

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

1. Amaniah

Amaniah (2013), melakukan penelitian dengan judul: “Penetapan Struktur Modal yang Optimal dalam Upaya Meningkatkan Nilai Perusahaan” (Studi Kasus pada PT. Indofood Sukses Makmur Tbk Tahun 2009-2011). Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui kebijakan perusahaan dalam menentukan struktur modal, untuk mengetahui struktur modal yang optimal dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan dan untuk mengetahui dampak struktur modal yang optimal terhadap nilai perusahaan. Peneliti menggunakan pendekatan biaya modal untuk menentukan struktur modal yang modal optimal. Biaya modal ekuitas (modal sendiri) dihitung menggunakan *Discounted Cash Flow* (DCF). Biaya modal utang dihitung dengan cara membagi beban utang dengan utang yang selanjutnya dikalikan dengan tarif pajak.

Hasil analisis menunjukkan bahwa strategi struktur modal PT. Indofood Sukses Makmur Tbk cenderung menggunakan modal sendiri dibanding modal utang. Struktur modal yang optimal periode 2009-2011 terjadi pada tahun 2011. Struktur modal yang optimal terjadi ketika perusahaan lebih banyak menggunakan modal sendiri sehingga biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

2. Rahma

Rahma (2014), melakukan penelitian dengan judul: “Analisis Penetapan Struktur Modal yang Optimal Guna Meningkatkan Nilai Perusahaan” (Studi kasus pada PT. Seemount Garden Sejahtera Tahun 2011-2013). Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui kebijakan manajemen dalam menentukan struktur modal PT. Seemount Garden Sejahtera periode 2011-2013 dan menentukan struktur modal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan tahun 2014. Peneliti menggunakan pendekatan biaya modal untuk menentukan struktur modal yang modal optimal. Biaya modal ekuitas (modal sendiri) dihitung dengan cara membagi laba bersih setelah pajak dengan modal sendiri. Biaya modal utang dihitung dengan cara membagi beban utang dengan utang yang selanjutnya dikalikan dengan tarif pajak.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan manajemen dalam menentukan struktur modal periode 2011-2013 lebih banyak menggunakan modal sendiri walaupun penggunaan utang meningkat. Struktur modal yang optimal pada periode 2011-2013 terjadi pada tahun 2013 ketika biaya modal rata-rata tertimbang menurun dan nilai perusahaan meningkat. Berdasarkan hasil proyeksi neraca dan proyeksi laporan laba rugi tahun 2014, diketahui bahwa komposisi struktur modal yang optimal adalah terdiri dari 21,34% utang jangka panjang dan 78,75% modal sendiri. Komposisi ini menghasilkan biaya modal rata-rata tertimbang sebesar 26,148% dan nilai perusahaan sebesar Rp. 12.775.818.943.

3. Nurhikmah

Nurhikmah (2013) melakukan penelitian dengan judul: “*Optimal Capital Structure Analysis: A Study from Indonesia Telecommunication Companies Listed in Indonesia Stock Exchange Period 2009-2011*”. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui kebijakan manajemen dalam menentukan struktur modal pada perusahaan-perusahaan sektor telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011, menentukan tingkat utang optimal masing-masing perusahaan pada periode 2009-2011 dan membandingkan nilai perusahaan berdasarkan tingkat utang aktual dengan rata-rata tingkat utang yang optimal dari masing-masing perusahaan pada periode 2009-2011. Peneliti menggunakan pendekatan biaya modal untuk menentukan struktur modal yang modal optimal. Biaya modal ekuitas (modal sendiri) dihitung menggunakan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Biaya modal utang dihitung menggunakan *synthetic rating approach*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hampir semua perusahaan memiliki biaya modal rata-rata tertimbang yang tinggi. Biaya modal rata-rata tertimbang yang tinggi disebabkan oleh proporsi utang masing-masing perusahaan. Biaya modal rata-rata tertimbang yang tinggi menyebabkan hampir semua perusahaan tidak mampu mencapai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang tidak optimal menyebabkan hampir semua perusahaan tidak dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hampir semua perusahaan dapat mencapai nilai perusahaan yang maksimum dengan rata-rata tingkat utang yang optimal adalah sebesar 9%.

Tabel 1 Perbandingan Penelitian

No	Nama	Judul Penelitian	Persamaan	Perbedaan	
				Penelitian Terdahulu	Penelitian Ini
1	Dita Priesti Amaniah (2013)	Penetapan Struktur Modal yang Optimal dalam Upaya Meningkatkan Nilai Perusahaan	<ol style="list-style-type: none"> 1. Penelitian dilakukan di perusahaan <i>go public</i> dan terdaftar di BEI. 2. Biaya modal dalam perusahaan meliputi biaya utang, biaya saham biasa, biaya modal sendiri dan biaya modal rata-rata tertimbang. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tidak melakukan proyeksi struktur modal pada tahun berikutnya. 2. Tujuan analisis adalah optimalisasi struktur modal dengan cara membandingkan struktur modal dengan biaya modal terkecil dari tahun ke tahun. 3. Perhitungan nilai perusahaan menggunakan $V = \frac{EBIT (1-T)}{K_o} + TD$	<ol style="list-style-type: none"> 1. Melakukan proyeksi struktur modal pada tahun berikutnya yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. 2. Tujuan analisis adalah optimalisasi struktur modal dengan cara melakukan estimasi untuk menetapkan struktur modal yang optimal. 3. Perhitungan nilai perusahaan menggunakan $Q = \frac{(MVE + D)}{TA}$
2	Selma Ardiany Rahma (2014)	Analisis Penetapan Struktur Modal yang Optimal Guna Meningkatkan Nilai Perusahaan	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tujuan analisis adalah optimalisasi struktur modal dengan cara melakukan estimasi untuk menetapkan struktur modal yang 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Penelitian dilakukan di perusahaan yang belum <i>go public</i> dan tidak terdaftar di BEI. 2. Biaya modal dalam perusahaan meliputi 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Penelitian dilakukan di perusahaan <i>go public</i> dan terdaftar di BEI. 2. Biaya modal dalam perusahaan meliputi

Lanjutan Tabel 3

No	Nama	Judul Penelitian	Persamaan	Perbedaan	
				Penelitian Terdahulu	Penelitian Ini
			<p>optimal.</p> <p>3. Melakukan proyeksi struktur modal pada tahun berikutnya yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.</p>	<p>biaya utang, biaya modal sendiri dan biaya modal rata-rata tertimbang.</p> <p>3. Perhitungan nilai perusahaan menggunakan</p> $V = \frac{EBIT (1-T)}{K_o}$	<p>biaya utang, biaya saham biasa, biaya modal sendiri dan biaya modal rata-rata tertimbang.</p> <p>3. Perhitungan nilai perusahaan menggunakan</p> $Q = \frac{(MVE + D)}{TA}$
3	Debby Nurhikmah (2013)	<i>Optimal Capital Structure Analysis</i>	<p>1. Penelitian dilakukan di perusahaan yang sudah <i>go public</i> dan terdaftar di BEI.</p> <p>2. Penelitian dilakukan untuk mengetahui komposisi struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.</p>	<p>1. Penelitian dilakukan pada 5 perusahaan di sektor telekomunikasi.</p> <p>2. Penentuan struktur modal yang optimal dilakukan dengan cara menentukan tingkat utang yang optimal.</p>	<p>1. Penelitian dilakukan pada satu perusahaan yaitu PT. Astra Graphia Tbk.</p> <p>2. Penentuan struktur modal yang optimal dengan cara melakukan estimasi.</p>

B. Modal

1. Pengertian Modal

Modal mempunyai arti yang sangat luas, bahkan pengertian dari modal itu sendiri terus berkembang. Riyanto (2010:17) menjelaskan bahwa pengertian modal yang klasik adalah “hasil produksi yang digunakan untuk produksi lebih lanjut”. Perkembangan pengertian modal menurut beberapa penulis dijelaskan dalam bukunya Riyanto (2010:18) sebagai berikut:

- a. Lutge mengartikan modal hanyalah dalam artian uang (Geldkapital)
- b. Schwiedland memberikan pengertian modal dalam artian yang lebih luas, di mana modal itu meliputi baik modal dalam bentuk uang (Geldkapital), maupun dalam bentuk barang (Sachkapital), misalnya mesin, barang-barang dagangan.
- c. Prof. Meij mengartikan modal sebagai “kolektivitas barang-barang modal” yang terdapat dalam Neraca sebelah debet, sedang yang dimaksudkan dengan barang-barang modal ialah semua barang yang ada dalam rumah tangga perusahaan dalam fungsi produktifnya untuk membentuk pendapatan.
- d. Prof. 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-barang yang ada dalam perusahaan yang belum digunakan, jadi yang terdapat di Neraca sebelah debet.
- e. Prof. Bakker mengartikan modal ialah baik yang berupa barang-barang kongkrit yang masih ada dalam rumah tangga perusahaan yang terdapat di Neraca sebelah debet, maupun berupa daya beli atau nilai tukar dari barang-barang itu yang tercatat disebelah kredit.

Lebih lanjut Riyanto (2010:19) membedakan pengertian modal menjadi dua jika dilihat dari neraca suatu perusahaan, yaitu modal menurut bentuknya (sebelah debet) dan modal menurut sumbernya (sebelah kredit).

Berdasarkan beberapa pengertian modal di atas, Penulis dalam penelitian ini menggunakan pengertian modal menurut sumbernya. Penulis menggunakan pengertian modal menurut sumbernya sebagai batasan pengertian modal.

Pengertian modal menurut sumbernya dianggap mampu mewakili pengertian modal dalam tema skripsi ini.

2. Jenis-Jenis Modal

Riyanto (2010:227-244) membagi modal berdasarkan jenisnya menjadi dua, yaitu modal asing dan modal sendiri.

a. Modal asing

“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” (Riyanto,2010:227). Selanjutnya utang dibagi menjadi tiga golongan (Riyanto, 2010:227), yaitu:

1) Utang jangka pendek

Utang jangka pendek adalah utang yang memiliki jatuh tempo kurang dari satu tahun (Riyanto, 2010:227).

2) Utang jangka menengah

Utang jangka menengah adalah utang yang memiliki jatuh tempo satu sampai sepuluh tahun (Riyanto, 2010:227)

3) Utang jangka panjang

Utang jangka panjang adalah utang yang memiliki jatuh tempo lebih dari sepuluh tahun (Riyanto, 2010:227). Menurut Atmaja (2002:309) utang jangka panjang tradisional dapat dibagi menjadi 2, yaitu:

a) *Term loans* (utang berjangka)

Term loans (utang berjangka) adalah “suatu kontrak dimana peminjam setuju untuk membuat serangkaian pembayaran bunga dan pokok pinjaman pada waktu tertentu kepada pemilik dana” (Atmaja, 2008:309).

b) Obligasi

BAPEPAM dalam Atmaja (2008:309) memberikan pengertian obligasi sebagai berikut:

“Obligasi pada dasarnya merupakan suatu surat pengakuan hutang atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat jangka waktu obligasi telah ditetapkan dan disertai dengan pemberian imbalan bunga yang jumlah dan saat pembayarannya juga telah ditetapkan dalam perjanjian.”

Penggunaan utang jangka panjang memiliki keuntungan dan kerugian.

Keuntungan dari penggunaan utang jangka panjang sebagai berikut

(Atmaja, 2008:311):

- a) Pemegang obligasi tidak menikmati keuntungan perusahaan yang besar.
- b) Biaya hutang (kd) bersifat mengurangi pembayaran pajak (*tax saving*), sedangkan biaya modal sendiri (ks) tidak.
- c) Tidak harus membagi kontrol perusahaan.

Kerugian dari penggunaan utang jangka panjang sebagai berikut (Atmaja,

2008:311):

- a) Dapat menyebabkan kebangkrutan jika bunga dan pokok pinjaman tidak dapat dibayarkan.
- b) Hutang meningkatkan risiko perusahaan sehingga biaya hutang (kd) maupun biaya modal sendiri (ks) ikut meningkat.
- c) Harus membayar pokok pinjaman di masa mendatang.
- d) Menimbulkan pembatasan-pembatasan atau covenants dari kreditur.
- e) Kewajiban menyisihkan dana pelunasan obligasi (*sinking fund*)

b. Modal sendiri

Modal sendiri adalah “modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya” (Riyanto, 2010:240). Bagi perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas (PT), modal sendiri terdiri dari (Riyanto, 2010:240):

1) Modal saham

“Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu P.T” (Riyanto, 2010:240). Jenis-jenis saham menurut Riyanto (1984:187) adalah sebagai berikut:

a) Saham biasa

Menurut Horne dan Wachowicz (2007:376-379) para pemegang saham biasa memiliki hak sebagai berikut:

1. Hak atas laba

“Para pemegang saham biasa berhak atas bagian laba perusahaan hanya jika dividen tunai dibayar. Para pemegang saham juga dapat mengambil keuntungan dari apresiasi nilai pasar atas saham mereka, tetapi secara keseluruhan mereka tergantung pada dewan komisaris dalam hal pengumuman dividen yang akan memberi mereka laba dari perusahaan” (Horne dan Wachowicz, 2007:376).

2. Hak suara

“Oleh karena para pemegang saham biasa perusahaan adalah pemilik perusahaan, mereka berhak untuk memilih dewan komisaris. Dalam sebuah perusahaan besar, para pemegang saham biasanya hanya melakukan pengendalian tidak langsung melalui dewan komisaris yang mereka pilih. Dewan komisaris tersebut kemudian akan memilih manajemen, dan manajemen perusahaan merupakan pihak yang sebenarnya mengendalikan operasi perusahaan” (Horne dan Wachowicz, 2007:376).

3. Hak untuk membeli saham baru

“Jika hak prioritas diterapkan dalam perusahaan, pemegang saham biasa lama akan memiliki hak untuk mempertahankan porsi kepemilikannya dalam perusahaan. Jadi, jika perusahaan melakukan emisi saham biasa, para pemegang saham biasa harus diberikan kesempatan untuk mendaftar membeli saham biasa baru tersebut agar mereka dapat mempertahankan kepemilikan prioritasnya dalam perusahaan” (Horne dan Wachowicz, 2007:379).

Fungsi saham biasa dalam perusahaan adalah (Riyanto, 2010:241):

1. Sebagai alat untuk membelanjai perusahaan dan terutama sebagai alat untuk memenuhi kebutuhan akan modal permanen.
2. Sebagai alat untuk menentukan pembagian laba.
3. Sebagai alat untuk mengadakan fusi atau kombinasi dari perusahaan-perusahaan.
4. Sebagai alat untuk menguasai perusahaan

b) Saham preferen

Saham preferen adalah “bentuk hibrida dari pendanaan, yang menggabungkan fitur utang dan saham biasa” (Horne dan Wachowicz, 2007:368). Menurut Atmaja (2008:313) saham preferen memiliki karakteristik sebagai berikut:

1. memiliki nilai nominal
2. dividen besarnya tetap, merupakan persentase dari nilai nominal
3. dividen bersifat kumulatif, artinya bila tidak terbayar akan diperhitungkan pada tahun berikutnya
4. tidak memiliki hak voting
5. tidak memiliki waktu jatuh tempo

Saham preferen memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan.

Keuntungan saham preferen bagi perusahaan sebagai berikut (Atmaja, 2008:313):

1. Tidak mampu membayar dividen tidak akan menyebabkan kebangkrutan.

2. Menghindari pembayaran pokok pinjaman

Kerugian dari saham preferen bagi perusahaan adalah (Atmaja, 2008:313):

1. Dividen saham preferen tidak menimbulkan *tax saving*.
2. Meskipun bersifat kumulatif, dividen saham preferen mirip dengan pembayaran bunga obligasi yang sifatnya tetap dan harus dibayar.

Keistimewaan saham preferen dibanding saham biasa (Riyanto, 2010:241):

1. Pembagian dividen

“Dividen dari saham preferen diambilkan lebih dahulu, kemudian sisanya barulah disediakan untuk saham biasa (Common-Stock). Dividen saham preferen dinyatakan dalam persentase tertentu dari nilai nominalnya” (Riyanto, 2010:241).

2. Pembagian kekayaan

“Apabila perusahaan dilikuidir, maka dalam pembagian kekayaan, saham preferen didahulukan daripada saham biasa” (Riyanto, 2010:241).

Kelemahan saham preferen dibanding saham biasa adalah saham preferen tidak memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham (Riyanto, 2010:241).

2) Cadangan

“Cadangan di sini dimaksudkan sebagai cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun yang berjalan” (Riyanto, 2010:242).

3) Laba Ditahan

Riyanto (2010:243) menjelaskan laba ditahan adalah keuntungan dari perusahaan yang tidak dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembentukan laba ditahan belum ditentukan tujuannya oleh perusahaan.

C. Struktur Modal

1. Pengertian Struktur Modal

Perusahaan dalam membiayai kegiatan operasinya dapat menggunakan sumber modal sendiri maupun sumber modal asing atau kombinasi dari kedua sumber modal tersebut. Rodoni dan Ali (2014:129) dalam bukunya menuliskan beberapa pengertian struktur modal menurut beberapa penulis sebagai berikut:

1. Menurut Brigham dan Gapenski (2003) *capital structure* atau struktur modal merupakan proporsi atau perbandingan dalam menentukan kebutuhan belanja perusahaan, apakah dengan cara menggunakan utang, ekuitas, atau dengan menerbitkan saham.
2. Menurut Keown, et.al. (2005) struktur modal adalah panduan atau kombinasi sumber dana jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan.
3. Menurut Wetson dan Copeland (2005) struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham.
4. Menurut Bambang Riyanto (1992) struktur modal adalah pembelanjaan permanen di mana mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri.

Berdasarkan beberapa pendapat di atas dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah proporsi dari pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan yang diperoleh dari kombinasi sumber pendanaan jangka panjang yang terdiri dari modal sendiri (saham preferen dan modal pemegang saham) dan utang jangka panjang.

2. Hubungan Struktur Keuangan dengan Struktur Modal

Menurut Halim (2015:113) “Struktur keuangan dapat dilihat pada sisi kanan (pasiva) pada neraca yang meliputi: utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas”. Sedangkan, Riyanto (2014:22) menjelaskan “Struktur modal adalah pembelanjaan permanen di mana mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri”. Mengenai hubungan struktur keuangan dengan struktur modal Riyanto (2010:22) menjelaskan sebagai berikut:

“Apabila struktur finansial tercermin pada keseluruhan pasiva dalam neraca, maka struktur modal hanya tercermin pada hutang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri, di mana kedua golongan tersebut merupakan dana permanen atau dana jangka panjang. Dengan demikian maka struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur finansial.”

3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Manajemen alangkah lebih baik melakukan analisis terhadap faktor-faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal dalam mengambil kebijakan tentang struktur modal. Menurut Halim (2015:101) faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal adalah:

1. Risiko bisnis adalah keadaan yang berdampak negatif pada operasi atau profitabilitas suatu perusahaan.
2. Posisi perpajakan perusahaan. Salah satu alasan menggunakan utang yang tinggi adalah bunganya yang dapat menjadi pengurang pajak.
3. Fleksibilitas keuangan atau kemampuan manajemen dalam memperoleh utang dengan persyaratan yang wajar.

4. Konservatisme atau keagresifan manajemen. Beberapa manajer lebih agresif dari yang lainnya, sehingga beberapa perusahaan cenderung menggunakan utang sebagai usaha untuk mendorong profit.
5. Struktur *assets*. Perusahaan yang *assets*-nya cocok sebagai jaminan atas utang cenderung lebih banyak menggunakan utang.
6. Stabilitas penjualan. Perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat dengan mudah mengambil lebih banyak utang.
7. Tingkat pertumbuhan. Perusahaan yang tumbuh dengan cepat harus lebih banyak mengandalkan diri pada modal eksternal.
8. Sikap pemberi pinjaman. Lunaknya sikap pemberi pinjaman akan berdampak pada *target capital structur*.
9. Kondisi pasar modal. Ketika kondisi pasar modal membaik, tidak sedikit perusahaan akan menentukan struktur modalnya dengan emisi saham biasa maupun obligasi.

4. Pendekatan Struktur Modal

Dalam pembahasan pendekatan struktur modal masalah utama yang menjadi pembahasan adalah apakah perusahaan dapat mempengaruhi nilai total perusahaan dan biaya modal dengan mengubah komposisi struktur modalnya. Pendekatan tersebut menggunakan asumsi-asumsi sebagai berikut (Sudana, 2011:143):

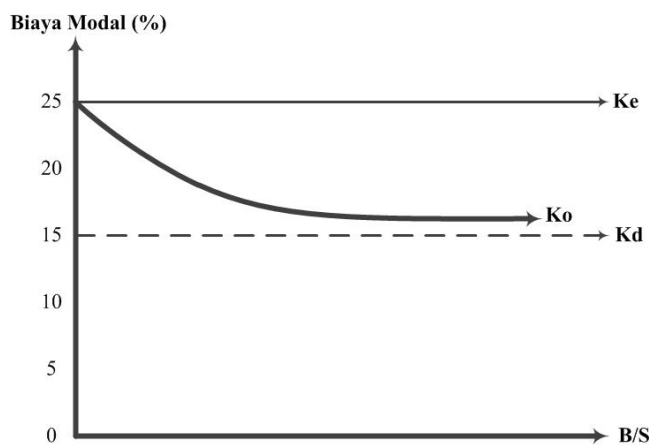
- 1) Tidak ada pajak dan biaya kebangkrutan.
- 2) Rasio utang terhadap modal diubah dengan cara perusahaan mengeluarkan saham untuk melunasi utang atau perusahaan meminjam untuk membeli kembali saham yang beredar.
- 3) Perusahaan mempunyai kebijakan untuk membayarkan seluruh pendapatan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.
- 4) Nilai harapan distribusi probabilitas subjektif pendapatan operasi setiap perusahaan di masa yang akan datang sama bagi semua investor.

Berikut beberapa pendekatan tentang struktur modal:

a. Pendekatan laba bersih (NI)

Menurut Sudana (2011:145) “pendekatan laba bersih menyatakan semakin banyak jumlah utang jangka panjang yang digunakan dalam pembelanjaan, maka biaya modal akan turun dan nilai perusahaan akan meningkat”.

Hubungan antara struktur modal dengan biaya modal dapat dilihat pada gambar di bawah ini:



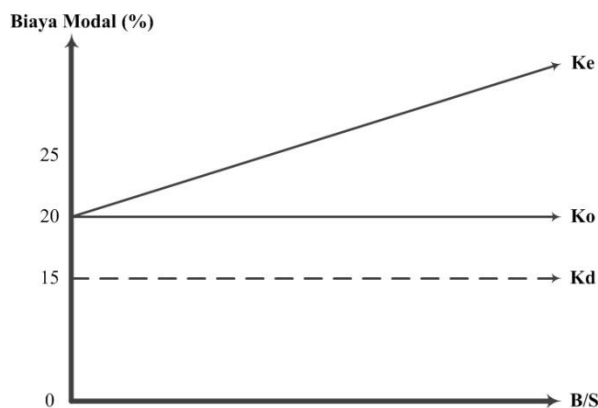
Gambar 1 Grafik Pendekatan *Net Income* (NI)

Sumber: Sudana (2011:145)

Gambar 1 menjelaskan apabila perusahaan meningkatkan jumlah utang dibanding modal sendiri (B/S) maka biaya modal perusahaan (K_o) akan turun. Hal ini disebabkan karena utang yang memiliki biaya modal (K_d) rendah proporsi penggunaannya diperbesar, sedangkan penggunaan modal saham yang memiliki biaya modal (K_e) lebih mahal proporsi penggunaannya diperkecil.

b. Pendekatan laba operasi bersih (NOI)

Menurut Sudana (2011:146) pendekatan laba operasi bersih menyatakan bahwa “berapa pun jumlah utang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, nilai perusahaan tidak berubah”. Pendekatan ini menyatakan bahwa perubahan komposisi struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hubungan antara penggunaan utang dengan biaya modal dapat dilihat pada gambar di bawah ini:



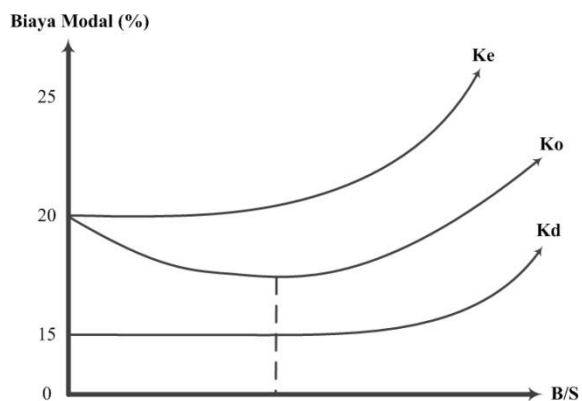
Gambar 2 Grafik Pendekatan *Net Operation Income* (NOI)

Sumber: Sudana (2011:147)

Gambar 2 menjelaskan apabila perusahaan meningkatkan jumlah utang dibanding modal sendiri (B/S) maka biaya modal perusahaan (Ko) tetap atau tidak terpengaruh. Sementara itu, biaya modal (Ke) atas penggunaan modal saham meningkat akibat penggunaan utang yang ditingkatkan. Hal ini disebabkan karena risiko perusahaan meningkat sehingga pemegang saham meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Peningkatan biaya modal atas penggunaan modal saham tidak berpengaruh terhadap biaya modal perusahaan (Ko) karena modal saham yang biaya modalnya semakin meningkat proporsi penggunaannya diperkecil, sedangkan penggunaan utang yang biaya modalnya lebih rendah proporsi penggunaannya diperbesar.

c. Pendekatan tradisional

Menurut Sudana (2011:147) pendekatan tradisional menyatakan bahwa “ada struktur modal optimal dan perusahaan yang dapat meningkatkan nilai total perusahaan dengan menggunakan jumlah utang (*leverage* keuangan) tertentu.”. Hubungan antara struktur modal dengan biaya modal berdasarkan pendekatan tradisional dapat dilihat pada gambar di bawah ini:



Gambar 3 Grafik Pendekatan Tradisional

Sumber: Sudana (2011:147)

Gambar 3 menjelaskan apabila perusahaan meningkatkan jumlah utang dibanding modal sendiri (B/S) maka biaya modal perusahaan (K_o) pada awalnya turun dan nilai perusahaan meningkat. Penggunaan utang meningkatkan risiko perusahaan sehingga pemegang saham meningkatkan tingkat kapitalisasi saham (K_e). Namun, peningkatan tersebut tidak melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang yang biaya modalnya (K_d) lebih murah. Pada titik tertentu, penggunaan utang yang terlalu banyak menyebabkan tingkat kapitalisasi saham meningkat melebihi manfaat yang diperoleh atas penggunaan hutang sehingga biaya modal (K_o) perusahaan naik. Peningkatan biaya modal perusahaan juga memicu peningkatan biaya utang karena semakin meningkatnya risiko yang ditanggung kreditor sejalan dengan bertambahnya penggunaan utang oleh perusahaan.

d. Pendekatan Modigliani-Miller (MM)

1) Pendekatan MM tanpa Pajak

Asumsi yang digunakan pendekatan MM tanpa pajak sebagai berikut (Sjahrial, 2014:253-254):

- a. Risiko bisnis perusahaan diukur dengan beta EBIT (*Standars Deviation Earning Before Interest and Taxes* = deviasi standar laba sebelum bunga dan pajak),
- b. Investor memiliki pengharapan yang sama tentang EBIT perusahaan di masa mendatang,
- c. Saham dan obligasi diperjual belikan di suatu pasar modal yang sempurna,
- d. Seluruh aliran kas adalah perpetuitas (sama jumlahnya setiap periode hingga waktu tak terhingga). Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan adalah nol atau EBIT selalu sama.

Pasar modal yang sempurna menurut pendekatan MM (Sjahrial, 2014:254) sebagai berikut:

- a. Informasi selalu tersedia bagi semua investor (*symmetric information*) dan dapat diperoleh tanpa biaya,
- b. Tidak ada biaya transaksi dan investor bersikap rasional,
- c. Investor dapat melakukan diversifikasi investasi secara sempurna,
- d. Tidak ada pajak penghasilan perseorangan maupun pajak penghasilan perusahaan,
- e. Investor baik individu maupun institusi dapat meminjam dengan tingkat bunga bebas risiko. Utang adalah tanpa risiko sehingga suku bunga pada utang adalah suku bunga bebas risiko.

Preposisi I: Menurut Sjahrial (2014:254-257) pendekatan MM tanpa pajak preposisi I berpendapat bahwa perusahaan yang tidak menggunakan utang atau seluruh modalnya merupakan modal sendiri, maka nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Apabila perusahaan menggunakan utang sehingga ada dua perusahaan yang memiliki struktur modal berbeda maka akan terjadi proses arbitrase. “investor akan menjual saham perusahaan yang memiliki utang dengan harga yang lebih tinggi, kemudian membeli saham perusahaan yang tidak memiliki utang atau *unlevered firm* dan menginvestasikan kelebihan dananya pada investasi lain” (Sjahrial, 2014:255). Akibat adanya proses arbitrase maka harga saham perusahaan yang memiliki utang akan turun

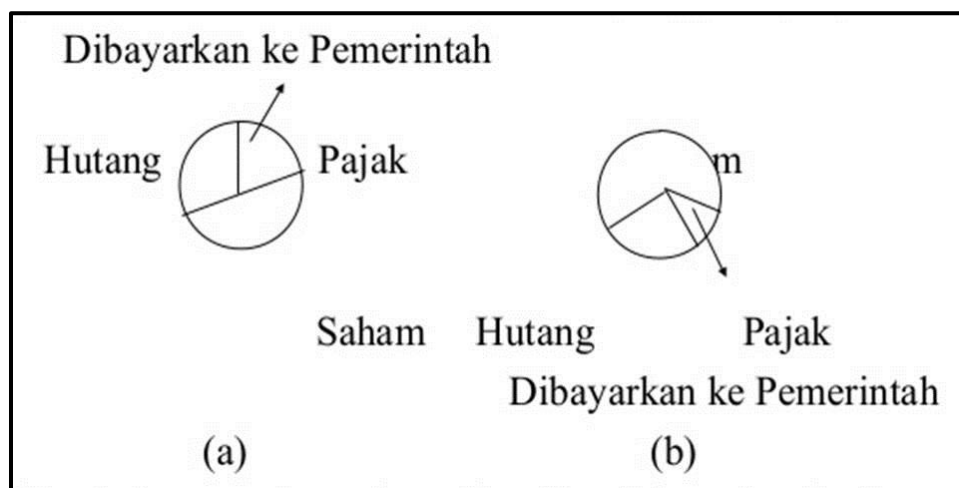
dan harga saham perusahaan yang tidak menggunakan utang akan naik hingga harga saham kedua perusahaan tersebut sama.

Preposisi II: Menurut Sjahrial (2014:257-258) pendekatan MM tanpa pajak preposisi II berpendapat apabila perusahaan menambah penggunaan utang maka biaya modal sendiri perusahaan juga bertambah. Hal ini dikarenakan risiko perusahaan bertambah sehingga keuntungan yang disyaratkan pada modal sendiri juga bertambah.

Kedua preposisi tersebut menjelaskan bahwa bertambahnya penggunaan utang tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini karena penggunaan utang diimbangi dengan kenaikan biaya modal sendiri.

2) Pendekatan MM Dengan pajak

Menurut Sjahrial (2014:262) pendekatan ini mengasumsikan adanya pajak penghasilan perusahaan. Dengan adanya pajak, nilai perusahaan dapat meningkat karena biaya pajak mengurangi biaya bunga.



Gambar 4 Pendekatan Roti menurut MM (dengan Pajak)

Sumber: Hanafi (2015:305)

Gambar 4 menunjukkan bahwa roti tersebut dibagi menjadi tiga bagian yaitu saham, utang dan pajak. Hanafi (2015:306) menjelaskan Gambar 4 sebagai berikut:

“Dalam gambar (a), di mana utang yang digunakan lebih sedikit, pajak yang dibayarkan menjadi lebih besar. Karena aliran kas yang keluar (melalui pajak) semakin besar, roti yang tersisa menjadi semakin kecil. Gambar (b) menunjukkan penggunaan utang yang semakin besar. Pajak yang dibayarkan semakin kecil, yang berarti perusahaan bisa menghemat aliran kas keluar. Roti yang tersisa pada gambar (b) nampak lebih besar dibandingkan dengan roti yang tersisa pada (a). Ilustrasi tersebut menunjukkan bahwa dengan memperhitungkan pajak, struktur modal bisa mempengaruhi nilai perusahaan”.

Preposisi I: Menurut Sjahrial (2014:263) pendekatan MM dengan pajak preposisi I berpendapat bahwa nilai perusahaan yang memiliki *leverage* sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan nilai perlindungan pajak.

Preposisi II: Menurut Sjahrial (2014:263) pendekatan MM dengan pajak preposisi II berpendapat bahwa modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premi risiko.

Kedua preposisi tersebut menjelaskan bahwa nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan cara menggunakan utang. Namun, pendekatan ini tidak memberikan batasan sampai dimana penggunaan utang diperbolehkan.

e. Teori *Trade-Off*

Brigham dan Houston (2011:183) menjelaskan teori *trade-off* adalah pertukaran antara manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang

ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Hanafi (2015:309) menjelaskan lebih lanjut bahwa semakin tinggi utang maka semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. “Jadi, biaya kebangkrutan akan mencegah perusahaan mendorong penggunaan utangnya ke tingkat yang berlebihan” (Brigham dan Houston, 2011:182).

f. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory menyatakan bahwa adanya *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal (Hanafi,2015:313). *Pecking order theory* memiliki skenario urutan dalam penggunaan dana. Skenario urutan *pecking order theory* sebagai berikut (Hanafi, 2015:313-314):

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau, kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.
3. Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibanding dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
4. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Berdasarkan penjelasan di atas, teori ini hanya menjelaskan skenario urutan pendanaan. *Pecking order theory* tidak menunjukkan tingkat utang yang

optimal. *Pecking order theory* disisi lain justru menjelaskan kenapa perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. “Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal” (Hanafi, 2015:314).

g. Teori Asimetri Informasi

“Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan” (Hanafi, 2015:314). Menurut Myers dan Majluf (1997) dalam Hanafi (2015:315) menjelaskan bahwa “ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar: manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan pihak luar”. Perbedaan informasi (asimetri informasi) tersebut menimbulkan biaya asimetri informasi (Hanafi, 2015:315). Hanafi (2015:316) menjelaskan urutan dari biaya asimetri sebagai berikut:

“Dalam konteks asimetri informasi, preferensi penerbitan saham yang paling kecil (urutan paling rendah), disebabkan karena biaya asimetri saham adalah yang paling besar. Utang mempunyai biaya asimetri yang lebih rendah dibandingkan saham. Dana internal praktis terbebas dari biaya asimetri, karena itu dana internal mempunyai biaya asimetri paling kecil. Karenanya, urutan preferensi penggunaan dana berdasarkan biaya asimetri adalah: dana internal, utang, dan penerbitan saham. Dengan demikian model asimetri informasi bisa dipakai menjelaskan perilaku struktur modal.”

h. *Signaling*

Menurut Ross (1997) dalam Hanafi (2015:316) menjelaskan bahwa teori *signaling* merupakan model di mana struktur modal (penggunaan utang)

merupakan *signal* yang disampaikan manajer ke pasar. Hanafi (2015:316) menjelaskan teori *signaling* sebagai berikut:

“Jika utang meningkat, maka kemungkinan bangkrut akan semakin meningkat. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan ‘terhukum’, misal reputasi dia akan hancur dan tidak bisa dipercaya menjadi manajer lagi. Karena itu, perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau signal positif.”

5. Struktur Modal yang Optimal

Perusahaan harus mampu menentukan sumber modal yang memiliki biaya rendah dalam menggunakan sumber-sumber modal. Riyanto (2010:294) berdasarkan konsep “*cosf of capital*” struktur modal yang optimal dapat diartikan “struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata (*average cost of capital*)”. Brigham dan Houston (2011:171) menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal adalah struktur yang memaksimalkan nilai perusahaan, Brigham dan Houston (2011:172) menjelaskan lebih lanjut bahwa struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan adalah struktur yang dapat meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Berdasarkan beberapa pengertian di atas struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara meminimalkan biaya penggunaan modal rata-rata (WACC).

D. Analisis Struktur Modal

1. Biaya Modal

Setiap perusahaan memerlukan dana dalam rangka menjalankan kegiatan operasional, pengembangan usaha dan investasi. Perusahaan dapat menggunakan sumber-sumber modal untuk memenuhi kebutuhan dana. Namun, setiap penggunaan masing-masing sumber dana akan menimbulkan biaya.

Biaya modal adalah “tingkat pengembalian yang diminta perusahaan yang akan memuaskan semua penyedia modal” (Horne dan Wachowicz, 2010:123). Biaya modal keseluruhan perusahaan adalah “proporsi rata-rata biaya berbagai komponen pendanaan perusahaan” (Horne dan Wachowicz, 2010:122). Rodoni dan Ali (2013:187) menjelaskan biaya modal diperlukan suatu korporasi dalam hal:

- a. Pengambilan keputusan untuk anggaran modal (*capital budgeting*).
- b. Membantu untuk memaksimalkan struktur permodalan.
- c. Membuat keputusan, apakah melalui *leasing*, surat utang dengan pendanaan kembali surat utang, didalam menentukan modal kerja korporasi.

Biaya modal dapat dihitung melalui rata-rata tertimbang dari beberapa komponen modal, yaitu utang, saham preferen, saham biasa dan laba ditahan (Rodoni dan Ali, 2013:187). Komponen-komponen biaya modal dan biaya modal rata-rata tertimbang dijelaskan sebagai berikut:

- a. Biaya modal utang

Biaya utang setelah pajak adalah “Biaya utang baru yang relevan, dengan menghitung bunga sebagai pengurang pajak; digunakan untuk menghitung

WACC” (Brigham dan Houston, 2011:8). “Kita menggunakan biaya utang setelah pajak dalam menghitung WACC karena kita ingin memaksimalkan nilai saham perusahaan, dan harga saham bergantung pada arus kas setelah pajak” (Brigham dan Houston, 2011:9). Biaya modal utang setelah pajak dapat dihitung sebagai berikut:

$$K_{dt} = K_d (1-T)$$

$$K_d = \frac{\text{Beban utang}}{\text{Utang}}$$

(Brigham dan Houston, 2011:8)

Keterangan:

K_{dt} : biaya utang setelah pajak

K_d : biaya utang yang didapat dengan membagi beban utang dengan utang

T : tarif pajak

b. Biaya saham biasa

Biaya saham biasa adalah “Biaya ekuitas eksternal; didasarkan atas biaya laba ditahan, tetapi dinaikkan untuk biaya emisi” (Brigham dan Houston, 2011:12). Biaya saham biasa dapat dihitung sebagai berikut:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0 (1 - F)} + g$$

(Brigham dan Houston, 2011:21)

Keterangan:

k_e : biaya modal saham biasa

D_1 : dividen yang dibayarkan

P_0 : harga pasar saham

F : biaya yang timbul akibat penerbitan saham baru

g : tingkat pertumbuhan dividen

Tingkat pertumbuhan dividen dapat dihitung sebagai berikut:

$$g = (1 - \text{DPR}) (\text{ROE})$$

(Hanafi, 2015:279)

Keterangan:

g : tingkat pertumbuhan dividen
 DPR : *dividend payout ratio*
 ROE : *return on equity*

Semakin besar perusahaan membayarkan dividen maka tingkat pertumbuhan semakin kecil dan juga sebaliknya (Hanafi, 2015:279). Brealey, et.al. (2008:172) menjelaskan lebih lanjut bahwa ketika tingkat pertumbuhan naik, maka harga saham juga naik.

c. Biaya saham preferen

Biaya saham preferen adalah “Tingkat pengembalian yang diminta para investor dari saham preferen perusahaan” (Brigham dan Houston, 2011:10).

Biaya saham preferen dapat dihitung sebagai berikut:

$$K_{ps} = \frac{D_p}{P_n}$$

(Brigham dan Houston, 2011:10)

Keterangan :

K_{ps} = biaya modal saham preferen
 D_p = deviden yang dibayar
 P_n = biaya emisi netto

d. Biaya laba ditahan

Laba ditahan merupakan bagian dari keuntungan setelah pajak dan setelah dividen saham preferen yang seharusnya diterima oleh pemegang saham biasa. Pembentukan laba ditahan merupakan kebijakan manajer keuangan dengan tujuan yang belum ditentukan. Sebagai akibat atas pembentukan laba

ditahan, maka perusahaan dibebankan dengan biaya laba ditahan. Biaya laba ditahan adalah “Tingkat pengembalian yang diminta oleh para pemegang saham atas saham biasa perusahaan” (Brigham dan Houston, 2011:12). Oleh karena itu besarnya biaya laba ditahan sama dengan biaya modal saham biasa.

e. Biaya modal rata-rata tertimbang

Biaya modal rata-rata tertimbang menurut Brigham dan Houston (2011:7) adalah “Rata-rata tertimbang biaya-biaya komponen utang, saham preferen, dan ekuitas biasa”. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dapat dihitung sebagai berikut:

$$WACC = w_d \cdot k_d(1 - t) + w_p k_k + w_e k_e$$

(Brigham dan Houston, 2011:23)

Keterangan:

WACC = biaya modal rata-rata tertimbang

Wd = bobot hutang terhadap struktur modal

Wps = bobot saham preferen terhadap struktur modal

We = bobot saham biasa terhadap struktur modal

Kd = biaya hutang

Kps = biaya modal saham preferen

Ke = biaya modal saham biasa

2. Rasio Leverage

Rasio *leverage* digunakan untuk “mengukur berapa besar penggunaan utang dalam pembelanjaan perusahaan” (Sudana, 2011:20). Ada beberapa rasio *leverage* yang dapat digunakan untuk mengukur *leverage* perusahaan, yaitu:

1) Debt ratio

Menurut Sudana (2011:20) rasio ini digunakan untuk mengukur proporsi dana yang bersumber dari utang untuk membiayai aktiva perusahaan.

Semakin besar *debt ratio* menunjukkan risiko keuangan perusahaan yang semakin besar pula. *Debt ratio* dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total debts}}{\text{Total assets}} \times 100\%$$

(Sudana, 2011:20).

2) *Time interest earned ratio*

Menurut Sudana (2011:21) rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar beban tetap berupa bunga dengan menggunakan laba bersih sebelum pajak (EBIT). Semakin besar *time interest earned ratio* menunjukkan semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan semakin besar pula peluang untuk mendapatkan tambahan pinjaman yang semakin tinggi. *Time interest earned ratio* dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Time interest earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest}} \times 100\%$$

(Sudana, 2011:21)

3) *Long-term debt to equity ratio*

Menurut Sudana (2011:21) rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar penggunaan utang jangka panjang dibanding modal sendiri perusahaan. Horne dan Wachowicz (2013:170) menjelaskan bahwa rasio ini menunjukkan proporsi modal oleh kreditur dan oleh pemilik. *Long term debt to equity ratio* dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{The Debt Equity Ratio} = \frac{\text{Longtern debt}}{\text{Stockholder equity}} \times 100\%$$

(Sudana, 2011:21)

3. Analisa Trend

Analisa *trend* dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui peramalan keuangan. Peramalan keuangan adalah “kegiatan memprediksi kondisi ekonomi dan bisnis yang berkaitan dengan penjualan, arus kas, pembiayaan, dan laba” (Utari, et.al., 2014:211). Peramalan yang berkaitan dalam penelitian ini adalah peramalan kondisi bisnis terutama peramalan penjualan yang digunakan untuk estimasi struktur modal.

“Budget Penjualan (*sales budget*) ialah Budget yang merencanakan secara sistematis dan lebih terperinci tentang penjualan perusahaan selama periode tertentu yang akan datang, yang di dalamnya meliputi rencana tentang jenis (kualitas) barang yang akan dijual, jumlah (kuantitas) barang yang akan dijual, harga barang yang akan dijual, waktu penjualan serta tempat (daerah) pemasarannya” (Munandar, 2015:41).

Metode yang digunakan dalam peramalan penjualan adalah metode *least square*. Metode *least square* adalah metode peramalan penjualan menggunakan cara-cara perhitungan statistika dan matematika tertentu (Munandar, 2015:57).

Metode *least square* dihitung sebagai berikut:

$$Y = a + bX$$

Dimana:

$$a = \frac{\sum y}{n} \quad b = \frac{\sum XY}{\sum X^2}$$

(Munandar, 2015:57)

Keterangan :

a = Nilai trend dari variabel tersebut pada tahun dasar yang ditentukan sebelumnya (bilangan konstanta)

b = Slope, nilainya positif (+)

Y = Variabel tidak bebas/ variabel yang akan diramalkan

X = Variabel bebas

E. Nilai Perusahaan

Tujuan utama dari manajer keuangan adalah meningkatkan nilai perusahaan dalam rangka meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer keuangan dalam setiap pengambilan keputusan diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat diciptakan dengan cara (Rodoni dan Ali, 2014:3):

1. Mencoba untuk membuat keputusan investasi yang tepat.
2. Mencoba untuk membuat keputusan pendanaan yang tepat.
3. Keputusan dividen yang tepat dan juga keputusan investasi modal kerja bersih.

Nilai perusahaan adalah “nilai pasar utang ditambah dengan nilai pasar ekuiti (Rodoni dan Ali, 2014:4). Rodoni dan Ali dalam bukunya menuliskan beberapa pendapat oleh penulis lain tentang nilai perusahaan sebagai berikut:

1. Menurut Van Horne (1988) yang dimaksud dengan nilai perusahaan. “*Value is represented by the market price of the company’s common stock which in turn, is a function of firm’s investment, financing and dividend decision.*” Harga pasar saham menunjukkan penilaian sentral di semua pelaku pasar, harga pasar saham merupakan barometer kinerja perusahaan. Maka dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi pula.
2. Menurut Brigham (2011) nilai perusahaan bisa diukur dengan *Price Book Value* (PBV) yaitu perbandingan antarnilai pasar saham dengan nilai buku saham. Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh.
3. Menurut Modigliani dan Miller (MM) dalam (Horne dan Wachowicz, 2007) berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya, dan bahwa cara aliran laba dipecah antara dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai ini.

Harmono (2014:57) menjelaskan bahwa *Price Earning Ratio* (PER) bisa digunakan sebagai salah satu indikator nilai perusahaan dalam penelitian. Nilai perusahaan juga dapat diukur melalui rasio Tobin's Q (Bambang dan Puspitasari: 2010:10).

“*Tobin's q* adalah indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan, yang menunjukkan suatu proforma manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan” (Bambang dan Puspitasari, 2010:10). Nilai perusahaan yang diukur menggunakan rasio Tobin's Q dapat dihitung sebagai berikut:

$$Q = \frac{(MVE + D)}{TA}$$

(Sindhupta dan Yasa, 2013:398)

Keterangan:

Q = nilai perusahaan

MVE = nilai pasar ekuitas (*Equity Market Value*) yang merupakan hasil dari perkalian harga saham penutupan (*closing price*) akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun

D = nilai buku dari total hutang

TA = total aset

Nilai Tobin's Q kurang dari satu menunjukkan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*, manajemen telah gagal dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi rendah (Bambang dan Puspitasari, 2010:15). Nilai Tobin's Q lebih sama dengan satu menunjukkan bahwa saham dalam kondisi *average*, manajemen *stagnan* dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi tidak berkembang (Bambang dan Puspitasari, 2010:15). Nilai Tobin's Q lebih dari satu menunjukkan bahwa saham dalam kondisi

overvalued, manajemen berhasil dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi tinggi (Bambang dan Puspitasari, 2010:15).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan rasio Tobin's Q. "Tobin's q secara cepat digunakan pada berbagai penelitian bidang ekonomi, termasuk mikroekonomi, keuangan dan studi investasi" (Bambang dan Puspitasari, 2010:12). Rasio Tobin's Q digunakan sebagai alat ukur nilai perusahaan karena dalam perhitungannya tidak hanya melibatkan seluruh unsur dari utang dan ekuitas tetapi seluruh aset yang dimiliki perusahaan.