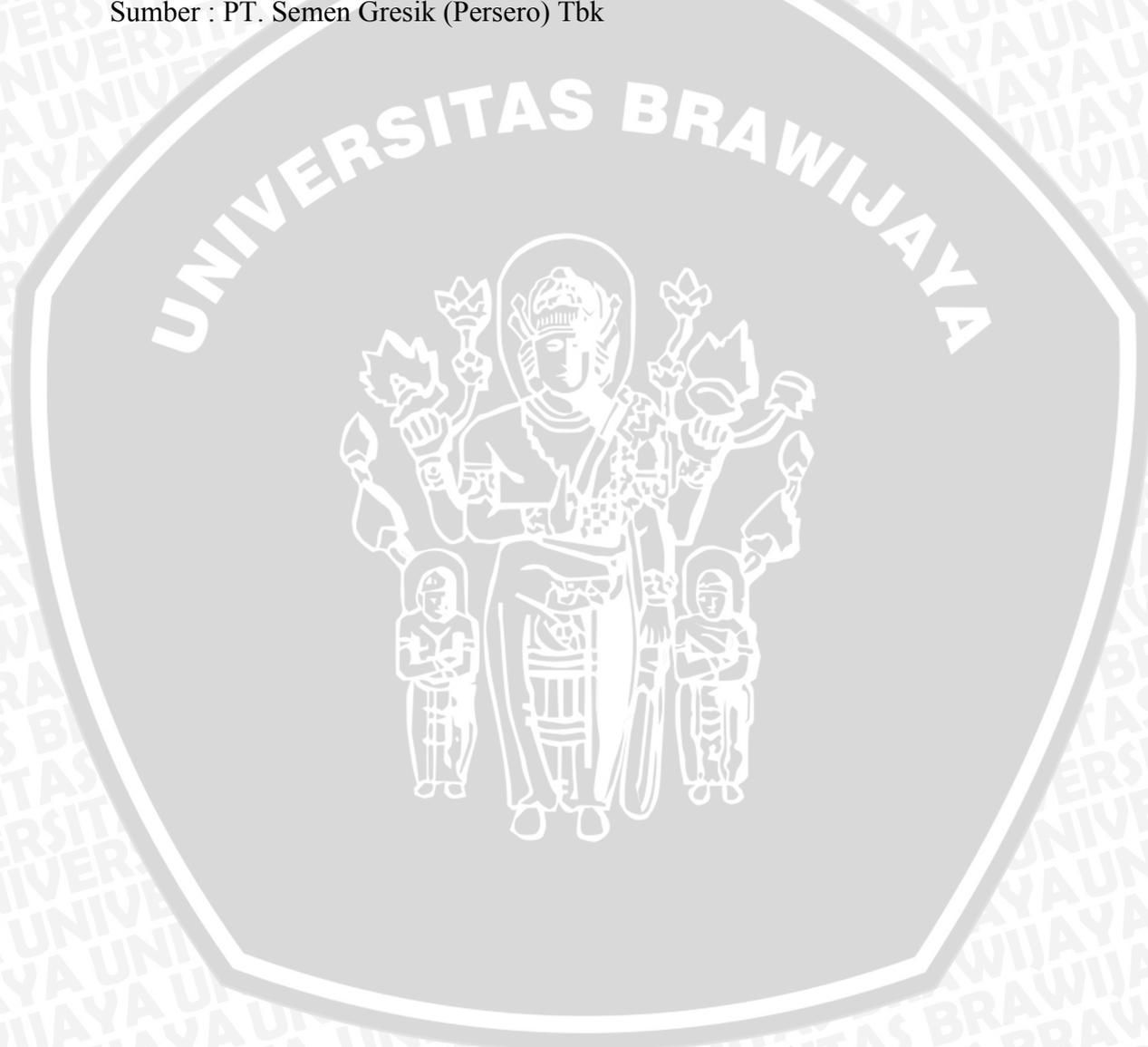
(Dinyatakan dalam ribuan rupiah)

	2006	2005	2004
AKTIVA			
Aktiva lancar			
Kas dan setara kas	1.743.589.294	1.348.642.390	907.975.863
Investasi jangka pendek	185.000.000	75.000.000	-
Piutang usaha			
- Pihak ketiga	821.037.874	859.107.449	692.278.795
- Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	263.519.046	298.917.175	237.633.772
Piutang lain-lain	18.930.587	15.591.683	12.147.116
Persediaan	1.025.981.760	1.040.199.087	933.828.497
Uang muka	42.765.000	78.446.853	35.992.526
Beban dibayar di muka	29.111.091	21.463.811	11.262.362
Pajak di bayar dimuka	3.327.395	3.254.535	5.220.474
Jumlah aktiva lancar	4.153.262.738	3.740.622.983	2.836.339.405
Aktiva tidak lancar			
Kas dan setara kas yang dibatasi penggunaannya	16.581.516	19.884.725	23.571.826
Piutang lain-lain			
- Pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa	12.890.286	14.089.416	24.384.625
Aktiva pajak tangguhan	17.848.475	5.532.934	3.534.325
Investasi pada perusahaan asosiasi	43.829.717	43.724.716	39.005.074
Aktiva tetap	3.162.919.267	3.419.588.696	3.674.298.358
Beban tangguhan	62.158.567	33.498.309	46.463.976
Aktiva lain-lain	26.928.661	20.917.781	18.233.743
Jumlah aktiva tidak lancar	3.343.156.369	3.557.236.576	3.829.491.927
Jumlah aktiva	7.496.419.127	7.297.859.559	6.665.831.332

KEWAJIBAN DAN EKUITAS			
Kewajiban Lancar			
Hutang bank jangka pendek	295.194.174	265.316.439	84.668.763
Hutang usaha			
Pihak ketiga	318.574.441	426.558.482	393.547.600
Pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa	77.081.458	76.511.672	71.056.026
Hutang lain-lain	40.917.652	25.247.746	36.710.017
Beban yang masih harus dibayar	301.717.629	401.612.344	463.599.930
Hutang pajak	277.466.212	403.494.276	297.965.156
Hutang deviden	1.235.490	-	-
Uang muka penjualan	18.671.577	21.949.389	35.253.307
Hutang jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun			
Hutang bank	278.935.887	8.524.200	2.894.200
Pinjaman dari Pemerintah RI	30.843.134	30.843.134	30.843.134
Hutang bunga	92.750.661	97.198.076	43.524.502
Hutang obligasi- bersih	-	408.118.439	-
Jumlah kewajiban lancar	1.777.388.315	2.165.374.197	1.460.082.635
Kewajiban tidak lancar			
Kewajiban pajak tangguhan	205.328.365	129.241.657	63.946.332
Kewajiban imbalan kerja	170.188.522	191.515.229	196.622.191
Hutang jangka panjang			
Hutang bank	17.190.153	13.689.827	8.812.527
Pinjaman dari pemerintah Republik Indonesia	158.044.971	127.201.837	96.358.705
Hutang bunga	167.107.921	96.058.578	73.619.587
Hutang obligasi – bersih	443.205.318	-	-
Hutang lain-lain	22.290.132	38.667.309	15.800.961
Jumlah kewajiban tidak lancar	1.183.355.382	596.374.437	455.160.303
Hak minoritas atas ekuitas anak perusahaan	62.650.459	69.179.379	81.561.738

EKUITAS			
Modal saham	593.152.000	593.152.000	593.152.000
Tambahan modal disetor	1.247.355.440	1.247.355.440	1.247.355.440
Saldo laba - dicadangkan	-	24.640.000	100.880.000
Saldo laba – belum dicadangkan	1.801.929.736	2.601.784.106	3.558.227.011
Jumlah Ekuitas	3.642.437.176	4.466.931.546	5.499.614.451
Jumlah kewajiban dan Ekuitas	6.665.831.332	7.297.859.559	7.496.419.127

Sumber : PT. Semen Gresik (Persero) Tbk



Tabel 6

Laporan Rugi Laba

PT. Semen Gresik (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan

31 Desember 2004,2005,2006

(Dinyatakan dalam ribuan rupiah, kecuali laba bersih per saham)

	2004	2005	2006
Pendapatan bersih	6.067.557.724	7.532.208.191	8.727.857.819
Beban pokok pendapatan	4.006.856.178	4.640.412.855	5.400.345.664
Laba kotor	2.060.701.546	2.891.795.336	3.327.512.155
Beban usaha	1.095.542.299	1.352.557.190	1.548.132.779
Laba usaha	965.159.247	1.539.238.146	1.779.379.376
Penghasilan / (beban) lain-lain			
Penghasilan bunga	37.563.113	58.525.785	125.351.050
(Kerugian)/keuntungan selisih kurs – bersih	2.190.389	1.399.633	(3.048.195)
Beban bunga	(238.261.694)	(157.039.210)	(80.490.497)
Penghasilan lain-lain – bersih	(966.532)	4.577.616	29.450.342
Jumlah Penghasilan/(beban) lain-lain - bersih	(199.474.724)	(92.536.176)	71.262.700
Bagian atas laba bersih perusahaan asosiasi	3.465.138	6.363.701	6.399.752
Laba sebelum pajak penghasilan	769.149.661	1.453.065.671	1.857.041.828
Beban pajak penghasilan	249.659.730	440.362.579	546.343.160
Laba sebelum hak minoritas	519.489.931	1.012.703.092	1.310.698.668
Hak minoritas atas laba bersih anak perusahaan	10.574.123	10.930.970	15.178.247
Laba bersih	508.915.808	1.001.772.122	1.295.520.421
Laba bersih per saham dasar	857,99	1.689	2.184

Sumber : PT. Semen Gresik (Persero) Tbk

B. Analisis Data

1. Analisa Rasio Keuangan

Analisis rasio keuangan ini digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan. Dalam hubungannya dengan struktur modal perusahaan, pada penelitian ini difokuskan pada rasio profitabilitas dan rasio leverage.

Tabel 7

Alat analisis Rasio profitabilitas dan Rasio Leverage

	2004	2005	2006
Penjualan	6.067.557.724	7.532.208.191	8.727.857.819
Laba Bersih Setelah Pajak	508.915.808	1.001.772.122	1.295.520.421
Total Aktiva	6.665.831.332	7.297.857.559	7.496.419.127
Hutang Jangka Pendek	1.777.388.315	2.165.374.197	1.460.082.635
Hutang Jangka Panjang	1.183.355.382	596.374.437	455.160.303
Total Hutang	2.960.743.697	2.761.748.634	1.915.242.938
Modal Sendiri	3.642.437.176	4.466.931.546	5.499.614.451

Sumber : PT. Semen Gresik (Persero) Tbk

a.. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Pada penelitian ini akan dibahas tentang rasio profitabilitas yang terdiri dari :

1) *Net Profit Margin* (NPM)

NPM merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak dibandingkan dengan volume penjualan. NPM pada PT. Semen Gresik dapat dilihat dari perhitungan berikut :

$$\text{NPM} = \frac{\text{EAT}}{\text{Penjualan}} \times 100\%$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2004} &= \frac{508.915.808}{6.067.557.724} \times 100\% \\ &= 8,39\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2005} &= \frac{1.001.772.122}{7.532.208.191} \times 100\% \\ &= 13,3\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2006} &= \frac{1.295.520.421}{8.727.857.819} \times 100\% \\ &= 14,84\%\end{aligned}$$

2) Return On Investment (ROI)

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan.

Perhitungan persentase ROI pada PT. Semen Gresik adalah sebagai berikut :

$$\text{ROI} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2004} &= \frac{508.915.808}{6.665.831.332} \times 100\% \\ &= 7,63\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2005} &= \frac{1.001.772.122}{7.297.859.559} \times 100\% \\ &= 13,73\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2006} &= \frac{1.295.520.421}{7.496.419.127} \times 100\% \\ &= 17,28\%\end{aligned}$$

3) Return On Equity (ROE)

Return on Equity digunakan untuk mengukur tingkat penghasilan bersih yang diperoleh pemilik perusahaan atas modal yang diinvestasikan. Perhitungan ROE untuk PT. Semen Gresik adalah sebagai berikut :

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2004} &= \frac{508.915.808}{3.462.437.176} \times 100\% \\ &= 14,7\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2005} &= \frac{1.001.772.122}{4.466.931.546} \times 100\% \\ &= 22,43\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2006} &= \frac{1.295.520.421}{5.499.614.451} \times 100\% \\ &= 23,56\%\end{aligned}$$

Perkembangan rasio profitabilitas selama tahun 2004 sampai 2006 dapat dilihat dari tabel berikut :

Tabel 8
Perhitungan Rasio Profitabilitas
(Dalam %)

Rasio Profitabilitas	Tahun	Rasio	Perubahan
<i>Net Profit Margin</i>	2004	8,39	-
	2005	13,3	58,52
	2006	14,48	11,58
<i>Return on Investment</i>	2004	7,63	-
	2005	13,73	79,95
	2006	17,28	25,86
<i>Return on Equity</i>	2004	13,79	-
	2005	22,43	60,56
	2006	23,56	5,045

Sumber : Data diolah

Dari perhitungan diatas dapat dilihat bahwa rasio profitabilitas PT. Semen Gresik (Persero) Tbk mengalami kenaikan dari tahun ke tahun. Persentase NPM pada tahun 2004 sebesar 8,38%, pada tahun 2005 mengalami peningkatan yang cukup drastis yaitu 58,52% menjadi 13,3%. Peningkatan juga terjadi pada tahun 2006 sebesar 11,58% menjadi 14,48%. Hal ini disebabkan semakin besarnya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dalam setiap penjualan bersihnya.

Return On Investment PT Semen Gresik cukup mengalami fluktuasi. Pada tahun 2004 ROI perusahaan sebesar 7,63%, dan pada dua tahun berikutnya mengalami peningkatan yaitu sebesar 13,73% pada tahun 2005 dan 17,28% pada tahun 2006. Peningkatan ROI perusahaan ini disebabkan oleh peningkatan laba bersih yang diikuti peningkatan aktiva.

Peningkatan juga terjadi pada *Return On Equity*, pada tahun 2004 sebesar 13,97%, kemudian pada tahun 2005 meningkat sebesar 60,56% menjadi 22,43%, sedangkan pada tahun 2006 juga mengalami peningkatan menjadi 23,56%. Perubahan peningkatan laba bersih perusahaan diikuti oleh peningkatan modal sendiri mengakibatkan peningkatan nilai ROE. Hal ini juga menjadi indikasi bahwa kinerja manajemen baik karena mereka mampu memberikan penghasilan bersih atas investasi yang semakin meningkat dari tahun ke tahun.

Dari tahun ke tahun dapat dilihat bahwa prosentase ROE selalu lebih besar daripada ROI, hal ini mengindikasikan tingkat profitabilitas yang diharapkan perusahaan meningkat dikarenakan modal yang ditanamkan oleh perusahaan mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Sedangkan prosentase ROI menunjukkan kinerja manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, hal ini berhubungan dengan biaya modal perusahaan karena biaya modal merupakan harapan investor terhadap modal yang diinvestasikannya. Dengan demikian mencapai ROI yang lebih tinggi dari biaya penggunaan modal menjadi tantangan bagi para manajer keuangan untuk bekerja lebih giat, karena bila ROI yang dicapai lebih kecil daripada biaya penggunaan modal berarti perusahaan kurang memperhatikan kepentingan investor akan modal yang diinvestasikannya.

b. Rasio Leverage

Rasio leverage yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar hutang pada saat perusahaan dibubarkan atau dilikuidasi. Rasio leverage yang akan dibahas pada penelitian ini akan disajikan sebagai berikut :

1) Debt Ratio

Rasio ini mengukur jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai oleh hutang atau modal yang berasal dari kreditur. Berikut ini adaklah perhitungan debt ratio pada PT. Semen Gresik :

$$\begin{aligned} \text{Debt Ratio} &= \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}} \\ \text{Tahun 2004} &= \frac{2.960.743.697}{6.665.831.332} \times 100\% \\ &= 44,42\% \\ \text{Tahun 2005} &= \frac{2.761.748.634}{7.297.859.559} \times 100\% \\ &= 37,84\% \\ \text{Tahun 2006} &= \frac{1.915.242.938}{7.496.419.127} \times 100\% \\ &= 25,55\% \end{aligned}$$

2) Debt to Equity Ratio

Merupakan rasio untuk menghitung perbandingan antara hutang jangka panjang perusahaan dengan modal sendiri. DER pada PT. Semen Gresik adalah sebagai berikut :

$$\text{DER} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2004} &= \frac{1.183.355.382}{3.462.437.176} \times 100\% \\ &= 34,18\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2005} &= \frac{596.374.437}{4.466.931.546} \times 100\% \\ &= 13,35\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2006} &= \frac{455.160.303}{5.499.614.451} \times 100\% \\ &= 8,28\%\end{aligned}$$

3) Debt to Total Capitalization

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa bagian hutang jangka panjang yang terdapat di dalam modal jangka panjang perusahaan. Pada PT. Semen Gresik DTC dapat dilihat dalam perhitungan sebagai berikut :

$$\text{DTC} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Kapitalisasi}} \times 100\%$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2004} &= \frac{1.183.355.382}{1.183.355.382 + 3.462.437.176} \times 100\% \\ &= 25,47\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2005} &= \frac{596.374.437}{596.374.437 + 4.466.931.546} \times 100\% \\ &= 11,78\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tahun 2006} &= \frac{455.160.303}{455.160.303 + 5.499.614.451} \times 100\% \\ &= 7,64\%\end{aligned}$$

4) Times Interest Earned Ratio

Rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan operasi perusahaan dalam memberikan proteksi kepada kreditor jangka panjang, khususnya dalam pembayaran bunga

$$\text{Time Interest Earned} = \frac{\text{Earning Before Interest and Taxes (EBIT)}}{\text{Interest Charge}}$$

$$\begin{aligned} \text{Tahun 2004} &= \frac{769.149.661}{238.261.694} \\ &= 3,23 \text{ kali} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Tahun 2005} &= \frac{1.453.065.671}{157.039.210} \\ &= 9,25 \text{ kali} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Tahun 2006} &= \frac{1.857.041.828}{80.490.497} \\ &= 23,07 \text{ kali} \end{aligned}$$

Perkembangan rasio leverage dari tahun 2004 sampai tahun 2006 dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 9
Perhitungan Rasio Leverage
(Dalam %)

Rasio Leverage	Tahun	Rasio	Perubahan
<i>Debt Ratio</i>	2004	44,42	-
	2005	37,84	(14,81)
	2006	25,55	(32,48)
<i>Debt to Equity Ratio</i>	2004	32,49	-
	2005	13,35	(58,91)
	2006	8,28	(36,98)
<i>Debt To Total Capitalization</i>	2004	24,52	-
	2005	11,78	(51,96)
	2006	7,64	(35,14)
<i>Times Interest Earned Ratio</i>	2004	4,05	-
	2005	9,8	141,98
	2006	22,11	125,61

Sumber : Data diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa rasio leverage juga mengalami fluktuasi. *Debt Ratio* PT. Semen Gresik untuk tahun 2004 adalah 44,42%. Pada tahun 2005 mengalami penurunan sebesar 14,81% menjadi 37,84% sedangkan untuk tahun 2006 kembali menurun sebesar 32,48% menjadi 25,55%. Kondisi debt ratio yang terus mengalami penurunan disebabkan oleh hutang perusahaan yang terus menurun sedangkan total aktiva perusahaan selalu meningkat.

Debt to Equity Ratio PT. Semen Gresik tahun 2004 adalah 32,49%. Pada tahun 2005 menurun menjadi 13,35% dan pada tahun 2006 juga mengalami penurunan menjadi 8,28%. Penurunan ini terjadi karena komposisi hutang jangka panjang semakin menurun dibandingkan prosentase modal sendiri yang selalu mengalami peningkatan.

Debt to Total Capitalization perusahaan terus mengalami penurunan mulai tahun 2004 sampai tahun 2006, yaitu sebesar 51,96% pada tahun 2005 dan menurun sebesar 35,14% pada tahun 2006. Hal ini disebabkan karena perusahaan lebih mengutamakan sumber pendanaan yang berasal dari modal sendiri.

Times Interest Earned Ratio menunjukkan besarnya jaminan keuntungan untuk membayar bunga hutang jangka panjang. Di tahun 2004 sebesar 4,05 kali yang berarti setiap rupiah hutang jangka panjang yang dijamin oleh keuntungan sebesar Rp 4,05. Pada tahun 2005 naik sebesar 141,98% menjadi 9,8 kali sedangkan pada tahun 2006 juga peningkatan sebesar 125,61% menjadi 22,11 kali.

Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa rasio leverage perusahaan semakin menurun dari tahun ke tahun, hal ini disebabkan adanya kebijakan pengurangan jumlah hutang jangka panjang dalam komposisi struktur modal perusahaan. Dengan adanya penurunan jumlah hutang jangka panjang bisa berdampak pada kurang optimalnya struktur modal yang ada, karena perusahaan tidak memanfaatkan penghematan atas pajak.

Tabel 10

Rekapitulasi Rasio Profitabilitas dan Rasio Leverage

PT. Semen Gresik

Rasio	2004	2005	2006
Rasio Profitabilitas			
• <i>Net Profit Margin</i>	8,39 %	13,30 %	14,84 %
• <i>Return On Investment</i>	7,63 %	13,73 %	17,28 %
• <i>Return On Equity</i>	14,7 %	22,43 %	23,56 %
Rasio Leverage			
• <i>Debt Ratio</i>	44,42 %	37,84 %	25,55 %
• <i>Debt to Equity Ratio</i>	34,18 %	13,35 %	8,28 %
• <i>Debt To Total Capitalization</i>	25,47 %	11,78 %	7,64 %
• <i>Times Interset Earned Ratio</i>	3,23 kali	9,25 kali	23,07 kali

Sumber : Data diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa rasio keuangan perusahaan selalu mengalami perubahan. Rasio profitabilitas PT. Semen Gresik berada pada kondisi baik karena selalu mengalami peningkatan selama tiga tahun terakhir, baik itu rasio laba bersih, tingkat pengembalian investasi dan tingkat pengembalian ekuitas. Hal ini mencerminkan kinerja perusahaan cukup baik sehingga mampu meningkatkan kemampuan untuk menghasilkan keuntungan. Rasio Leverage perusahaan juga dalam kondisi yang baik. Hal ini berarti perusahaan berusaha untuk mengurangi ketergantungannya pada pihak luar.

Dengan melihat fakta-fakta yang ada dapat diketahui bahwa dalam tiga tahun terakhir perusahaan berusaha mengurangi prosentase hutang jangka panjang dalam struktur modalnya bahkan pada tahun 2006 hampir semua kebutuhan dana perusahaan dipenuhi dengan modal sendiri. Hal ini akan berakibat pada biaya penggunaan biaya modal rata-rata tertimbang. Penurunan jumlah hutang jangka panjang akan menyebabkan semakin kecilnya biaya hutang, sedangkan peningkatan modal sendiri akan diikuti oleh kenaikan biaya penggunaan modal sendiri sehingga biaya penggunaan modal rata-rata akan meningkat. Untuk lebih jelasnya dibawah ini akan dilakukan analisis terhadap struktur modal dan biaya modal yang ditimbulkan atas penggunaan modal perusahaan.

2. Analisis Struktur Modal

Analisis struktur modal menunjukkan kebijaksanaan manajer keuangan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Selain itu analisis struktur modal dapat digunakan untuk mengetahui perkembangan komposisi struktur modal. Dari analisis ini dapat diketahui komponen struktur modal perusahaan, kemudian dari komponen tersebut dapat diketahui perbandingan dari tiap-tiap komponen.

Berikut ini disajikan komposisi Struktur modal PT. Semen Gresik untuk tahun 2004-2006.

Tabel 11
Komposisi Struktur Modal
PT. Semen Gresik

Tahun	Struktur Modal	Komposisi	
		Dalam Rp	Dalam %
2004	Hutang Jangka Panjang	1.183.355.382	24,52 %
	Modal Sendiri	3.642.437.176	75,48 %
	Total Kapitalisasi	4.825.792.558	100 %
2005	Hutang Jangka Panjang	596.374.437	11,78 %
	Modal Sendiri	4.466.931.546	88,22 %
	Total Kapitalisasi	5.063.305.983	100 %
2006	Hutang Jangka Panjang	455.160.303	7,64 %
	Modal Sendiri	5.499.614.451	92,36 %
	Total Kapitalisasi	5.954.774.754	100 %

Sumber : Data diolah

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa dalam tiga tahun tersebut jumlah hutang jangka panjang yang digunakan perusahaan semakin turun. Perbandingan hutang jangka panjang selalu lebih kecil dari modal sendiri. Ini berarti kemandirian perusahaan untuk mendanai kegiatannya semakin menguat. Sebaliknya ketergantungan perusahaan kepada pihak luar menjadi semakin kecil. Pada tahun 2004 presentase hutang jangka panjangnya 24,52% dari total kapitaalnya. Pada tahun 2005 turun menjadi 11,785 dan pada tahun 2006 kembali turun menjadi 7,64% dari seluruh modal yang ada.

3. Analisis Biaya Modal

Dalam pembahasan struktur modal, biaya modal merupakan komponen utama yang perlu diperhatikan karena analisis struktur modal yang optimal mampu dicapai jika biaya modal minimum sehingga nilai perusahaan meningkat. Biaya modal yang digunakan dalam analisis struktur modal adalah tingkat biaya modal keseluruhan atau disebut biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Komponen WACC terdiri dari biaya hutang jangka panjang dan biaya modal modal sendiri.

1) Biaya Hutang

Biaya hutang PT. Semen Gresik didasarkan atas beban bunga hutang jangka panjang yang ditanggung perusahaan pada periode 2004-2006 dibandingkan dengan total hutang jangka panjang yang digunakan perusahaan pada periode tersebut. Biaya hutang jangka panjang ini kemudian dikalikan dengan tingkat pajak penghasilan yang dikenakan pada perusahaan yang diperoleh dengan membandingkan jumlah beban pajak penghasilan dengan laba sebelum pajak.

Tabel 12
Perhitungan Tarif Pajak
PT. Semen Gresik

Tahun	Penghasilan sebelum Pajak	Beban pajak	Tarif Pajak Rata-rata (%)	Perubahan
2004	769.149.661	249.659.730	32,46	-
2005	1.453.065.671	440.362.579	30,31	(6,26%)
2006	1.857.041.828	546.343.160	29,42	(2,94%)

Sumber : Data diolah

Tabel 13
Perhitungan Biaya Hutang
PT. Semen Gresik

Tahun	Beban Bunga (Rp)	Hutang Jangka Panjang (Rp)	Kd (%)	T (%)	Ki= Kd(1-t)	Perubahan
2004	238.261.694	1.183.355.382	20,13	32,46	13,60	-
2005	157.039.210	596.374.437	26,33	30,31	18,35	34,93%
2006	80.490.497	455.160.303	17,68	29,42	12,48	(31,99%)

Sumber : Data diolah

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa selama tiga tahun terakhir perusahaan berusaha mengurangi dana yang berasal dari luar (modal ekstern) karena jumlah hutang jangka panjang yang semakin menurun sehingga dari kewajiban tersebut berakibat pada biaya hutangnya. Pada tahun 2004 biaya hutang yang ditanggung oleh perusahaan sebesar 13,6%, pada tahun 2005 sebesar 18,35% atau meningkat sebesar 34,94%, dan pada tahun 2006 sebesar 12,48% atau menurun sebesar 31,93% dari tahun sebelumnya. Pada tahun 2006 beban hutang yang ditanggung adalah paling optimal dari tahun-tahun sebelumnya. Akan tetapi dengan kebijakan mengurangi jumlah hutang jangka panjang perusahaan tidak dapat memperoleh penghematan atas pajak, hal ini dapat dilihat dari prosentase pajak yang terus menurun.

2) Biaya modal saham biasa

Biaya modal sendiri PT. Semen Gresik didasarkan pada biaya penggunaan saham sebagai sumber permodalan perusahaan pada periode 2004-2006. Biaya modal sendiri atau biaya modal saham dihitung dengan membandingkan antara tingkat deviden dengan harga saham ditambah dengan tingkat pertumbuhan deviden, yang diperoleh dari perkalian antara plowback ratio dengan ROE.

Perhitungan biaya modal sham pada PT. Semen Gresik dapat dilihat pada table di bawah ini :

Tabel 14
Tingkat Deviden Dan EPS
PT. Semen Gresik

	2004	2005	2006
Deviden	194.008.156.000	158.674.253.000	262.837.516.000
Laba Bersih	508.915.808.000	1.001.772.122.000	1.295.520.421.000
Jumlah saham	593.152.000	593.152.000	593.152.000
DPS	327,08	267,51	443,12
EPS	857,99	1688,90	2184,13

Sumber : PT. Semen Gresik (Persero) Tbk

Tabel 15
Perhitungan Biaya Modal Saham
PT. Semen Gresik

Tahun	Harga Saham	ROE (%)	DPS	EPS	b	g (%)	Ke(%)	Perubahan
2004	18.500	13,97	327,08	857,99	0,62	8,64	8,66	-
2005	17.800	22,43	267,51	1688,90	0,84	18,88	18,895	84,61%
2006	36.300	23,56	443,12	2184,13	0,80	18,78	18,79	(0,56%)

Sumber : Data diolah

Dari perhitungan pada tabel di atas dapat diketahui bahwa biaya modal saham pada tahun 2004 sebesar 8,66%, pada tahun 2005 sebesar 18,895% atau mengalami peningkatan sebesar 84,61% dan pada tahun 2006 sebesar 18,79%. Dari perhitungan ini dapat diketahui bahwa pada tahun 2006 perusahaan telah melakukan kebijakan penetapan sumber dana yang berasal dari modal sendiri cukup baik karena dapat menurunkan biaya modal sebesar 0,56% dari tahun sebelumnya, akan tetapi biaya modal yang optimal adalah pada tahun 2004 karena biaya yang ditanggung perusahaan adalah yang paling kecil.

c. Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang

Setelah mengetahui biaya modal tiap komponen struktur modal, selanjutnya dapat dihitung biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) yang menjadi beban perusahaan. Dalam perhitungan WACC ini, terlebih dahulu

ditetapkan proporsi tiap-tiap komponen kemudian WACC dapat dihitung dengan mengalikan bobot dari komponen struktur modal tersebut. WACC pada PT. Semen Gresik dapat diketahui dari tabel perhitungan berikut :

Tabel 16
Perhitungan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang
PT. Semen Gresik

Tahun	Komponen Struktur Modal	Komposisi (%)	Biaya modal	WACC	Perubahan
2004	Hutang Jangka Panjang	24,52	13,6	3,33	-
	Modal Sendiri	75,48	8,66	6,54	
	Total	100		9,87	
2005	Hutang Jangka Panjang	11,78	18,35	2,16	90,68%
	Modal Sendiri	88,22	18,88	16,66	
	Total	100		18,82	
2006	Hutang Jangka Panjang	7,64	12,48	0,95	(2,76%)
	Modal Sendiri	92,36	18,78	17,35	
	Total	100		18,3	

Sumber : Data diolah

Dari perhitungan WACC diatas dapat diketahui bahwa biaya modal rata-rata tertimbang PT. Semen Gresik pada tahun 2004 adalah sebesar 9,87%, untuk tahun 2005 sebesar 18,82% atau mengalami kenaikan sebesar 90,68% dan untuk tahun 2006 sebesar 18,3% atau mengalami penurunan 2,76% dari tahun sebelumnya.

Hal ini mengindikasikan bahwa walaupun mengalami penurunan tetapi struktur modal perusahaan pada tahun 2006 adalah kurang optimal, karena biaya penggunaan modal yang ditimbulkan masih terlalu besar yaitu sebesar 18,3 %. Kurang optimalnya struktur modal perusahaan ini diakibatkan oleh bauran modal yang tidak seimbang, adanya kebijakan mengurangi jumlah hutang jangka panjang menyebabkan berkurangnya perlindungan pajak yang diterima, disamping itu penambahan jumlah modal sendiri akan meningkatkan biaya penggunaan modal sendiri hal ini akan berakibat pada biaya modal rata-rata yang terlalu besar.

Struktur modal yang paling optimal terjadi pada tahun 2004, yaitu terdiri dari 24,52% hutang jangka panjang dan 75,48% modal sendiri. Dengan komposisi demikian biaya modalnya adalah yang paling rendah yaitu sebesar 9,87% atau dengan kata lain pada tahun 2004 PT. Semen Gresik telah memiliki struktur modal yang paling optimal, karena pada struktur modal yang optimal akan diperoleh biaya modal yang minimal.

4. Analisis Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan maksimum akan diperoleh apabila struktur modal optimal, yaitu pada saat biaya modal minimum. Nilai perusahaan dapat dihitung dengan membagi laba usaha yang telah dikoreksi dengan tingkat pajak penghasilan terhadap biaya modal rata-rata tertimbang (WACC).

Perhitungan nilai perusahaan PT. Semen Gresik dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 17
Nilai Perusahaan PT. Semen Gresik

Tahun	EBIT(Rp)	T(%)	EBT(Rp)	WACC	Nilai Perusahaan
2004	769.149.661.000	32,46	519.483.681.000	9,87	52.632.591.790
2005	1.453.065.671.000	30,31	1.012.641.466.000	18,82	53.806.666.630
2006	1.857.041.828.000	29,42	1.310.700.122.000	18,3	71.622.957.490

Sumber : Data diolah

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa dengan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) yang berfluktuasi tidak menyebabkan nilai perusahaan juga mengalami fluktuasi. Hal ini disebabkan oleh ketidakseimbangan komposisi modal perusahaan yang tidak optimal, walaupun demikian keuntungan yang diperoleh perusahaan terus mengalami peningkatan sehingga nilai perusahaan tidak ikut mengalami penurunan.

Nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh besarnya tingkat pengembalian atas investasi (ROI) terhadap biaya modal rata-rata perusahaan (WACC) yang digunakan. Nilai perusahaan akan meningkat jika biaya modal yang digunakan lebih kecil dari tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi, sebaliknya akan mengalami penurunan jika biaya modal yang digunakan lebih besar dari

tingkat pengembalian yang diharapkan dari investasi tersebut. Oleh karena itu sebelum melakukan interpretasi terhadap nilai perusahaan, berikut ini akan disajikan rekapitulasi perhitungan biaya modal rata-rata (WACC), tingkat keuntungan investasi (ROI), dan nilai perusahaan.

Tabel 18
Rekapitulasi WACC, ROI, dan Nilai Perusahaan

Tahun	EBIT	WACC	ROI	Selisih	Nilai Perusahaan	Perubahan
2004	769.149.661.000	9,87	7,63	2,24	52.632.591.790	-
2005	1.453.065.671.000	18,82	13,73	5,09	53.806.666.630	2.23%
2006	1.857.041.828.000	18,3	17,28	1,02	71.622.957.490	33,11%

Sumber : Data diolah

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa dalam tiga tahun terakhir ROI perusahaan selalu berada di bawah WACC. ROI merupakan kemampuan modal yang diinvestasikan untuk menghasilkan keuntungan. Dari prosentase ROI dapat dinilai kinerja manajemen dalam mengelola aktivitya, sedangkan dalam biaya modal mengandung harapan investor terhadap modal yang diinvestasikannya. Jadi, dapat disimpulkan jika ROI lebih kecil dari WACC mengindikasikan perusahaan kurang memperhatikan kepuasan investor akan modal yang diinvestasikan.

C Interpretasi Hasil

Kebijakan struktur modal PT. Semen Gresik (Persero) Tbk pada periode tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 dilakukan dengan memperbesar jumlah modal sendiri dalam struktur modalnya. Perusahaan cenderung menggunakan modal sendiri daripada hutang jangka panjang untuk mendanai usahanya, sehingga dalam struktur modal perusahaan jumlah modal sendiri memiliki presentase yang jauh lebih besar bila dibandingkan dengan hutang jangka panjang. Penggunaan modal sendiri pada satu sisi memperkecil resiko keuangan, ini dapat dilihat dari nilai rasio leverage yang semakin menurun tiap tahunnya, tetapi dilain pihak hal ini akan menyebabkan berkurangnya perlindungan pajak yang diterima.

Pada tahun 2006 nilai perusahaan mengalami peningkatan sebesar 33,11% dari tahun sebelumnya. ROI perusahaan juga mengalami peningkatan sebesar

25,85 menjadi 17,28%. Hal ini disebabkan karena pada tahun 2006 WACC perusahaan yang menurun sekitar 2,76% dan penurunan ini diikuti oleh EBIT yang meningkat sebesar 27,8%.

Dampak dari kebijakan pendanaan perusahaan tersebut juga berpengaruh pada nilai WACC dan ROI perusahaan. Pada tahun 2006 selisih nilai WACC dan ROI perusahaan sebesar 1,02 nilai ini merupakan selisih terkecil dibanding tahun 2004 yaitu sebesar 2,58 dan pada tahun 2005 sebesar 5,09. Hal tersebut mengindikasikan bahwa manajemen sudah berusaha untuk memperhatikan kepuasan investor terhadap modal yang diinvestasikannya.

Dari analisis laporan keuangan PT. Semen Gresik (Persero) Tbk yang terdiri dari analisis rasio, meliputi rasio profitabilitas dan rasio leverage serta analisis struktur modal yang meliputi analisis biaya hutang dan biaya saham biasa di atas menunjukkan bahwa struktur modal pada tahun 2006 baik karena mampu meningkatkan nilai perusahaan dari tahun sebelumnya. Akan tetapi struktur modal tersebut belum optimal karena biaya modal rata-rata tertimbang yang ditanggung oleh perusahaan masih terlalu besar. Struktur modal PT. Semen Gresik yang paling optimal terjadi pada tahun 2004 karena biaya modal rata-rata tertimbang adalah yang terkecil dibandingkan dua periode lainnya.

BAB V PENUTUP

A. KESIMPULAN

Dari uraian dalam hasil analisis data diatas dapat diketahui bahwa penentuan struktur modal perusahaan merupakan suatu kebijakan jangka panjang yang sangat berpengaruh pada keberlanjutan hidup perusahaan (*going concern*). Struktur modal yang optimal akan tercermin pada rendahnya biaya modal rata-rata yang harus ditanggung oleh perusahaan sehingga nilai perusahaan tinggi. Sebaliknya, kesalahan dalam penentuan struktur modal akan menyebabkan tingginya biaya modal rata-rata dan rendahnya nilai perusahaan.

Hasil analisis penelitian tentang penentuan struktur modal yang optimal pada PT. Semen Gresik (Persero) Tbk dan anak perusahaan selama tiga periode (2004-2006) adalah sebagai berikut :

1. Tingkat perkembangan laba usaha PT. Semen Gresik (Persero) Tbk cukup baik. Hal ini ditunjukkan oleh peningkatan laba bersih dari tahun ke tahun. Selama tiga periode penelitian (2004-2006), yaitu sebesar 96,68% pada tahun 2005 dan pada tahun 2006 terjadi peningkatan sebesar 29,32%. Peningkatan laba bersih ini disebabkan oleh peningkatan penjualan sebesar 24,14% pada tahun 2005, dan 15,87% pada tahun 2006.
2. Dari hasil analisis rasio profitabilitas diketahui *Return on Investment (ROI)*, *Return On Equity (ROE)*, dan *Net Profit Margin (NPM)* PT. Semen Gresik (Persero) Tbk selalu mengalami peningkatan dari tahun 2004-2006 yang diiringi oleh peningkatan *Earning Per Share (EPS)* perusahaan. Ini mengindikasikan kinerja perusahaan cukup baik karena mampu memberikan penghasilan bersih atas investasi yang semakin meningkat dari tahun ke tahun.
3. Dari analisis rasio leverage yang meliputi analisis rasio hutang (*Debt Ratio*), *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Debt to Total Capitalization Ratio (DTCR)* dan *Time Interest Earned (TIE)* perusahaan menunjukkan adanya penurunan yang berkelanjutan dari tahun 2004 sampai tahun 2006. Hal ini disebabkan komposisi hutang jangka panjang perusahaan yang selalu mengalami penurunan sebesar 49,60% pada tahun 2005 dan 23,68% pada tahun 2006. Kebijakan ini mengakibatkan komposisi modal sendiri

- perusahaan mengalami peningkatan 22,63% - 23,12% selama tiga periode.
4. Analisis struktur modal menunjukkan nilai yang berfluktuasi dari tahun 2004-2006. Perubahan komposisi hutang jangka panjang mengindikasikan kebijakan manajemen untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan dari ekuitas daripada hutang kepada pihak lain. Hal ini dapat dilihat dari komposisi modal sendiri perusahaan pada tahun 2006 yang mencapai 92,36% dari total ekuitas perusahaan sehingga hutang jangka panjang perusahaan hanya sebesar 7,64%.
 5. *Weight Average Cost of Capital* (WACC) perusahaan selama periode penelitian sangat berfluktuatif Pada tahun 2004 biaya rata-rata tertimbang perusahaan sebesar 9,87%, pada tahun 2005 sebesar 18,82% atau naik 90,68%. Namun pada tahun 2006 WACC perusahaan turun sebesar menjadi 2,76% menjadi 18,3%. Masih besarnya biaya modal perusahaan disebabkan ketidakseimbangan komposisi hutang jangka panjang dan modal sendiri perusahaan. Kecilnya jumlah hutang jangka panjang perusahaan mengakibatkan perusahaan kehilangan kesempatan penghematan atas pajak.
 6. Dari penjelasan analisis WACC perusahaan di atas dapat diketahui bahwa struktur modal optimal terjadi pada tahun 2004, yaitu ketika biaya rata-rata tertimbang perusahaan sebesar 9,87%, sedangkan selama periode penelitian struktur modal yang kurang optimal terjadi pada tahun 2005 dimana biaya modal rata-rata tertimbang sebesar 18,82%. Hal ini disebabkan tingginya biaya modal yang harus ditanggung oleh perusahaan pada tahun tersebut.
 7. Berdasarkan analisis perbandingan nilai perusahaan PT. Semen Gresik (Persero) Tbk paling maksimum terjadi pada tahun 2004. Peningkatan nilai perusahaan tersebut seiring dengan optimalisasi struktur modal perusahaan karena nilai perusahaan akan maksimal apabila biaya modal perusahaan minimal.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, saran yang dapat diberikan kepada PT> Semen Gresik (Persero) Tbk adalah sebagai berikut :

1. Dalam penentuan kebijakan struktur modal, manajemen harus cermat dan lebih berhati-hati karena keputusan yang akan diambil nantinya akan berdampak sangat luas terhadap keberlanjutan hidup perusahaan (*going concern*). Kebijakan struktur modal menentukan biaya modal perusahaan yang selanjutnya akan menentukan nilai perusahaan. Naik turunnya nilai perusahaan merupakan salah satu faktor utama yang menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi pada perusahaan
2. Pada tahun 2006 PT. Semen Gresik (Persero) Tbk telah mengambil kebijakn struktur modal dengan komposisi yang tidak seimbang antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Hal ini mengakibatkan biaya modal yang ditanggung perusahaan masih terlalu tinggi sehingga nilai perusahaan yang dicapai masih kurang maksimal. Indikasi kurang optimalnya struktur modal perusahaan harus menjadi pertimbangan dalam penentuan struktur modal untuk tahun mendatang dengan harapan struktur modal menjadi optimal sehingga memaksimalkan nilai perusahaan.
3. Secara keseluruhan kinerja PT. Semen Gresik (Persero) Tbk sudah cukup baik karena kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan atas investasi selalu meningkat selama tiga periode (2004-2006). Kemampuan ini didukung oleh respon masyarakat yang cukup baik terhadap perusahaan yang ditunjukkan oleh peningkatan penjualan bersih setiap tahunnya. Oleh karena itu, manajemen harus mampu mempertahankan kinerjanya pada tahun-tahun mendatang.
4. Perusahaan hendaknya mengantisipasi kondisi perekonomian yang terjadi, karena apabila kondisi perekonomian memburuk tingkat suku bunga akan tinggi. Oleh karena itu, penggunaan hutang perusahaan harus dalam kondisi yang wajar sehingga biaya modal perusahaan dalam kondisi yang seimbang terhadap tingkat pengembalian investasi (ROI) perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

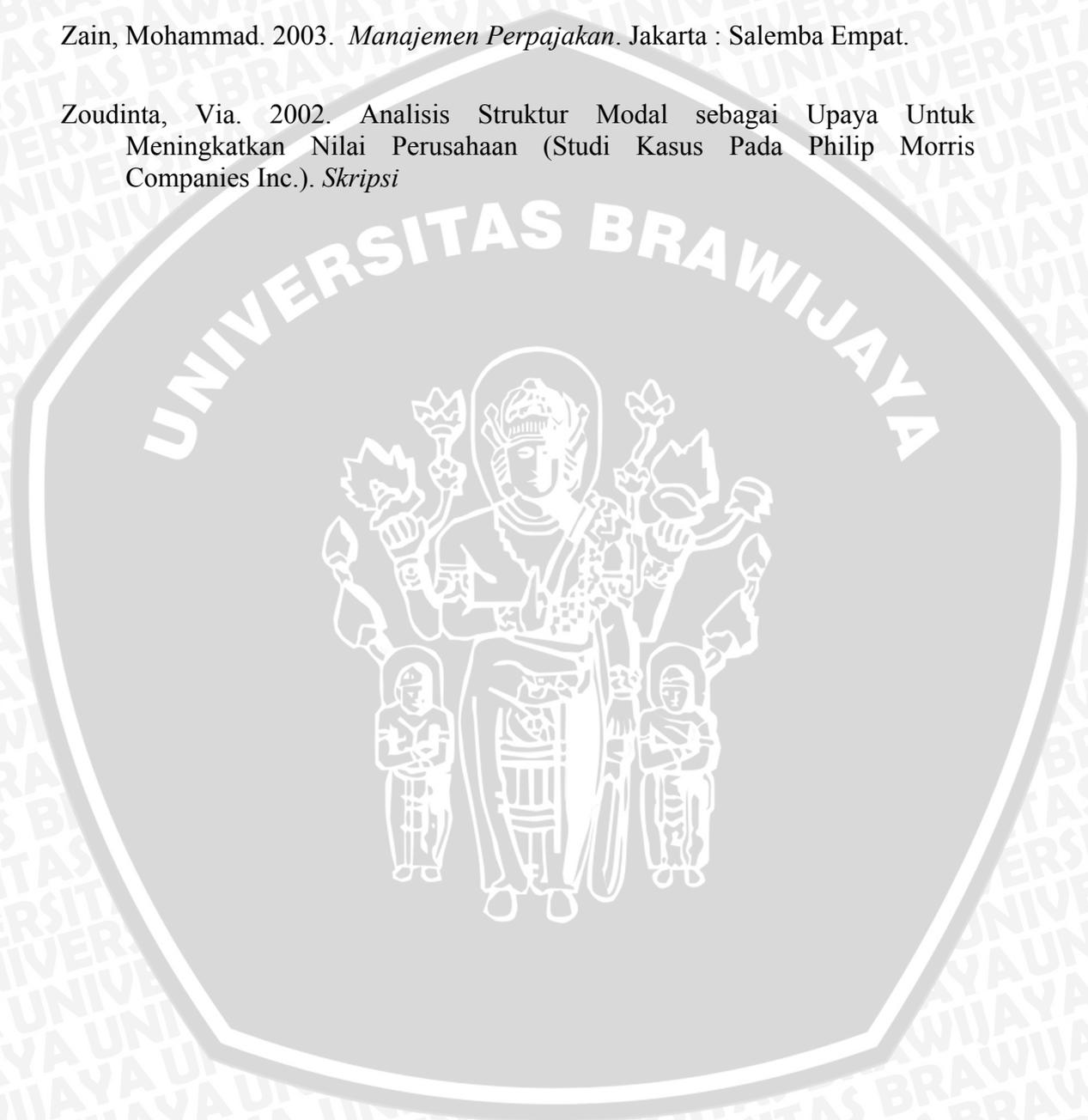
- Arikunto, Suharsimi. 2002. *Prosedur Penelitian : Suatu Pendekatan Praktek*. Jakarta : PT Rineka Cipta.
- Brigham, Eugene F, dan Joel F Houston. 2001. *Manajemen keuangan 2*. Jakarta : Erlangga
- Harahap, Sofyan Safri. 2002. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta : Raja Grafindo Persada.
- Horne, James. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga.
- Husnan, Suad. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Pembelanjaan Perusahaan)*. Jakarta : Liberty.
- Iswanti, Titisari Dyah. 2004. Analisis Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada PT. Gudang Garam Tbk). *Skripsi*
- Martin, John D. 1993. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada
- Muslich, Mohamad. 2003. *Manajemen Keuangan Modern. : Analisis, Perencanaan, dan Kebijaksanaan*. Jakarta : Bumi Aksara.
- Nazir, Moh. 2002. *Metode Penelitian*. Jakarta : Ghalia Indonesia.
- Prastowo, Dwi. 2002. *Analisis Laporan Keuangan Konsep Dan Aplikasi*. Yogyakarta : UPP AMD YKPN
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta : Yayasan badan Gajah Mada
- Sartono, Agus. 1999. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta :BPFE
- Sawir, Agnes. 2003. *Analisis Kinerja Keuangan Dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama.
- Sundjaja, Ridwan S, dan Inge Barlian. 2003. *Manajemen Keuangan 2*. Jakarta : Literata Lintas Media.
- Sutrisno. 2003. *Manajemen Keuangan : Teori, Konsep, Dan Aplikasi*. Yogyakarta : Ekonisia
- Syamsudin, Lukman. 2001. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta : Raja Grafindo Persada.

Warsono. 2003. *Manajemen Keuangan Perusahaan : Disertai Dengan Beberapa Contoh Artikel Konseptual*. Jakarta : Bayumedia.

Weston, J Fred, dan Eugene F Brigham. 1998. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga.

Zain, Mohammad. 2003. *Manajemen Perpajakan*. Jakarta : Salemba Empat.

Zoudinta, Via. 2002. Analisis Struktur Modal sebagai Upaya Untuk Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Philip Morris Companies Inc.). *Skripsi*



CURRICULUM VITAE

Nama : Maria Ulfa
NIM : 0310320101-32
Tempat dan Tanggal Lahir : Malang, 29 Agustus 1984
Alamat : Jl. Sartono SH II No 61 Malang, 65118
Pendidikan : TK Sejahtera, Tamat tahun 1991
SDN Sukoharjo I Malang Tamat tahun 1997
SLTP Negeri 09 Malang Tamat tahun 2000
SMU Negeri 02 Malang Tamat tahun 2003
Universitas Brawijaya Fakultas Ilmu Administrasi

