

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Modal

1. Pengertian Modal

Modal pada dasarnya dibutuhkan oleh setiap badan usaha baik perusahaan yang bersifat publik maupun swasta untuk membiayai kegiatan operasional sehari-hari dan investasi. Beberapa pengertian modal menurut para ahli antara lain sebagai berikut:

Pengertian modal menurut Baridwan (2004:24), “modal adalah perbedaan antara aktiva dengan utang dan merupakan kewajiban perusahaan kepada pemilik”. Jusup (2003:23) menambahkan, “modal merupakan hak pemilik perusahaan atas kekayaan (aktiva) perusahaan. Besarnya hak pemilik sama dengan aktiva bersih perusahaan, yaitu selisih antara aktiva dan kewajiban”.

Jusuf (2010:20) menjelaskan, “modal sendiri (*equity / net worth*) adalah komponen terakhir dari neraca yang merupakan selisih dari aktiva dengan utang. Modal ini tidak lain adalah investasi yang dilakukan oleh pemilik perusahaan”.

Pengertian modal menurut Meij dan Polak yang dikutip oleh Riyanto (2001:18) sebagai berikut:

- a. Meij mengartikan modal sebagai kolektivitas dari barang-barang modal yang terdapat dalam neraca sebelah debit, sedangkan yang dimaksudkan dengan barang-barang modal semua barang yang ada dalam rumah tangga perusahaan dalam fungsi produktifnya untuk membentuk pendapatan.
- b. Polak mengartikan modal ialah sebagai kekuasaan untuk menggunakan barang-barang modal. Dengan demikian modal ialah terdapat di neraca sebelah kredit. Adapun yang dimaksud dengan barang-barang modal

ialah barang yang ada dalam perusahaan yang belum digunakan, jadi yang terdapat di neraca sebelah debit.

Berdasarkan beberapa pengertian modal yang telah disebutkan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa modal adalah hak pemilik atas aktiva perusahaan yang terletak di neraca sebelah kredit dan dapat diperoleh dari selisih antara kekayaan dikurangi utang perusahaan.

2. Sumber-Sumber Penawaran Modal

Sumber-sumber penawaran modal yang biasanya digunakan perusahaan dalam rangka melakukan investasi atau memenuhi pembiayaan kegiatan operasional perusahaan menurut Riyanto (2001:209-226) dapat diklasifikasikan sebagai berikut:

a. Sumber-sumber penawaran modal menurut asalnya

1) Sumber *Intern* (*Internal Sources*)

Sumber *Intern* adalah modal atau dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan. Sumber *intern* atau sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan adalah keuntungan yang ditahan (*retained net profit*) dan penyusutan (*depreciations*).

2) Sumber *ekstern* (*External Sources*)

Sumber *ekstern* adalah sumber yang berasal dari luar perusahaan misalnya dana yang berasal dari kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan. Modal yang berasal dari kreditur merupakan utang (modal asing). Sedangkan dana yang berasal dari pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan merupakan dana yang ditanamkan dalam perusahaan (modal sendiri).

3) Sumber *ekstern* Utama

Sumber *ekstern* utama lainnya yang merupakan sumber penawaran modal bagi perusahaan misalnya *supplier*, bank dan pasar modal.

a) *Supplier* memberikan dana kepada suatu perusahaan di dalam bentuk penjualan barang secara kredit.

b) Bank adalah lembaga kredit yang mempunyai tugas utama memberikan kredit di samping pemberian jasa-jasa lain di bidang

keuangan. Kredit yang diberikan oleh bank dapat berupa kredit jangka pendek, jangka menengah, dan jangka panjang.

- c) Pasar modal (*capital market*) adalah tempat bertemunya perusahaan yang menerbitkan efek untuk ditawarkan kepada masyarakat dan perorangan atau lembaga yang menanamkan dananya dalam efek (pemodal).

b. Sumber penawaran modal menurut cara terjadinya

1) Tabungan

Suatu perusahaan dikatakan menabung apabila perusahaan tersebut menyisihkan sebagian dari keuntungan yang diperolehnya kemudian hari. Dengan demikian, tabungan merupakan sumber *intern* untuk pembentukan cadangan yang bertujuan untuk membiayai ekspansi di bagi perusahaan yang bersangkutan.

2) Penciptaan atau Kreasi Uang/Kredit oleh Bank

Sumber kedua dari penawaran modal adalah penciptaan atau kreasi uang atau kredit oleh bank. Lembaga yang dapat menciptakan uang tidak hanya Bank Sirkulasi tetapi juga Bank Dagang melalui penciptaan uang giral.

3) Intensifikasi Penggunaan Uang

Sumber ketiga dari penawaran modal adalah intensifikasi dari penggunaan uang. Cara ini dapat dilakukan oleh bank dengan meminjamkan kembali uang yang dipercayakan atau disimpan oleh masyarakat di bank.

Berdasarkan uraian di atas, maka sumber-sumber penawaran modal yang digunakan oleh perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi dua yaitu pertama, berdasarkan asalnya maka sumber penawaran modal dapat dibagi menjadi tiga yaitu sumber *intern*, sumber *ekstern* dan sumber *ekstern* utama. Sedangkan berdasarkan cara terjadinya dapat melalui tabungan, penciptaan atau kreasi uang, dan intensifikasi penggunaan uang.

3. Jenis-Jenis Modal

Jenis-jenis modal dalam suatu perusahaan terdiri dari modal asing (utang) dan modal sendiri. Modal asing (utang) tersebut meliputi utang

jangka pendek, utang jangka menengah, dan utang jangka panjang.

Sedangkan modal sendiri terdiri dari saham, cadangan dan laba ditahan.

Jenis-jenis modal ini menurut Riyanto (2001:227-244) dapat dibagi menjadi:

a. Modal Asing/Utang

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan utang yang pada saatnya harus dibayar kembali. Modal asing dalam bentuk utang ini dibagi menjadi tiga antara lain:

- 1) Modal Asing/Utang Jangka Pendek yaitu utang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun, misalnya rekening koran, kredit penjual, kredit pembeli, dan kredit wesel.
- 2) Modal Asing/Utang Jangka Menengah yaitu utang yang jangka waktunya antara 1 sampai 10 tahun, misalnya *term loan*, *equipment loan* dan *leasing*.
- 3) Modal Asing/Utang Jangka Panjang yaitu utang yang jangka waktunya lebih dari 10 tahun, misalnya obligasi dan pinjaman hipotik.

b. Modal sendiri

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari luar perusahaan dan dalam perusahaan itu sendiri. Modal sendiri yang berasal dari sumber *intern* berbentuk keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Sedangkan modal sendiri yang berasal dari sumber *ekstern* adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri dalam perseroan terbatas yaitu:

- 1) Saham adalah tanda bukti kepemilikan atau penyertaan pemegangnya atas perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut (emiten). Pada prinsipnya saham dapat dibagi menjadi tiga jenis yaitu:
 - a) Saham Preferen
 - b) Saham biasa
 - c) Saham preferen kumulatif
- 2) Cadangan yang dimaksudkan di sini 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 antara lain:
 - a) Cadangan ekspansi
 - b) Cadangan modal kerja

- c) Cadangan selisih kurs
- d) Cadangan umum
- 3) Laba ditahan adalah keuntungan yang diperoleh suatu perusahaan di mana dapat sebagian dibayarkan sebagai deviden dan sebagian ditahan oleh perusahaan.

B. Biaya Penggunaan Modal (*Cost of Capital*)

1. Pengertian Biaya Modal

Biaya modal (*cost of capital*) yaitu biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan atas penggunaan dana baik yang berasal dari saham preferen, saham biasa maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan (Martono dan Harjito, 2005:201). Riyanto (2001:245) menambahkan, biaya penggunaan modal atau biaya modal merupakan konsep penting dalam pembelanjaan perusahaan dalam menentukan besarnya biaya riil harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari suatu sumber. Jadi dapat disimpulkan biaya modal adalah biaya riil yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh dana baik secara *intern* maupun *ekstern* dalam rangka pembelanjaan.

2. Fungsi Biaya Modal

Perhitungan biaya modal sangat erat kaitannya dengan pajak yang dikenakan kepada perusahaan. Menurut Martono dan Harjito (2005:202), biaya modal yang dikenakan pada modal pinjaman akan berbeda dengan biaya modal dari modal sendiri.

Konsep perhitungan biaya modal dapat didasarkan pada perhitungan sebelum pajak atau perhitungan setelah pajak. Perbedaan konsep ini karena pajak merupakan pengurang laba yang diperoleh perusahaan. Analisis biaya modal didasarkan pada keadaan setelah pajak. Biaya modal biasanya digunakan sebagai ukuran diterima atau ditolaknya suatu investasi (sebagai *discount rate*), yaitu dengan membandingkan tingkat keuntungan (*rate of return*) dari usulan investasi tersebut dengan biaya modalnya. Biaya modal yang dimaksud disini adalah biaya modal yang menyeluruh (*overall cost of capital*).

Perhitungan penggunaan biaya modal sangatlah penting dalam perusahaan karena biaya modal (*cost of capital*) merupakan salah satu komponen penting yang digunakan dalam penentuan investasi, sumber pembelanjaan dan manajemen aktiva. Penentuan biaya modal yang tepat bagi perusahaan merupakan hal yang penting. Beberapa alasan yang mendasari pentingnya penggunaan biaya modal (Roeshany: 2009) yaitu:

- a. Memaksimalkan nilai perusahaan mengharuskan biaya-biaya (termasuk biaya modal) diminimumkan.
- b. Keputusan penganggaran modal (*capital budgetting*) memerlukan suatu estimasi tentang biaya modal.
- c. Keputusan lainnya seperti leasing dan modal kerja juga memerlukan biaya modal.

3. Faktor-Faktor yang Menentukan Biaya Modal

Variabel-variabel penting yang dapat mempengaruhi penentuan biaya modal dalam suatu perusahaan dapat di bagi menjadi empat antara lain (Roeshany: 2009):

- a. Keadaan-keadaan umum perekonomian
Keadaan-keadaan umum perekonomian menentukan tingkat bebas resiko atau tingkat hasil tanpa resiko.
- b. Daya jual suatu saham perusahaan
Jika daya jual saham meningkat, tingkat hasil minimum para investor akan turun dan biaya modal perusahaan akan rendah.

- c. Keputusan-keputusan pembiayaan dan operasi yang dibuat manajemen
Jika manajemen menyetujui penanaman modal beresiko tinggi atau memanfaatkan utang dan saham secara ekstensif, tingkat resiko perusahaan bertambah.
- d. Besarnya pembiayaan yang diperlukan
Permintaan modal dalam jumlah besar akan meningkatkan biaya modal perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa keadaan umum perekonomian, daya jual saham perusahaan, keputusan pembiayaan dan operasi manajemen serta besarnya pembiayaan yang diperlukan suatu perusahaan merupakan faktor-faktor penting yang dapat mempengaruhi penentuan biaya modal.

4. Komponen Biaya Modal

Biaya modal yang digunakan, baik untuk perusahaan maupun proyek khusus adalah biaya modal rata-rata tertimbang. Biaya modal rata-rata tertimbang mempunyai beberapa komponen yaitu biaya utang (*cost of debt*), biaya saham preferen (*cost of preferred stock*), dan biaya ekuitas biasa (*cost of common equity*). Setelah komponen-komponen biaya modal ini dihitung dengan memasukkan unsur proporsi sumber dana dalam struktur modal sebagai penimbang, biaya modal rata-rata tertimbang dapat dihitung WACC. Perhitungan komponenen biaya modal tersebut antara lain:

a. Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Konsep biaya utang yang digunakan oleh perusahaan adalah biaya utang setelah pajak. Hal ini dikarenakan perusahaan yang menggunakan sumber dananya dari utang akan terkena kewajiban membayar bunga.

Bunga merupakan salah satu bentuk beban bagi perusahaan sehingga beban bunga akan menyebabkan besarnya pembayaran pajak penghasilan menjadi berkurang.

Biaya utang setelah pajak menurut Warsono (2003:140) dapat dihitung dengan mengalikan biaya utang sebelum pajak dengan $(1-T)$, dengan T adalah tingkat pajak. Rumus biaya utang dapat dihitung sebagai berikut:

$$k_i = k_d (1 - T)$$

Sumber: Warsono (2003:140)

Di mana:

k_i = biaya utang setelah pajak

k_d = biaya utang sebelum pajak

T = tingkat pajak

b. Biaya Modal Saham Preferen

Biaya modal saham preferen adalah biaya riil yang harus dibayar apabila perusahaan menggunakan dana dengan menjual saham preferen. Saham preferen memiliki karakteristik kombinasi antara utang dengan modal sendiri atau saham biasa. Salah satu ciri saham preferen yang menyerupai utang adalah adanya penghasilan tetap bagi pemegangnya dan tidak memiliki masa jatuh tempo.

Biaya modal saham preferen diperhitungkan sebesar tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor pemegang saham preferen. Menurut Martono dan Harjito (2005:206) Biaya modal saham preferen berupa deviden yang besarnya tetap.

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

Sumber: Martono dan Harjito (2005:206)

Di mana:

K_p = biaya saham preferen

D_p = deviden saham preferen

P_n = harga pasar saham

c. Biaya Modal Saham Biasa dan Laba Ditahan

Biaya modal saham biasa atau laba ditahan merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham biasa atau dengan menggunakan laba ditahan untuk investasi.

Saham pada dasarnya dapat diperjualbelikan sewaktu-waktu, dengan demikian menurut Martono dan Harjito (2005:206) apabila deviden yang diharapkan mengalami pertumbuhan sebesar g per tahun, di mana $D_1 = D_0(1 + g)$, sehingga rumus biaya ekuitasnya:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Sumber: Martono dan Harjito (2005:206)

Di mana:

K_e = biaya modal sendiri

D_1 = deviden yang diharapkan

P_0 = harga pasar saham

g = tingkat pertumbuhan deviden

Tingkat pertumbuhan deviden dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$g = ROE \times b$$

$$g = ROE \times \left(1 - \frac{D}{EPS}\right)$$

Sumber: Martono dan Harjito (2005:206)

5. Biaya Modal Rata-Rata tertimbang (WACC)

Biaya modal rata-rata tertimbang mencerminkan rata-rata biaya modal yang diharapkan di masa yang akan datang. Biaya modal rata-rata tertimbang diperoleh dengan menimbang biaya dari setiap jenis modal tertentu sesuai dengan proporsinya dalam struktur modal perusahaan. Sjahrial (2009:225) menjelaskan, untuk menghitung biaya modal secara keseluruhan dapat menggunakan perhitungan rata-rata tertimbang biaya modal (WACC). Secara garis besar rumus ini terdiri dari dua unsur yaitu:

- Komposisi dan porsi dari masing-masing jenis modal terhadap total modalnya yang menunjukkan besarnya kontribusi jenis modal tersebut terhadap total modalnya.
- Biaya-biaya modal dari masing-masing jenis biaya modal. Rata-rata biaya modal tertimbang diperoleh dari hasil penjumlahan dari hasil besarnya perkalian besarnya porsi masing-masing jenis modal dengan biaya modal yang bersangkutan.

Rumus menghitung rata-rata biaya modal tertimbang *weighted average cost of capital* (Akmal: 2010) adalah:

$$WACC = K_a = W_d \cdot K_d(1 - T) + W_p \cdot K_p + W_s(K_s \text{ atau } K_e)$$

Dimana:

- WACC = rata-rata tertimbang biaya modal
 W_d = persentase hutang terhadap total modal
 W_p = persentase saham preferen terhadap total modal
 W_s = persentase saham biasa terhadap modal
 K_d = biaya utang (obligasi)
 K_p = biaya saham preferen
 K_s = biaya laba ditahan
 K_e = biaya saham biasa baru
 T = persentase pajak penghasilan perusahaan

C. Struktur Modal

1. Pengertian Struktur Modal

Struktur modal memiliki pengertian yang lebih sempit dari struktur keuangan. Perbedaan struktur modal dan struktur keuangan menurut Yulianti dan Prasetyo (2002:237), struktur modal menunjukkan komposisi penggunaan dana jangka panjang, sementara struktur keuangan menunjukkan komposisi seluruh dana baik dana jangka pendek maupun dana jangka panjang yang digunakan untuk membelanjai kekayaan perusahaan.

Struktur modal menurut Sjahrial (2007:213), merupakan perimbangan antara penggunaan modal pinjaman terdiri dari utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari saham biasa dan saham preferen. Riyanto (2001: 296) menambahkan, struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri. Berdasarkan beberapa pengertian mengenai struktur modal di atas dapat didefinisikan, pengertian struktur modal yaitu perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri dalam suatu perusahaan.

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Struktur modal pada suatu perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor baik faktor yang berasal dari dalam maupun luar perusahaan. Faktor-faktor

utama yang mempengaruhi struktur modal menurut Warsono (2003: 236) terdiri dari delapan faktor antara lain:

- a. Laju pertumbuhan dan kemantapan penjualan di masa yang akan datang.
- b. Struktur kompetitif dalam industri.
- c. Susunan aset dari perusahaan sendiri.
- d. Risiko bisnis yang dihadapi perusahaan.
- e. Status kendali dari para pemilik dan manajemen.
- f. Sikap para kreditor terhadap industri dan perusahaan.
- g. Posisi pajak perusahaan.
- h. Fleksibilitas dan kemampuan menerbitkan modal dalam kondisi yang tidak baik.

3. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal menurut Sjahrial (2009:179) dibagi dua kelompok yaitu teori struktur modal tradisional dan struktur modal *modern*. Teori struktur modal tradisional meliputi pendekatan laba bersih, pendekatan laba operasi bersih, dan pendekatan tradisional. Sedangkan teori struktur modal *modern* meliputi Modigliani-Miller tanpa pajak dan menggunakan pajak.

a. Teori struktur modal tradisional yang terdiri dari:

1) Pendekatan laba bersih (*Net Income Approach*).

Pendekatan laba bersih (NI) mengasumsikan bahwa investor menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (K_e) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang (K_d) yang konstan agar nilai perusahaan meningkat (Sjahrial, 2009: 180). Apabila digunakan persamaan seperti di bawah ini:

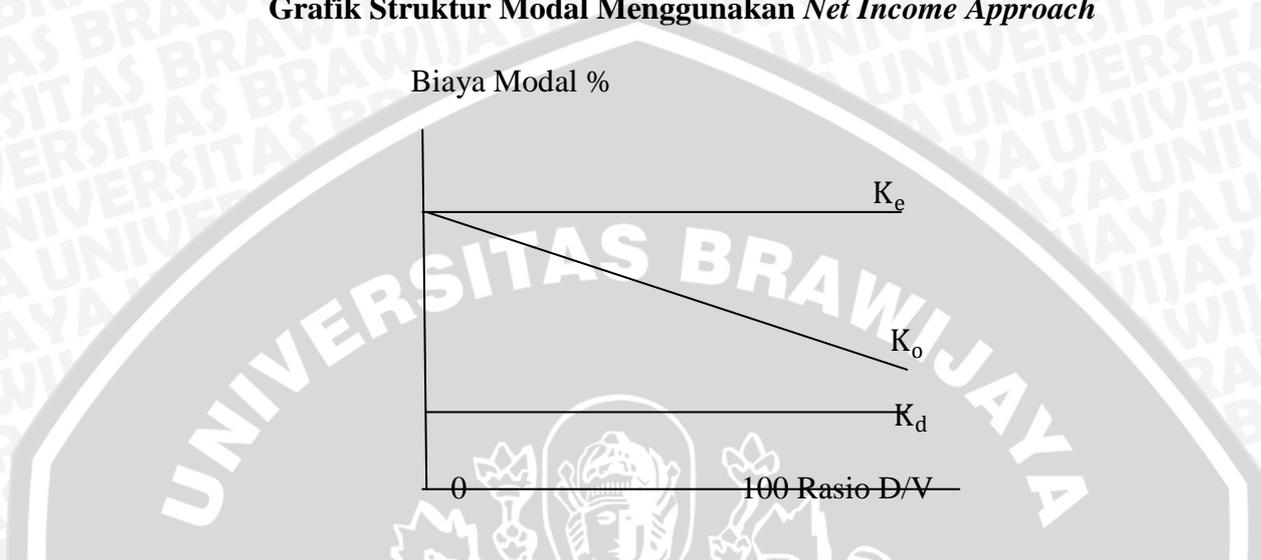
$$V = \frac{EBIT (1 - T)}{K_e}$$

Sumber: Sjahrial (2009:180)

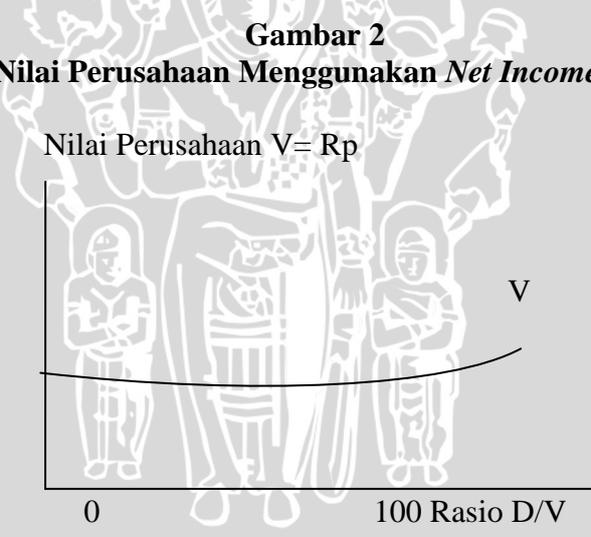
Nilai perusahaan meningkat jika perusahaan menggunakan utang semakin besar. Oleh karena itu, perusahaan akan lebih baik bila

menggunakan seratus persen utang untuk memaksimumkan nilai perusahaan seperti grafik dibawah ini.

Gambar 1
Grafik Struktur Modal Menggunakan *Net Income Approach*



Gambar 2
Grafik Nilai Perusahaan Menggunakan *Net Income Approach*



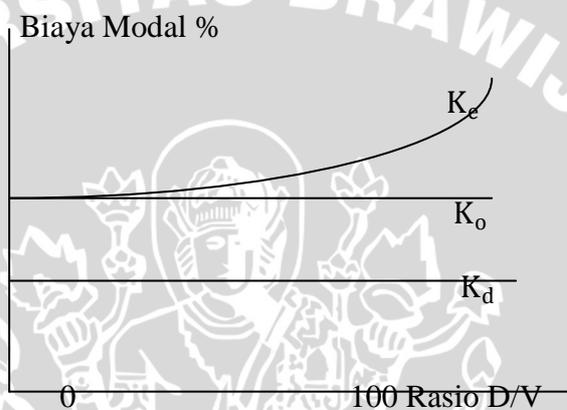
Berdasarkan teori pendekatan laba bersih di atas, disimpulkan bahwa sebaiknya perusahaan menggunakan utang dalam jumlah besar karena K_e dan K_d konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) semakin kecil sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar sehingga dapat memaksimumkan nilai perusahaan.



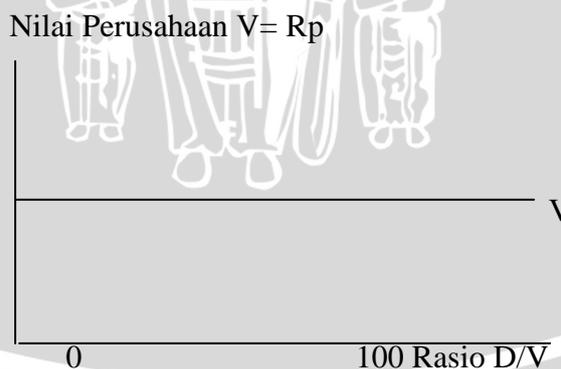
2) **Pendekatan laba operasi bersih (NOI Approach).**

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat utang yang digunakan perusahaan. pertama, diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan utang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan yang akan dijelaskan pada grafik dibawah ini (Sjahrial, 2009:181).

Gambar 3
Grafik Struktur Modal Menggunakan Net Operating Income Approach



Gambar 4
Grafik Nilai Perusahaan Menggunakan Net Operating Income Approach



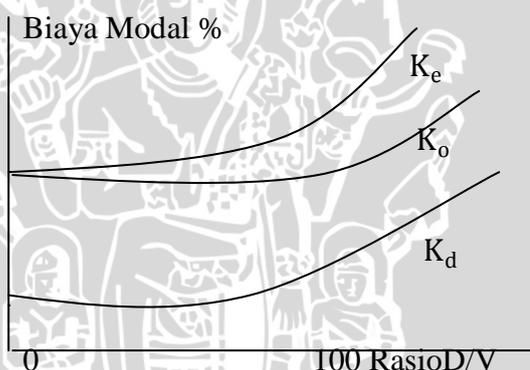
Berdasarkan pendekatan laba operasi bersih dapat ditarik kesimpulan bahwa penggunaan utang dinilai sebagai peningkatan risiko perusahaan sehingga biaya modal rata-rata tertimbang pada perusahaan tidak

mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

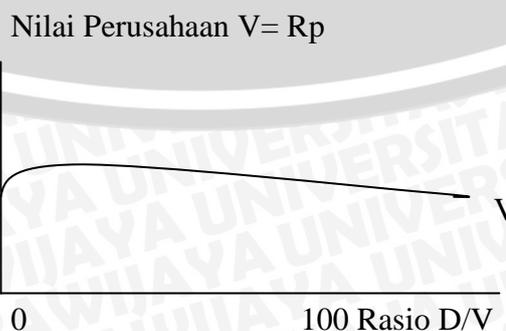
3) Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan peningkatan biaya modal sendiri ini dapat semakin besar dan bahkan akan lebih besar dari pada penurunan biaya karena penggunaan utang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan meningkat. Oleh karena itu, nilai perusahaan mula-mula meningkat akan menurun akibat penggunaan utang yang semakin besar, seperti pada grafik di bawah ini (Sjahrial, 2009:182).

Gambar 5
Grafik Struktur Modal Menggunakan *Traditional Approach*



Gambar 6
Grafik Nilai Perusahaan Menggunakan *Traditional Approach*



Dengan demikian menurut pendekatan tradisional, penggunaan utang perusahaan perlu diperhatikan karena penggunaan *leverage* yang awalnya konstan dapat meningkat sehingga biaya utang dan biaya modal cenderung meningkat. Oleh karena itu, struktur modal yang optimal terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

b. Teori struktur modal *modern* yang terdiri dari:

1) Model Modigliani-Miller (MM) tanpa pajak.

Pada tahun 1958 Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) mengajukan suatu teori ilmiah tentang struktur modal perusahaan. Teori ini mengemukakan 3 preposisi yang masing-masing dalil mengemukakan 2 rumus.

a) Preposisi 1

MM berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan tidak lain merupakan kapitalisasi laba operasi bersih yang diharapkan (EBIT) dengan tingkat kapitalisasi (K_0) konstan yang sesuai dengan tingkat risiko perusahaan (Sjahrial, 2009:184). Nilai perusahaan dapat dihitung dengan rumus:

$$V_L = V_U = \frac{\text{EBIT}}{\text{WACC}} = \frac{\text{EBIT}}{K_{SU}}$$

$$V = D + S$$

Sumber: Sjahrial (2009:184)

Di mana:

V_L = nilai perusahaan yang menggunakan utang

V_U = nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang

EBIT = laba sebelum bunga dan pajak

K_{SU} = keuntungan yang diisyaratkan saham *unlevered firm*

V = nilai perusahaan

D = utang (*debt*)
 S = modal sendiri (*stock*)

Di mana $K_0 = K_{SU}$ adalah tingkat keuntungan yang diisyaratkan untuk perusahaan yang seratus persen modalnya terdiri atas modal sendiri atau *unlevered firm*. Sehingga, biaya modal rata-rata tertimbang sering disebut juga dengan tingkat keuntungan yang diharapkan atas portofolio perusahaan.

Berdasarkan teori Modigliani Miller (MM) dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan adalah tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh penentuan komposisi struktur modal perusahaan tersebut.

b) Preposisi 2

Dalam preposisi kedua ini MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premi risiko. Besar kecilnya premi risiko tergantung atas selisih antara biaya modal sendiri dan biaya utang perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dikalikan dengan besarnya utang (Sjahrial, 2009:187). Rumus biaya modal sendiri apabila tanpa penggunaan pajak adalah:

$$K_{SL} = \frac{EBIT}{V} - K_d \cdot \frac{D}{V}$$

Sumber: Sjahrial (2009:188)

Berdasarkan rumus di atas, diketahui bahwa bertambahnya penggunaan utang (D) bertambah besar, biaya modal sendiri (K_{SL}) juga bertambah besar. Hal ini dikarenakan jika utang yang digunakan bertambah, risiko perusahaan juga bertambah sehingga biaya modal sendiri atau keuntungan yang diisyaratkan pada modal sendiri juga bertambah karena pada preposisi ini diasumsikan $T=0$, maka:

$$WACC = \frac{D}{V} K_d + \frac{S}{V} K_{SL}$$

Sumber: Sjahrial (2009:189)

Di mana:
 WACC = biaya modal rata-rata tertimbang
 K_d = biaya utang
 D = utang

- S = modal sendiri
- V = nilai perusahaan
- K_{SL} = biaya modal sendiri pada perusahaan *levered firm*

Berdasarkan dua preposisi MM disimpulkan bahwa semakin besar utang yang digunakan dalam struktur modal tidak akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan keuntungan yang dari penggunaan utang diimbangi kenaikan biaya modal sendiri, sehingga nilai perusahaan dan WACC tidak dipengaruhi struktur modal.

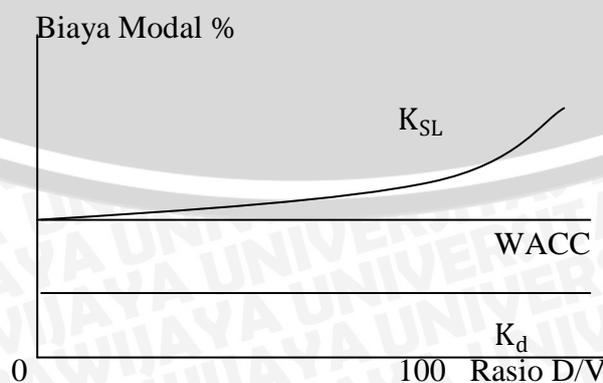
c) Preposisi 3

Preposisi ketiga menyatakan perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang nilai perusahaan meningkat paling tidak sebesar biaya investasi. Jika ΔV adalah perubahan nilai perusahaan dan ΔI adalah biaya investasi, maka perusahaan seharusnya melakukan investasi sepanjang ΔV melebihi ΔI (Sjahrial, 2009: 189), seperti yang ditunjukkan pada Grafik di bawah ini.

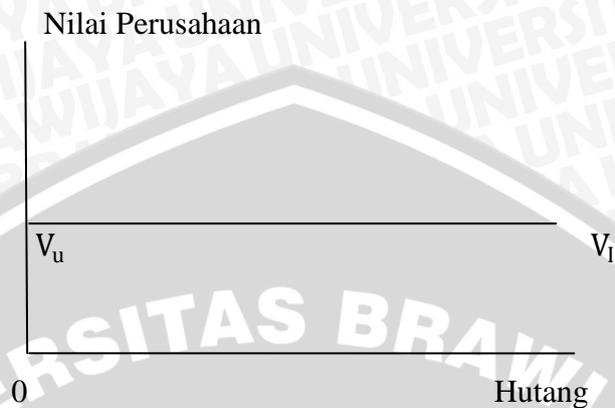
$$\frac{\Delta EBIT}{K_{SU}} > 1 \text{ atau } \frac{\Delta V}{\Delta I} > 1$$

Sumber: Sjahrial (2009:189)

Gambar 7
Grafik Struktur Modal Menggunakan MM Tanpa Pajak



Gambar 8
Grafik Nilai Perusahaan Menggunakan MM Tanpa Pajak



Dari kedua grafik tersebut dapat disimpulkan bahwa semakin besar persentase utang, K_{SL} naik, K_d tetap dan WACC tetap, sehingga semakin besar utang maka nilai perusahaan (V) tetap.

2) Model Modigliani-Miller (MM) dengan pajak

MM mengasumsikan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Model Modigliani Miller dengan pajak ini terdiri dari 2 preposisi yaitu:

a) Preposisi 1

Nilai perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan nilai perlindungan pajak ini adalah sebesar pajak penghasilan perusahaan dikalikan dengan utang perusahaan (Sjahrial, 2009: 193).

$$V_L = \frac{EBIT (1 - T)}{K_{SU}} + TD$$

$$V_L = V_U + TD$$

Sumber: Sjahrial (2009:194)

b) Preposisi 2

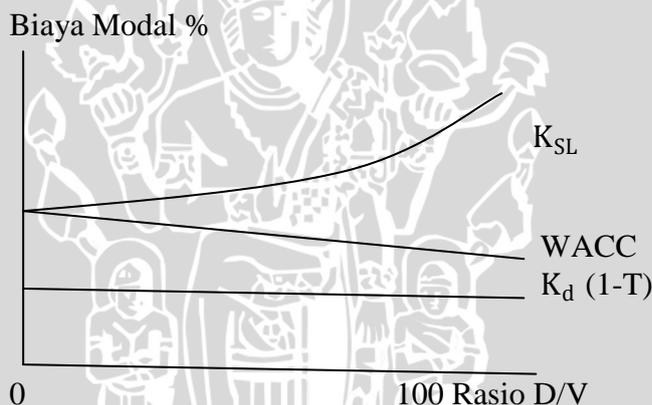
MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premi risiko (Sjahrial, 2009: 194), seperti ditunjukkan pada Grafik di bawah ini.

$$S_L = \frac{(EBIT - K_d D)(1 - T)}{S_L}$$

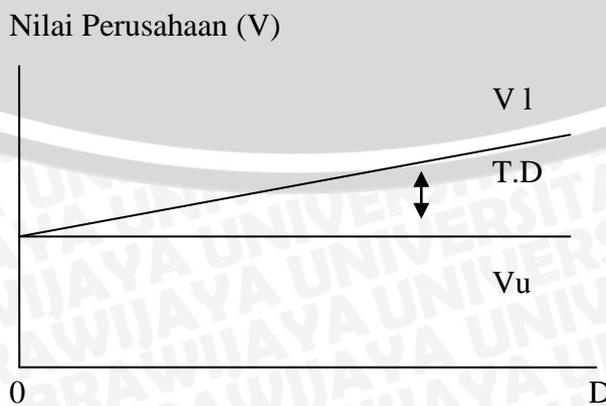
$$K_{SL} = K_{SU} + (K_{SU} - K_d)(1 - T) \frac{D}{V}$$

Sumber: Sjahrial (2009:195)

Gambar 9
Grafik Struktur Modal Menggunakan MM dengan Pajak



Gambar 10
Grafik Nilai Perusahaan Menggunakan MM dengan Pajak



Teori struktur modal selain berdasarkan pada teori struktur modal tradisional dan *modern*, juga dapat dikembangkan berdasarkan perilaku manajemen. Apabila didasarkan pada perilaku manajemen maka dapat dibagi menjadi dua teori yaitu *signaling effects theory* dan *pecking order theory*. Teori perilaku manajemen dapat dijabarkan sebagai berikut:

a. *Signaling Effects Theory* dan *Asymmetric Information Theory*

Teori *signaling effects* dan *asymmetric information* menjelaskan bahwa perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih dari pihak lainnya. Teori ini terdiri dari dua bagian yaitu (Hutabarat: 2009) :

1) *Asymmetric Information Theory*

Teori ini menyatakan bahwa pihak manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut. Jadi, ada informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan. Hal tersebut dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah, sehingga terjadi pertanda atau sinyal.

2) *Signaling Effects Theory*

Mengembangkan model struktur modal (penggunaan hutang) merupakan *signal* yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan menginginkan saham perusahaan meningkat, manajer akan megkomunikasikan hal tersebut kepada investor. Manajer bisa menggunakan hutang lebih banyak sebagai *signal* yang lebih *credible*. Perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik.

Berdasarkan uraian teori *signaling effects* di atas, dapat disimpulkan bahwa manajer menggunakan hutang sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek baik di masa mendatang sehingga dapat menarik para investor untuk menanamkan modal ke dalam perusahaan. Sedangkan pada teori asimetri informasi, disimpulkan bahwa manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan pihak luar.

b. Teori *Pecking Order*

Teori *Pecking Order* menjelaskan secara spesifik perusahaan memiliki tata urutan (*pecking order*) preferensi dalam menggunakan modal. Skenario urutan dalam Teori *Pecking Order* menurut Myers yang dikutip oleh (Hutabarat: 2009) yaitu:

- 1) Perusahaan lebih mengutamakan pendanaan ekuitas *internal* (laba ditahan) daripada pendanaan ekuitas *eksternal* (menerbitkan saham baru). Hal tersebut disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan saat menerbitkan obligasi dan saham baru.
- 2) Apabila perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, pertama kali akan menerbitkan hutang sebelum menerbitkan saham baru.
- 3) Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi calon investor tentang kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek mendatang yang tidak baik.

Berdasarkan *pecking order theory* dapat disimpulkan bahwa perusahaan dalam menggunakan dana memiliki urutan pendanaan yang berasal dari laba ditahan yang bersifat *internal*. Apabila perusahaan membutuhkan dana *eksternal* maka akan menerbitkan surat utang (obligasi) terlebih dahulu daripada penerbitan saham baru.

4. Struktur Modal yang Optimal

Pendanaan yang efisien pada suatu perusahaan terjadi apabila perusahaan dapat menentukan kombinasi preposisi struktur modal yang optimal. Menurut Martono dan Harjito (2005:240), struktur modal yang optimal merupakan struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal rata-rata, sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan. Yulianti dan Prasetyo (2002: 239) menambahkan, struktur modal yang optimal diartikan sebagai struktur modal yang memberikan biaya modal rata-rata tertimbang terendah. Struktur modal yang optimal bervariasi, sesuai dengan karakteristik kegiatan perusahaan.

Jadi dari beberapa pengertian di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memiliki biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) terendah sehingga mampu mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan meningkatkan nilai perusahaan melalui kenaikan harga saham.

D. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan menurut Sundjaja dan Barlian (2003: 303), merupakan perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) setelah dikoreksi dengan pajak dibagi biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Dalam menentukan nilai perusahaan pada alternatif struktur modal tertentu, perusahaan harus mencari tingkat pengembalian yang harus diperoleh sebagai kompensasi bagi investor dan para pemilik atas resiko yang akan

ditanggungnya. Oleh karena itu, resiko setiap struktur modal harus dikaitkan dengan tingkat pengembalian yang diperlukan.

Pada umumnya nilai perusahaan akan maksimal jika biaya modal dapat minimal. Nilai perusahaan (V) menurut Sundjaja dan Barlian (2003:303) dihitung dengan rumus:

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

Sumber: Sundjaja dan Barlian (2003:303)

Di mana:

V = nilai perusahaan

EBIT = laba sebelum bunga dan pajak

WACC = biaya modal rata-rata tertimbang

T = tingkat pajak penghasilan perusahaan

E. Pengukuran Tingkat Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hal yang penting bagi perusahaan untuk mengetahui perkembangan usaha dan menjaga kelangsungan hidupnya. Suatu perusahaan mengetahui tingkat keuntungan melalui rasio profitabilitas. Rasio profitabilitas yaitu rasio yang dapat menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan dari pengguna modalnya. Menurut Syamsuddin (2009: 61), ada enam *ratio* yang digunakan untuk mengukur profitabilitas:

1. Gross Profit Margin (GPM)

Gross Profit Margin (GPM) digunakan untuk mengukur tingkat laba kotor dibandingkan dengan volume penjualan. Semakin besar *gross profit*

margin semakin baik keadaan operasi perusahaan (Syamsuddin, 2009: 72).

Gross profit margin dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{GPM} = \frac{\text{laba kotor}}{\text{.}} \times 100\%$$

Sumber: Syamsuddin (2009:72)

2. Operating Profit Margin (OPM)

Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat laba operasi dibandingkan dengan volume penjualan. Semakin tinggi rasio *operating profit margin* akan semakin baik pula operasi suatu perusahaan (Syamsuddin, 2009:73).

Operating profit margin dihitung sebagai berikut:

$$\text{OPM} = \frac{\text{laba operasi}}{\text{penjualan}}$$

Sumber: Syamsuddin (2009:73)

3. Net Profit Margin (NPM)

Net Profit Margin (NPM) merupakan rasio yang digunakan mengukur laba bersih sesudah pajak dibandingkan dengan penjualan. Semakin tinggi *net profit margin*, semakin baik operasi perusahaan (Syamsuddin, 2009:73).

Rumus *net profit margin* dihitung sebagai berikut:

$$\text{NPM} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}}{\text{penjualan}}$$

Sumber: Syamsuddin (2009:73)

4. Return on Investment (ROI)

Return on investment atau *return on assets* adalah pengukuran kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan keuntungan

dengan jumlah aktiva perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, semakin baik keadaan perusahaan (Syamsuddin, 2009:73). *Return on investment* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{ROI} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}}{\text{total aktiva}}$$

Sumber: Syamsuddin (2009:73)

5. *Return on Equity* (ROE)

Return on equity merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (*income*) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen) atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan (Syamsuddin, 2009:73). *Return on equity* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}}{\text{modal sendiri}}$$

Sumber: Syamsuddin (2009:73)

6. *Earning per Share* (EPS)

Earning per Share merupakan perbandingan antara laba sesudah pajak dengan jumlah lembar saham yang beredar. EPS digunakan untuk mengukur jumlah pendapatan per lembar saham biasa (Sjahrial, 2009:73). EPS dihitung menggunakan rumus:

$$\text{EPS} = \frac{\text{laba sesudah pajak}}{\text{jumlah lembar saham yang beredar}}$$

Sumber: Syamsuddin (2009:73)

F. Pengukuran Tingkat Hutang Perusahaan

Pengukuran tingkat hutang perusahaan merupakan hal yang penting karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya serta berpengaruh terhadap resiko dan pengembalian. Pengukuran tingkat hutang perusahaan biasanya didasarkan pada data yang berasal dari neraca perusahaan dan ratio yang biasa digunakan di dalam pengukuran. Menurut Syamsuddin (2009:54) untuk mengukur tingkat hutang perusahaan digunakan tiga rasio yaitu:

1. *Debt Ratio* (Rasio Total Hutang)

Debt ratio adalah pengukuran jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai oleh hutang atau modal. Semakin tinggi *debt ratio* semakin besar jumlah pinjaman yang digunakan dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan (Syamsuddin, 2009:71). *Debt ratio* dihitung dengan rumus:

$$\text{debt ratio} = \frac{\text{total utang}}{\text{total aktiva}} \times 100\%$$

Sumber: Syamsuddin (2009:71)

2. *The Debt Equity Ratio* (Ratio Utang Jangka Panjang dengan Modal Sendiri)

Ratio ini menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka panjang yang diberikan oleh para kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan (Syamsuddin, 2009:71). Adapun perhitungan *The Debt Equity Ratio* adalah sebagai berikut:

$$\text{debt equity ratio} = \frac{\text{utang jangka panjang}}{\text{modal sendiri}} \times 100\%$$

Sumber: Syamsuddin (2009:71)

3. *The Debt to Total Capitalization* (Ratio Utang Jangka Panjang dengan Modal Jangka Panjang)

Ratio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar modal jangka panjang perusahaan (*total capitalization*) yang dibiayai oleh kreditur jangka panjang (Syamsuddin, 2009:71). Adapun rumus yang digunakan adalah:

$$\text{debt to total capitalization ratio} = \frac{\text{utang jangka panjang}}{\text{total kapitalisasi}} \times 100\%$$

Sumber: Syamsuddin (2009:71)

G. Analisis *Leverage*

1. Pengertian *Leverage*

Pengertian *leverage* menurut Riyanto (2001:375), *leverage* didefinisikan sebagai penggunaan aktiva atau dana di mana untuk penggunaan tersebut perusahaan menutup biaya tetap atau membayar beban tetap. Sedangkan Warsono (2003:204) menambahkan, *Leverage* adalah setiap penggunaan aset atau dana yang membawa konsekuensi beban atau biaya tetap. Jadi berdasarkan pengertian di atas, disimpulkan bahwa *leverage* dalam suatu perusahaan merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka penggunaan aset dan sumber dana perusahaan.

2. Leverage Keuangan (*Financial Leverage*)

Financial leverage adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan akan memperoleh tambahan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham. Menurut Sjahrial (2009:156), *Degree of financial leverage* (DFL) adalah rasio persentase perubahan EPS dibandingkan dengan persentase perubahan EBIT (Sjahrial, 2009:157). Tingkat *leverage* keuangan (DFL) dapat dihitung menggunakan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DFL} = \frac{\text{Persentase Perubahan dalam EPS}}{\text{Persentase Perubahan dalam EBIT}}$$

Sumber: Sjahrial (2009:157)

Atau DFL dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DFL} = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - 1} \times 1 \text{ kali}$$

Sumber: Sjahrial (2009:157)