

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Perkembangan perekonomian Indonesia belum menunjukkan peningkatan yang berarti setelah diterpa badai krisis pada tahun 1997 lalu. Pemerintah mengeluarkan kebijakan untuk mendongkrak penerimaan negara yaitu diantaranya dengan mengurangi subsidi bahan bakar minyak, tarif listrik yang mempengaruhi pada tingkat harga keseimbangan sedangkan kebijakan fiskal mengenai 45 jenis pajak diharapkan dapat menjadi stimulus penggerak dunia usaha.

Selain itu bangsa Indonesia juga dihadapkan dengan liberalisasi perdagangan regional yang tergabung dalam AFTA (*Asian Free Trade Area*). Liberalisasi perdagangan ini mengharuskan Indonesia untuk menghapus segala jenis hambatan tarif dan non tarif dalam melakukan perdagangan antara anggota yang tergabung dalam AFTA. Bangsa Indonesia dipaksa untuk meningkatkan daya saingnya agar dapat menjadi subyek dalam percaturan liberalisasi perdagangan ini. Menurut *World Economic Forum Global Competitiveness Report* tahun 2002 dalam harian Pikiran Rakyat; 26 Desember 2002, bahwa daya saing Indonesia menempati posisi 64 dari 80 negara dan berada dibawah Vietnam dan Filipina. Laporan tersebut menyebutkan bahwa daya saing perusahaan dan iklim usaha di Indonesia menempati posisi terakhir. Hal ini menunjukkan banyaknya pekerjaan rumah yang harus dikerjakan baik oleh pemerintah, pengusaha ataupun masyarakat umum.

Untuk menghadapi semua hal diatas perusahaan harus inovatif, mampu melakukan penyesuaian diri terhadap perubahan-perubahan yang terjadi dan yang akan terjadi di dalam lingkungannya. Keadaan ini secara langsung atau tidak, akan mendorong setiap perusahaan untuk memanfaatkan peluang agar tetap *survive* atau bahkan untuk tumbuh dan berkembang. Dalam upaya pemanfaatan peluang tersebut, perusahaan tidak akan terlepas dari kebutuhan modal, tentunya dengan memperhatikan norma-norma permodalan dan teknik-teknik pembelanjaan yang baik, disamping masalah-masalah lainnya yang juga harus diperhatikan, karena

tanpa memperhatikan seluruh masalah-masalah yang ada maka bukan tidak mungkin dapat menimbulkan hal yang tidak diinginkan dimasa yang akan datang.

Beberapa aspek pembelanjaan yang penting dan relevan dengan keadaan diatas adalah penyediaan serta penggunaan modal. Dengan kata lain menyangkut masalah struktur finansial dan struktur modal perusahaan. Kita ketahui bahwasanya perusahaan dalam menjalankan kegiatannya selain menggunakan Modal Sendiri juga menggunakan Modal Pinjaman. Apalagi jika perusahaan akan menjalankan program ekspansi dimana hal itu akan membutuhkan modal yang cukup besar sehingga tidak dapat dipenuhi hanya dengan Modal Sendiri tetapi juga harus dengan Modal Pinjaman, dan ini akan menyebabkan berubahnya struktur modal perusahaan. Penggunaan Modal Pinjaman bagi perusahaan menyebabkan timbulnya kewajiban pembayaran bunga dan cicilan hutang pokok. Oleh sebab itu, diperlukan perhitungan yang matang untuk menentukan jenis dan besarnya pinjaman, sehingga penggunaan pinjaman dapat memberikan keuntungan dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya secara optimal. Selain itu juga proporsi antara Modal Pinjaman dan Modal Sendiri harus tepat karena jika Modal Pinjaman terlalu besar akan memperbesar risiko tidak terbayarnya beban tetap berupa bunga dan pinjaman pokok tanpa melihat apakah perusahaan sedang mengalami untung atau rugi dan mampu memenuhi setiap kewajibannya.

Tingkat pengembalian ekuitas (*return on equity*) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan bagi pemilik modal sendiri yang ada dalam perusahaan itu. Artinya, tingkat pengembalian ekuitas ini dapat menjadi ukuran efisiensi bagi penggunaan modal sendiri yang dioperasionalkan dalam perusahaan. Semakin besar tingkat pengembalian ekuitas, berarti semakin besar pula kemampuan perusahaan itu menghasilkan laba bagi pemilik modal sendirinya (Higgins,1995:49). Salah satu tujuan perusahaan adalah mengembangkan usahanya atau ekspansi. Ekspansi yang dilakukan oleh perusahaan tidak hanya untuk mempercepat perkembangan perusahaan, tapi juga untuk mengantisipasi permintaan pasar yang selalu meningkat dari waktu ke waktu. Walaupun demikian perusahaan yang melakukan ekspansi juga tidak terlepas dari kesulitan-kesulitan,

terutama jika dikaitkan faktor-faktor diluar perusahaan, antara lain kebijakan pemerintah, kelesuan perekonomian dunia, selera konsumen yang berubah-ubah, faktor alam dan tingkat persaingan.

Pada umumnya perusahaan dalam melakukan pengembangan usaha atau ekspansi seringkali membutuhkan modal yang besar, sehingga selain menggunakan Modal Sendiri, juga dibutuhkan Modal Pinjaman.

Melihat perkembangan bursa saham di BEJ sangat menarik, kondisi makroekonomi Indonesia dibawah kepemimpinan presiden Megawati Soekarnoputri menunjukkan aman, tingkat inflasi rendah, kurs Rupiah yang stabil, tingkat bunga rendah dan jumlah orang miskin di negeri ini berkurang. Akan tetapi terdapat indikator-indikator yang belum memuaskan seperti tingkat pengangguran yang tinggi sejalan dengan tingkat investasi yang masih rendah. Para investor, terutama pada sektor riil, masih berpikir ulang untuk berinvestasi di negeri ini. Hal ini dapat diduga bahwa mereka menunggu pada kondisi keamanan dana politik yang lebih stabil. Selama tahun 2004, penduduk Indonesia memfokuskan perhatiannya pada aktivitas politik, dimulai dari pemilihan umum parlemen pada 5 April, pemilihan umum presiden tahap ke-1 pada 5 July, dan pemilihan umum presiden tahap ke-2 pada 20 September.

Lebih jauh, dengan melihat performa keuangan masing-masing perusahaan yang terdaftar pada BEJ. Penulis mencoba memfokuskan perhatian pada struktur modal dan tingkat pengembalian ekuitas (ROE) masing-masing perusahaan yang terdaftar pada BEJ.

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang mencatikan sahamnya di BEJ dan perusahaan yang termasuk dalam LQ 45, karena LQ 45 merupakan perusahaan-perusahaan dengan saham unggulan sehingga dapat mencerminkan saham perusahaan lainnya. Di tahun 2004 terdapat 344 perusahaan yang terdaftar di BEJ dan mewakili 9 bidang usaha. Namun, dikarenakan dalam penulisan ini digunakan hutang atau modal pinjaman jangka panjang sebagai modal pinjaman, maka perusahaan-perusahaan yang diteliti hanya berasal dari 8 bidang usaha, yaitu: Pertanian; Pertambangan; Industri Dasar dan

Kimia; Aneka Industri; Industri Barang Konsumsi; Properti dan Real Estat; Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi; serta Perdagangan, Jasa dan Investasi.

Untuk mengembangkan usahanya perusahaan melakukan berbagai kebijakan dalam menarik dana untuk membiayai usahanya serta melakukan berbagai perubahan dalam struktur finansialnya, terutama dengan meningkatkan modal pinjaman dengan harapan akan diperoleh tingkat kemampuan dalam memenuhi setiap kewajiban finansialnya serta laba yang tinggi.

Menurut penelitian terdahulu, melalui jurnalnya, Dirk Brounen, Abe de Jong, and Kees Koedijk (2004), bahwa ROE merupakan faktor penentu pertama dari ratio hutang yang dapat menjelaskan dinamika struktur modal, seperti dinyatakan dibawah ini:

“This paper has shown that stock returns are a first-order determinant of debt ratios, that they are perhaps the only well-understood influence of debt ratio dynamics, and that many previously used proxies seem to have helped explain capital structure dynamics primarily because they correlated with omitted dynamics caused by stock price changes.”

Penyusun melihat bahwa aspek struktur modal bagi perusahaan cukup penting dan menarik. Hal ini disebabkan perusahaan yang mampu mengelola sumber dana atau pasivanya dengan efisien baik Modal Sendiri maupun Modal Pinjaman dapat meminimasi biaya sumber modal, kemudian selanjutnya melakukan investasi untuk membiayai usahanya dalam bentuk aktiva baik modal kerja maupun aktiva tetap.

Lebih jauh, Napa J. Awat (1999: 71) mengatakan bahwa dengan keputusan pendanaan yang optimal akan dapat mengarah pada peningkatan kemakmuran/kekayaan pada pemegang saham.

Dengan mengelola sumber dana secara efisien, perusahaan diharapkan dapat memenuhi kewajiban finansialnya serta meningkatkan keuntungannya baik tingkat likuiditas dan profitabilitasnya .

Berdasarkan uraian diatas maka penulis merasa tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut yang hasilnya dituangkan dalam bentuk skripsi yang berjudul: **“PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN EKUITAS (ROE) PADA PERUSAHAAN YANG**

TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA”(Studi Survey pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2004).

1.2 Identifikasi Masalah

Masalah yang diidentifikasi dalam penelitian adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui kondisi struktur modal tahun 2004 pada perusahaan yang terdaftar di BEJ.
2. Bagaimana tingkat pengembalian ekuitas (ROE) perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2004.
3. Seberapa besar pengaruh struktur modal terhadap tingkat pengembalian ekuitas (ROE) pada perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2004.

1.3 Maksud dan Tujuan Penelitian

1.3.1 Maksud Penelitian

Maksud diadakannya penelitian ini adalah untuk mendapatkan data yang akan diolah lebih lanjut dan dituangkan hasilnya dalam bentuk skripsi yang diajukan untuk menempuh ujian sarjana.

1.3.2 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah:

1. untuk mengetahui kondisi struktur modal tahun 2004 pada perusahaan yang terdaftar di BEJ.
2. Untuk mengetahui tingkat pengembalian ekuitas (ROE) perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 2004.
3. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh struktur modal terhadap tingkat pengembalian ekuitas (ROE) pada perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2004.

1.4 Kegunaan Hasil Penelitian

1. Bagi penulis, penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat dalam memberikan gambaran di bidang bursa efek, terutama mengenai dividen saham, juga sebagai syarat dalam mencapai gelar sarjana (S-1).

2. Bagi perusahaan-perusahaan sejenis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan referensi khususnya untuk pengkajian topik-topik yang berkaitan dengan masalah yang dibahas dalam tulisan ini.

3. Bagi pengembangan konsep struktur modal

Sebagai objek penelitian, diharapkan hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan dan masukan dalam hal keputusan atau kebijakan yang relevan sehingga dapat mengoptimalkan perolehan laba dan tingkat ekuitas pada perusahaan.

1.5 Kerangka Pemikiran

Perusahaan industri maupun jasa dalam menjalankan kegiatan usahanya terdapat dua modal yaitu Modal Pinjaman dan Modal Sendiri. Modal Pinjaman adalah modal yang berasal dari kreditur, merupakan sumber dana dari perusahaan yang harus dibayar lagi tepat pada waktunya. Modal sendiri adalah modal yang berasal dari perusahaan itu sendiri, berasal dari pengambilan bagian, peserta atau pemilik. Sedangkan modal sendiri merupakan modal dalam suatu perusahaan yang dipertaruhkan untuk segala risiko, baik risiko usaha maupun risiko kerugian-kerugian lainnya

Perbandingan antara Modal Pinjaman dengan Modal Sendiri dalam suatu perusahaan akan menentukan struktur modal perusahaan tersebut, struktur modal perusahaan mencerminkan cara bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibelanjai. Struktur modal mencerminkan pula perimbangan dalam artian absolut maupun relatif antara keseluruhan Modal Pinjaman (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan jumlah Modal Sendiri. Struktur modal dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca, yang terdiri dari modal jangka pendek, modal jangka panjang dan modal sendiri. Sedangkan struktur modal perusahaan mencerminkan perimbangan Hutang Jangka Panjang dengan Modal Sendiri.

Pilihan struktur modal yang baik pada perusahaan adalah sangat penting. Oleh karena itu perbandingan Modal Pinjaman dengan Modal Sendiri haruslah tepat, karena perbandingan tersebut akan mempunyai akibat langsung terhadap

posisi keuangan perusahaan. Bila perusahaan memenuhi kebutuhan modalnya dengan mengutamakan Modal Sendiri, hal ini mengakibatkan perusahaan akan mengurangi ketergantungan terhadap pihak luar. Bila kebutuhan dana perusahaan mengutamakan menggunakan Modal Pinjaman maka ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar akan besar dan juga akan menanggung risiko keuangan yang besar pula. Oleh karena itu perlu adanya keseimbangan yang optimal antara berbagai sumber dana.

Jika menggunakan konsep biaya modal maka struktur modal yang optimum adalah struktur modal yang meminimumkan biaya modal rata-rata tertimbang. Usaha untuk mencapai struktur finansial yang optimum juga dapat ditinjau dari pemenuhan kebutuhan dana yang berdasarkan prinsip solvabilitas dan profitabilitas. Bila pemenuhan kebutuhan akan dana dipenuhi hanya berdasarkan kebutuhan tujuan solvabilitas saja maka ada kecenderungan untuk memenuhi setiap kebutuhan dananya dengan Modal Sendiri. Sebaliknya jika hanya berdasarkan pada tingkat pengembalian ekuitas, maka ada kecenderungan bahwa setiap kebutuhan dana akan dipenuhi dengan Modal Pinjaman selama biaya hutang lebih kecil dari tingkat pengembalian dan penggunaan dana. Oleh karena itu untuk dapat memenuhi kebutuhan dana jangan sampai mengabaikan salah satu tujuan tersebut diatas.

Menurut peneliti terdahulu, Dirk Brounen, Abe de Jong, Kees Koedijk dalam jurnal mereka, *Financial Management* (2004) mengatakan fleksibilitas keuangan, merupakan faktor yang paling utama dalam menentukan jumlah hutang yang sesuai untuk perusahaan. Lebih jauh, Dirk Brounen, Abe de Jong, Kees Koedijk dalam jurnalnya *Financial Management* (2004) menjelaskan bahwa para eksekutif mengeluarkan equity untuk memelihara target rasio hutang terhadap modal.

Untuk mengetahui keadaan struktur modal perusahaan dalam penelitian ini dapat dihitung dengan:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} \rightarrow \text{DER} = \frac{\text{Debt}}{\text{Equity}} \times 100\%$$

Rasio DER menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dengan ekuitas.

Semakin tinggi rasio ini, maka semakin besar resiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Rasio yang tinggi juga menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktiva.

Melalui jurnalnya, Richard S. Teitelbaum (1996) melaporkan hasil penelitiannya mengenai ROE dan equity leverage, mengatakan bahwa ketika asset tengah naik dalam keadaan pertumbuhan ekonomi yang lambat, equity bergerak kearah yang berlawanan, menghasilkan leverage yang lebih tinggi.

Return On Equity (ROE), adalah suatu pengukuran dari pendapatan yang tersedia bagi pemilik perusahaan atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. Secara umum tentu semakin tinggi rasio ini akan semakin baik kedudukan pemilik perusahaan. Rumusan ROE ini menurut Van Horne (1998:143) dan Napa J. Awat (1998:72) adalah:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Stockholder's Equity}} \times 100\%$$

Keadaan struktur modal akan berakibat langsung pada posisi keuangan perusahaan sehingga mempengaruhi kinerja perusahaan. Penggunaan modal dari pinjaman akan meningkatkan resiko keuangan, berupa biaya bunga yang dibayar, walaupun perusahaan mengalami kerugian. Akan tetapi biaya bunga merupakan adalah 'tax deductible' sehingga perusahaan dapat memperoleh manfaat karena bunga diberlakukan sebagai biaya. Bila perusahaan menggunakan modal sendiri ketergantungan terhadap pihak luar berkurang, tetapi biaya modalnya tidaklah merupakan pengurang pajak. Besarnya proporsi antara modal pinjaman dan modal sendiri tergantung kebijakan yang diambil perusahaan dengan melihat pada struktur modal yang optimum yaitu yang dapat meminimumkan biaya modalnya.

Prinsip-prinsip dalam mencapai struktur modal yang optimal adalah:

1. Berdasarkan aturan struktur keuangan konservatif, jumlah hutang tidak boleh lebih besar daripada modal sendiri karena modal sendiri merupakan jaminan atas hutang.

2. Konsep biaya modal, struktur modal yang optimal adalah yang menghasilkan biaya modal minimal
3. Mempertimbangkan norma permodalan rentabilitas dan solvabilitas, pertimbangan rentabilitas yaitu perusahaan cenderung memenuhi kebutuhan dananya dengan modal Opinjaman selama tingkat bunganya lebih rendah dari tingkat pengembaliannya dan solvabilitas yaitu ada kecenderungan setiap kebutuhan dana akan dipenuhi dengan modal sendiri.

Jadi dapat dikatakan bahwa diperlukan keseimbangan optimal antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri, yaitu yang mampu mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembaliannya sehingga dapat memaksimalkan harga saham dan mensejahterakan para penyedia dana tersebut. Dalam menentukan kebijakan struktur modalnya dilandasi oleh berbagai faktor yang diantaranya adalah stabilitas hasil operasi, karakteristik jenis usaha, sikap manajemen dan kebijakan para pemilik.

Dari perhitungan diatas dapat dilihat apakah suatu perusahaan dalam menjalankan usahanya ditunjang oleh pendanaan yang berbentuk sepenuhnya dipenuhi oleh hutang jangka panjang atau modal sendiri atau dapat juga dengan kombinasi diantara keduanya. Dari pemilihan pendanaan tersebut yang terpenting adalah menghasilkan suatu kombinasi yang mempunyai biaya modal terendah dengan tingkat pengembalian yang maksimal.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya tentang penggunaan rasio-rasio keuangan, tidak ada ketentuan yang dijadikan dasar atau nilai standar dari perhitungan di atas, yang terpenting adalah bagaimana kita memberi arti dari nilai-nilai rasio tersebut dengan cara membandingkannya terhadap perusahaan sejenis atau dalam industri sejenis, atau sekedar bahan evaluasi perusahaan dalam analisis rentang waktu. Seperti apa yang ditulis Gitman (2000:126):

“Ratio analysis is not merely the application of a formula to financial data to calculate a given ratio. More important is the interpretation of the ratio value. To answer such question as, is it too high or too low? Is

it good or bad? A meaningful basis for comparison is needed. Two types or ratio comparisons can be made: cross-sectional and time series.”

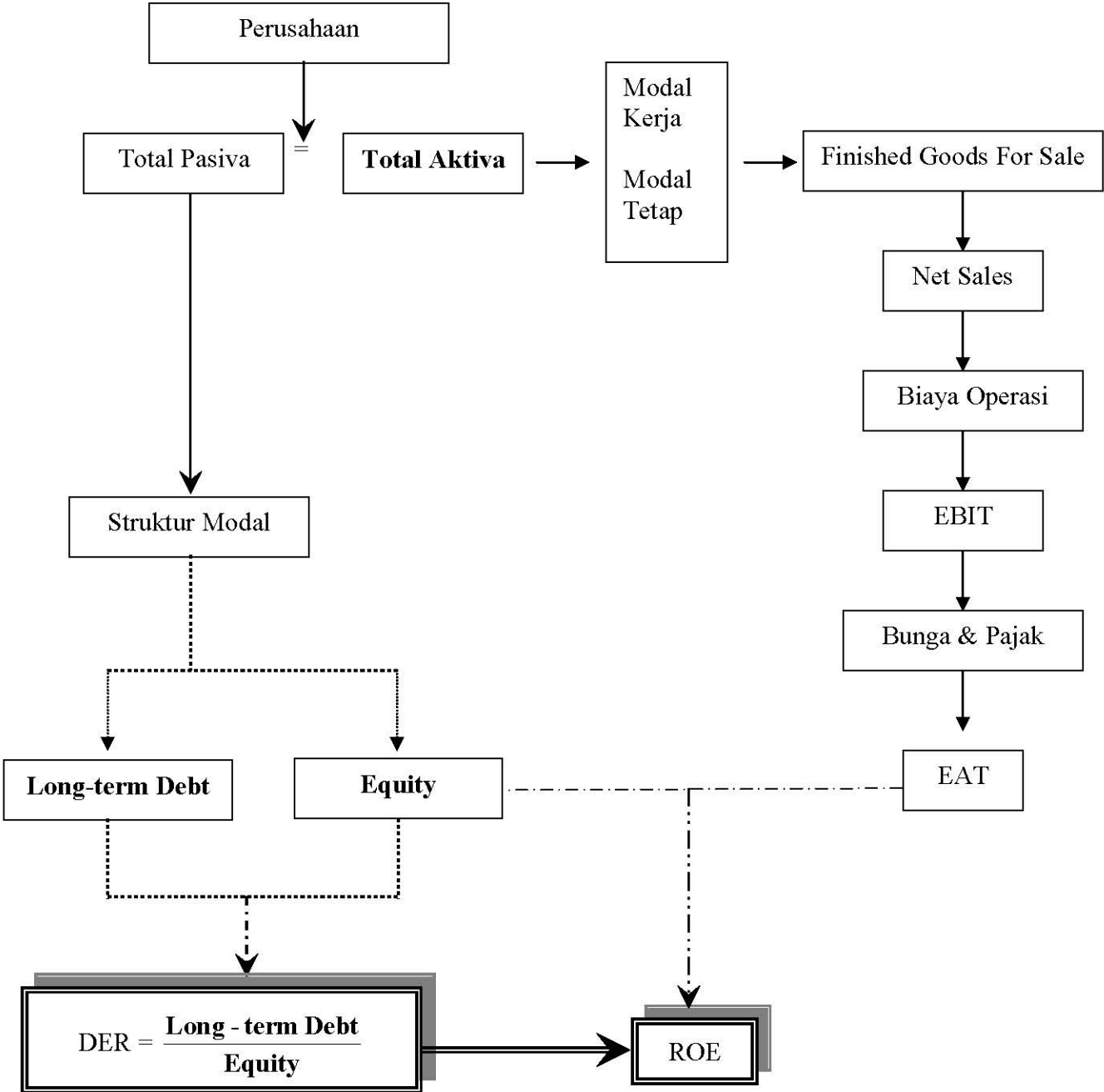
Dan menurut Van Horne (1998: 712):

“The usefulness of the ratios depends on inequity and experience of the financial analyst who employs them. By Themselves, financial ratios are fairly meaningless; they must be analyzed on a comparative basis.”

Berdasarkan uraian teori-teori di atas, dapat disimpulkan bahwa struktur hutang dan modal dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dan selanjutnya akan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Tidak ada ukuran yang mengikat mengenai seberapa besar sebaiknya perusahaan menggunakan hutang atau modal sendiri dalam membiayai perusahaan. Hal tersebut sangat tergantung pada persepsi pengelola keuangan perusahaan atas perkiraan atau target pendapatan dan tingkat resiko yang berani ditanggung oleh perusahaan. Dengan melakukan analisis atas struktur hutang dan ekuitas diharapkan dapat diketahui struktur yang optimal pada satu perusahaan atau kelompok industri yang mampu untuk memberikan pendapatan yang memadai bagi perusahaan dan pemegang saham namun juga dengan tingkat resiko yang masih bisa diterima.

Pada halaman berikutnya gambar dari bagan kerangka pemikiran skripsi ini:

Gambar 1.5
Bagan Kerangka Pemikiran



Penjelasan Bagan Kerangka Pemikiran:

- Dalam suatu perusahaan, manajemen keuangan merupakan salah satu bagian terpenting dari berbagai aktivitas perusahaan yang lainnya, sebagaimana halnya masalah Produksi, Pemasaran, Sumber Daya Manusia serta Teknologi yang digunakan. Masalah keuangan merupakan bagian yang paling sentral, dimana setiap aktivitas memerlukan dana agar aktivitas tersebut dapat berjalan, sehingga proses pencapaian tujuan perusahaan dapat dilaksanakan secara efisien. Untuk mengetahui bagaimana keadaan, kondisi dan posisi keuangan suatu perusahaan, hal ini dapat kita lihat pada Neraca (*Balance Sheet*) perusahaan yang mencerminkan nilai aktiva dan nilai pasiva, dimana total aktiva dan total pasivanya harus menunjukkan nilai yang sama atau seimbang.
- Total pasiva atau sumber dana mencerminkan modal pinjaman (Hutang jangka pendek dan Hutang jangka panjang) dan modal sendiri yang merupakan struktur keuangan (sumber pendapatan perusahaan), dimana struktur keuangan mencerminkan cara bagaimana perusahaan membiayai aktivasnya.
- Total aktiva mencerminkan modal kerja dan modal tetap (investasi), yang mana modal tersebut digunakan untuk membiayai usahanya atau proses produksi, mulai dari bahan baku sampai produk akhir (produk jadi) yang siap untuk dijual. Hasil penjualan produk tersebut dapat dilihat pada Laporan Rugi Laba (*Income Statement*) perusahaan, yang mana diperoleh EBIT (*Net sales* – Biaya Operasi), yang pada akhirnya diperoleh EAT setelah dikurangi pajak dan bunga, sehingga kita dapat menghitung Tingkat Pengembalian Ekuitas (ROE) yang merupakan perbandingan antara EAT dengan Modal Sendiri (*Equity*).
- Rasio DER menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dengan ekuitas, $DER = \frac{\text{Debt}}{\text{Equity}} \times 100\%$, yang mengandung dua komponen yaitu Modal Pinjaman (hutang jangka

panjang) dan Modal Sendiri (*equity*), sebagai variabel X disebut juga variabel bebas (*Independent Variabel*) serta ROE dengan rumus:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}} \times 100\%$$

sebagai variabel Y disebut juga variabel terikat (*Dependent Variabel*), dianalisis dengan menggunakan regresi linier berganda untuk melihat adanya hubungan, selanjutnya dapat digunakan untuk mencari pengaruh variabel X terhadap variabel Y.

Dari uraian diatas penulis merumuskan bahwa **“struktur modal berpengaruh terhadap tingkat pengembalian ekuitas (ROE)”**.

1.6 Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan satu sumber data, yaitu data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dalam bentuk sudah jadi, sudah dikumpulkan dan telah diolah oleh pihak lain, biasanya sudah dipublikasi.

Dengan memperhatikan tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh dari struktur modal terhadap tingkat pengembalian ekuitas atau *return on equity* (ROE) perusahaan, maka metode penelitian yang digunakan adalah metode statistika deskriptif. Metode statistika deskriptif adalah metode statistik yang digunakan untuk menganalisa data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat simpulan yang berlaku umum atau generalisasi. Metode statistika deskriptif bertujuan untuk membuat deskriptif secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta pengaruh antar fenomena yang diselidiki.

Teknik pengumpulan data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian kepustakaan (*Library Research*)

Penelitian kepustakaan adalah suatu teknik pengumpulan data dengan cara membaca literatur serta sumber-sumber lain yang ada hubungannya dengan masalah yang diteliti. Penelitian kepustakaan ini dapat digunakan sebagai dasar pedoman dalam melakukan penelitian lapangan.

2. Penelitian Lapangan (*Field Research*)

Penelitian lapangan adalah teknik pengumpulan data dengan mencari data penelitian berupa data laporan keuangan perusahaan di BEJ.

Data yang telah terkumpul kemudian diolah dan disajikan dalam bentuk tabel dengan maksud untuk mempermudah dalam proses analisis dan pengolahannya yang dibuat secara kualitatif dan kuantitatif.

1.7 Lokasi dan Waktu Penelitian

Penulis mengambil data dari laporan keuangan perusahaan publik, dengan meneliti struktur modal dari perusahaan publik di BEJ melalui www.JSX.co.id.

Waktu yang diperlukan untuk menyelesaikan untuk menyelesaikan penelitian ini dari bulan September hingga Februari.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Struktur Modal

Perbandingan antara Modal Pinjaman dengan Modal Sendiri atau *debt to equity ratio (DER)* dalam suatu perusahaan akan menentukan struktur modal perusahaan tersebut, struktur modal perusahaan mencerminkan cara bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibelanjai.

Pilihan struktur modal yang baik pada perusahaan adalah sangat penting. Oleh karena itu perbandingan Modal Pinjaman dengan Modal Sendiri haruslah tepat, karena perbandingan tersebut akan mempunyai akibat langsung terhadap posisi keuangan perusahaan.

2.1.1 Pengertian Struktur Modal

Menurut Heru Sutojo (1998:474) struktur modal adalah:

“bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa.”

Dan menurut Martono dan Agus Harjito (2002:240) struktur modal (*capital structure*) adalah:

“perbandingan atau imbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri.”

Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal sendiri, laba ditahan dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (*defisit*) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu dari hutang

(*debt financing*). Namun dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Struktur modal itu menggambarkan proporsi antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Menurut Napa J. Awat (1999: 70-71), keputusan pendanaan akan menyangkut penentuan kombinasi yang optimal dari penggunaan berbagai sumber dana, yang pada dasarnya dapat dibagi menjadi dua, yakni:

- (1) yang berhubungan dengan pendanaan eksternal karena akan mengarah pada pengambilan keputusan mengenai struktur modal, yakni akan menentukan proporsi antara hutang dan modal sendiri, yang akan nampak pada *debt to equity ratio* perusahaan tersebut,
- (2) yang berhubungan dengan pendanaan intern, yang aplikasinya adalah penentuan kebijakan dividen, dan digambarkan melalui *dividend payout ratio*.

Berdasarkan konsep diatas, maka dalam penulisan skripsi ini modal pinjaman diwakilkan oleh hutang atau modal pinjaman, dan *equity* merupakan modal sendiri.

Kriteria yang paling utama dalam memilih komponen sumber dana adalah tingkat risiko yang paling rendah dan *acceptable rate of return* yang tinggi.

Jika konsep biaya modal maka struktur modal yang optimum adalah struktur modal yang meminimumkan biaya modal rata-rata tertimbang. Usaha untuk mencapai struktur modal yang optimum juga dapat ditinjau dari pemenuhan kebutuhan dana yang berdasarkan prinsip solvabilitas dan profitabilitas. Bila pemenuhan kebutuhan akan dana dipenuhi hanya berdasarkan kebutuhan tujuan solvabilitas saja maka ada kecenderungan untuk memenuhi setiap kebutuhan dananya dengan Modal Sendiri. Sebaliknya jika hanya berdasarkan pada tingkat pengembalian ekuitas, maka ada kecenderungan bahwa setiap kebutuhan dana

akan dipenuhi dengan Modal Pinjaman selama biaya hutang lebih kecil dari tingkat pengembalian dan penggunaan dana. Oleh karena itu untuk dapat memenuhi kebutuhan dana jangan sampai mengabaikan salah satu tujuan tersebut diatas.

Menurut J.C. Clark, T.J. Hindelang dan R.E. Pritchard (1992: 181), disebutkan bahwa terdapat empat komponen utama dalam struktur modal, yaitu:

a. *Debt (Kd(1-T))*

After Tax Component Cost of Debt

= Interest rate – Tax Saving

= Kd – Kd.T

= Kd (1 – T)

b. *Preferred Stock (Kp)*

$$Kp = \frac{Dp}{Pn}$$

c. *Retained Earning (Ks)*

$$Ks = \frac{D1}{Po + g}$$

d. *New issues of common stock (Ke)*

$$Ke = \frac{D1}{Po(1-F)} + g$$

➤ *WACC (Weighted Average Cost of Capital), Weighted Average Cost of Capital is a weighted average of component costs of debt, preferred stock, and common equity.*

$$WACC = Wd.Kd (1-T) + Wp.Kp + Ws.Ks$$

Keterangan:

- Kd = biaya hutang
- Kp = biaya saham preferen
- Dp = dividen saham preferen
- Pn = harga pasar bersih saham preferen

- K_s = biaya laba ditahan
- D_1 = dividen
- P_0 = harga awal saham biasa
- g = pertumbuhan yang diharapkan
- K_e = Biaya pengeluaran saham baru
- F = biaya flotasi
- W_d = proporsi hutang dalam struktur modal
- W_p = proporsi saham preferen dalam struktur modal
- W_s = proporsi laba ditahan dalam struktur modal

Jika kita melihat struktur modal, secara garis besar terdapat dua pandangan yang berbeda tentang definisi struktur modal yaitu :

1. Menurut Aliran ANGLO SAXIS.

Struktur Modal menggambarkan bentuk modal yang akan ditarik oleh rumah tangga perusahaan, yang meliputi kredit jangka panjang, sedangkan kredit jangka pendek hanya sebagai pelengkap.

Menurut Keown, Martin, Petty & Scott Jr. (1999: 514)

“Capital structure is the mix of the long term sources of funds used by the firm. The relationship between financial and capital structure can be expressed in equation form :

Financial Structure – Current Liabilities = Capital Structure”

Jadi menurut aliran anglo saxis, kredit jangka pendek tidak termasuk dalam struktur modal, kerana sifatnya yang tidak permanen.

2. Aliran KONTINENTAL

Dalam struktur modal, selain dana yang ditarik untuk jangka panjang juga termasuk kredit jangka pendek, karena meskipun bersifat jangka pendek tetapi dapat terus diperbaharui sehingga terdapat suatu nilai yang permanen.

Sebuah pendapat menurut aliran kontinental, definisi dari struktur modal, yaitu Keown, Martin, Petty & Scott Jr. (1999: 510) :

“Capital structure is defined as including all form of debt and equity, not just long instrument.”

Jadi menurut pendapat aliran kontinental, struktur modal meliputi Hutang Jangka Panjang dan Hutang Jangka Pendek yang permanen dan Modal Sendiri.

Hasil pengambilan keputusan tentang komponen struktur modal, seberapa besar proporsi Modal Pinjaman dan Modal Sendiri yang akan ditarik dan perbandingannya tergantung dari sifat manajemen, penghasilan yang diharapkan dan biaya modal.

Berdasarkan jenis modal yang digunakan, struktur modal dibagi menjadi

1. *Simple Capital Structure*, yaitu jika perusahaan hanya menggunakan modal sendiri saja dalam struktur modalnya.
2. *Complex Capital Structure*, yaitu jika perusahaan tidak hanya menggunakan modal sendiri tetapi juga menggunakan modal pinjaman (*leverage*) dalam struktur modalnya.

2.1.2. Komponen-Komponen Struktur Modal

Untuk menentukan proporsi dari struktur modal perlu adanya pengetahuan dasar tentang jenis-jenis sumber dana dan sifat risikonya yaitu:

a. Modal Sendiri (*Equity Capital*)

Modal Sendiri adalah modal yang berasal dari perusahaan itu sendiri, berasal dari pengambilan bagian, peserta atau pemilik. Modal Sendiri merupakan modal dalam suatu perusahaan yang dipertaruhkan untuk segala risiko, baik risiko usaha maupun risiko kerugian-kerugian lainnya, terdiri dari :

1. Cadangan (*capital surplus*) merupakan surplus yang diperoleh dari luar usaha operasional perusahaan, antara lain :

1.1 *Paid in Surplus*

- a. *Premium on Stock* adalah cadangan yang diperoleh dari penjualan saham atas kenaikan harga, sehingga di neraca kredit timbul cadangan agio saham.
- b. *Discount Rate*, timbul karena perusahaan melakukan penurunan nilai dari pada saham yang melebihi saldo rugi.

1.2 *Donated Surplus*

Donated Surplus, adalah surplus yang diperoleh dari sumbangan, misalnya subsidi dari pemerintah untuk perusahaan negara.

1.3 *Unrealized Appreciation*

Unrealized Appreciation of Asset, cadangan yang timbul karena adanya penilaian kembali dari aktiva perusahaan, dilakukan untuk mengurangi beban pajak.

2. Modal Saham

Modal saham merupakan tanda bukti pemilik atas suatu perusahaan. Uang yang diterima dari hasil penjualan saham akan tetap tertandai dalam perusahaan selama hidupnya. Pada umumnya modal saham dapat dibedakan menurut jenisnya, yaitu:

a. *Common Stock* (Modal Saham Biasa)

Merupakan modal saham yang terikat secara permanen dalam suatu perusahaan selama perusahaan beroperasi, pemegang saham biasa merupakan pemilik perusahaan yang sebenarnya. Pendapatan yang diterima oleh pemegang saham merupakan kelebihan atas laba yang diperoleh setelah dikurangi dengan pembayaran hak pemerintah (pajak). Saham biasa juga disebut sebagai *variable income security* atau surat berharga dengan tidak tetap penghasilan. Saham biasa dapat dibedakan menjadi lima jenis, yaitu:

- 1) *Blue chip stock* yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi tinggi, selain leader di industri sejenisnya, memiliki pendapatan yang stabil dan konsisten dalam membayar dividen.
- 2) *Income stock* yaitu saham dari suatu emiten, dimana emiten yang bersangkutan dapat membayar dividen lebih tinggi dari rata-rata dividen yang dibayarkan tahun sebelumnya. Emiten seperti ini biasanya mampu menciptakan pendapatan yang lebih tinggi dan secara teratur membagikan dividen tunai.
- 3) *Growth stock (well-known)* yaitu saham-saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi, sebagai leader dalam industri sejenis yang mempunyai reputasi tinggi, selain itu juga ada *growth stock (lesser-known)* yaitu saham dari emiten yang tidak sebagai leader dari industri, tetapi memiliki ciri seperti *growth stock (well-known)*. Umumnya saham-saham ini berasal dari daerah yang kurang populer di kalangan emiten.
- 4) *Speculative stock* yaitu saham yang emitennya tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ke tahun, akan tetap mempunyai kemampuan penghasilan yang tinggi di masa datang, meskipun belum pasti.
- 5) *Counter Cyclical stock* yaitu saham yang tidak terpengaruh secara umum. Pada saat resesi ekonomi, harga saham ini tetap tinggi, dimana emitennya mampu memberikan dividen yang tinggi karena kemampuan emiten dalam memperoleh penghasilan yang tinggi dalam masa resesi.

Menurut Agus Sartono (2001: 331), pemegang saham biasa memiliki hak sebagai berikut :

1. Pembayaran deviden atas dasar perlembar saham.
2. Hak atas aktiva setelah pembayaran hak yang lebih senior dalam likuiditas.
3. Hak suara dalam rapat umum pemegang saham
4. Hak untuk membeli tambahan saham baru yang dikeluarkan perusahaan secara proposional.

Sedangkan kelemahan dan kelebihan saham biasa antara lain, sebagai berikut: Manfaat yang utama penggunaan saham biasa untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan adalah tidak adanya kewajiban tetap untuk membayar deviden kepada pemegang saham biasa. Meskipun demikian dalam kenyataan perusahaan cenderung mempertahankan pembayaran deviden yang konstan karena pembayaran deviden yang menurun mengakibatkan menurunnya penilaian investor terhadap perusahaan.

Lebih lanjut saham biasa juga memberikan fleksibilitas yang tinggi kepada manajemen untuk mengelola dana yang diperoleh. Bagi perusahaan pengelolaan saham biasa kurang berisiko dibandingkan dengan sumber dana lainnya, penggunaan saham biasa juga akan memperbaiki struktur modal perusahaan dan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan.

Dari sudut pandang investor, investasi pada saham biasa lebih berisiko dibandingkan dengan investasi pada saham preferen atau obligasi. Risiko ini dikarenakan penerimaan pendapatan yang berfluktuasi menurun maupun meningkat dengan tidak pasti, oleh karenanya investor saham biasa akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi daripada surat berharga dengan penghasilan tetap.

b. *Preferred Stock* (Modal Saham Istimewa)

Merupakan salah satu bentuk aktiva Modal Sendiri dan Modal Pinjaman, hal ini disebabkan karena saham preferen merupakan Modal Sendiri, yaitu modal yang timbul secara permanen dalam perusahaan selama hidupnya, tetapi para persero saham ini memiliki deviden yang tetap setiap tahunnya dan tidak mempunyai hak suara dalam rapat pemegang saham, sehingga mereka dapat dianggap sebagai kreditur yang memberikan pinjaman, dan sebagai kompensasinya pemegang saham saham ini didahulukan dalam pembagian laba dan pengembalian modal.

Seperti halnya *long term debt*, saham preferen juga memberikan pendapatan yang relatif konstan, disamping itu biaya modal saham preferen cenderung lebih tinggi daripada biaya hutang, karena risiko yang dihadapi pemegang saham preferen lebih besar daripada pemegang hutang (*Bond Holder*).

Pemegang saham preferen memiliki beberapa preferensi tertentu diatas pemegang saham biasa, diantaranya adalah:

- 1) Pembagian dividen, dimana dividen untuk saham preferen dibagikan terlebih dahulu, baru kemudian sisanya dibagikan kepada saham biasa. Dividen saham preferen dinyatakan dalam persentase tertentu dari nilai nominalnya.
- 2) Pembagian kekayaan, dimana bila perusahaan mengalami likuidasi, dalam pembagian kekayaannya kemudian saham preferen didahulukan dari saham biasa.

Di dalam praktik pasar modal ada beberapa jenis saham preferen, yaitu:

1) *Cummulative preferred stock*

Saham preferen ini memberi hak kepada pemilik atas pembagian dividen yang sifatnya kumulatif dalam persentase atas jumlah tertentu, artinya bahwa kalau ada dividen pada tahun tertentu yang dibayarkan tidak mencukupi atau tidak dibayar sama sekali, maka akan diperhitungkan pada tahun-tahun berikutnya.

2) *Non cummulative preferred stock*

Pemegang saham ini mendapat prioritas dalam pembagian dividen hingga suatu persentase tertentu, tetapi tidak bersifat kumulatif. Maka bila pada suatu tahun tertentu dividen dibayar kurang dari yang ditentukan atau tidak sama sekali, maka tidak diperhitungkan pada tahun berikutnya. Sepanjang pemegang saham tidak menerima pembagian dividen secara penuh, pemegang saham biasa tidak berhak atas pembagian dividen.

3) *Participating preferred stock*

Pemegang saham jenis ini, disamping memperoleh dividen tetap seperti yang telah ditentukan, juga memperoleh ekstra dividen bila perusahaan dapat mencapai sasaran yang telah ditetapkan. Sasaran itu dapat berupa penjualan atau keuntungan perusahaan dalam jangka waktu tertentu, misalnya: satu tahun. Dividen saham preferen jenis ini lebih kecil dari rata-rata dividen regular saham lainnya.

4) *Convertible preferred stock*

Pemegang saham istimewa dapat menukar kepemilikan sahamnya dengan sekuritas lain yang diterbitkan perusahaan. Hak konversi umumnya meliputi penukaran saham preferen dengan saham biasa.

Sedangkan kelemahan dan kelebihan saham preferen, antara lain sebagai berikut :

- Dari sisi perusahaan yang mengeluarkan, manfaat utama yang diperoleh adalah bahwa pembayaran deviden atas saham preferen relatif lebih fleksibel dibandingkan dengan bunga hutang. Ketidakmampuan pembayaran deviden saham preferen tidak berakibat terlalu buruk dibandingkan dengan ketidakmampuan membayar bunga hutang.
- Kelemahan utama saham preferen adalah biaya modal setelah pajak yang tinggi dibandingkan dengan biaya modal dari hutang, karena deviden saham preferen tidak dapat digunakan sebagai pengurangan beban pajak.

c. Laba ditahan

Keuntungan yang diperoleh suatu perusahaan dapat sebagian dibayarkan sebagai deviden dan sebagian ditahan oleh perusahaan. Apabila penahanan keuntungan tersebut sudah dengan tujuan tertentu, maka dibentuklah cadangan sebagaimana diuraikan. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan keuntungan yang ditahan (*Retained Earning*).

Menurut Bambang Riyanto (1997:189) :

“Adanya keuntungan akan memperbesar “Retained Earning” yang berarti akan memperbesar Modal Sendiri. Sebaliknya jika ada kerugian maka akan memperkecil Retained Earning yang berarti memperkecil Modal Sendiri”.

b. Modal Pinjaman (*Debt Capital*)

Modal pinjaman adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang untuk sementara ada di dalam perusahaan. Bagi perusahaan, modal ini merupakan hutang yang pada saatnya harus dikembalikan, dengan demikian Modal Pinjaman mempunyai jangka waktu pinjaman yang terbatas, baik untuk jangka panjang maupun jangka pendek.

Bentuk Modal Pinjaman, antara lain :

1. Modal pinjaman jangka pendek, antara lain :
 - a. Kredit Rekening Koran, adalah kredit yang diberikan oleh perusahaan dengan batas *plafond* tertentu dimana perusahaan mengambilnya tidak sekaligus melainkan sebagian menurut kebutuhannya.
 - b. Kredit Dari Penjualan, merupakan kredit perniagaan (*Trade-Credit*) dan kredit ini terjadi apabila penjualan produk dilakukan dengan kredit.
 - c. Kredit dari pembeli, kredit yang diberikan perusahaan sebagai pembeli kepada pemasok (*supplier*) dari bahan mentahnya atau barang-barang lainnya.
 - d. Kredit wesel, terjadi apabila suatu perusahaan mengeluarkan “surat pengakuan hutang” yang berisikan kesanggupan untuk membayar sejumlah uang tertentu kepada pihak tertentu dan pada saat tertentu.

2. Modal Pinjaman Jangka Menengah, antara lain :
 - a. *Term Loan*, adalah kredit usaha dengan umur lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun.
 - b. *Leasing*, adalah suatu alat atau cara untuk mendapatkan “*service*” dari suatu aktiva tetap.

3. Modal Pinjaman Jangka Panjang, antara lain :
 - a. Pinjaman Hipotek (*Mortgage Bonds*), adalah pinjaman jangka panjang, dimana pemilik modal (kreditur) diberi hak hipotek atas suatu barang tidak bergerak.
 - b. Pinjaman Obligasi (*Bonds Payable*), adalah bentuk pinjaman jangka panjang dimana debitur mengeluarkan surat pengakuan hutang yang menyatakan bahwa ia akan bersedia membayar kembali pinjamannya pada suatu saat tertentu dimasa yang akan datang.

c. *Indentur*, adalah merupakan perjanjian antara perusahaan yang mengeluarkan *long term debt securities* dan kreditur. Secara umum perjanjian ini meliputi:

- Jenis Hutang
- Cara pembayaran pokok pinjaman
- Berbagai batasan dari kreditur (*covenant*) dan kewajiban perusahaan untuk memenuhi kewajibannya.

Berbagai batasan dari kreditur tersebut berupa :

- (1) *Coverage* minimum yang harus dipertahankan
- (2) Modal kerja minimal
- (3) Maksimum deviden yang dapat dibayarkan baik kepada pemegang saham biasa
- (4) Tambahan maksimum hutang perusahaan.

d. *Call Feature*, adalah hak perusahaan untuk membeli kembali surat hutang yang dikeluarkan sebelum jatuh temponya dengan harga tertentu. Harga yang ditentukan saat pembelian kembali disebut dengan "*call price*". *Call price* biasanya lebih tinggi daripada *parvalue* hutang tersebut dan perbedaannya disebut "*Call Premium*".

e. *Maturity, long term debt* biasanya memiliki *maturity* antara 20 tahun sampai 30 tahun. Apabila perusahaan memerlukan dana untuk pembiayaan jangka panjang, maka akan dibuat menjadi beberapa tahap, biasanya terdiri dari dua tahap. Tahap yang pertama berumur 30 tahun dan tahap berikutnya adalah sisa tahun rencana pembiayaan.

Bagi perusahaan manfaat yang diperoleh dengan menggunakan Hutang Jangka Panjang adalah :

- 1) Biaya Modal setelah pajak yang relatif rendah
- 2) Bunga yang dibayarkan merupakan pengurangan pajak
- 3) Melalui *Financial Leverage* dimungkinkan laba perlembar saham akan meningkat.
- 4) Kontrol terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham tidak mengalami perubahan.

Sedangkan kelemahan Hutang Jangka Panjang sebagai sumber dana adalah :

- a. *Financial risk* perusahaan meningkat sebagai akibat penggunaan hutang tersebut.
- b. Batasan yang diisyaratkan oleh kreditur.

Dipandang dari investor, *debt securities* memberikan pendapatan yang lebih stabil, sehingga risikonya juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan investasi pada saham biasa. Tetapi karena pemegang obligasi merupakan kreditur, maka ia tidak akan memperoleh tambahan pendapatan pada saat laba perusahaan meningkat. Dalam kondisi tingkat inflasi tinggi, pemegang obligasi akan menerima bunga riil yang menurun karena pembayaran bunga tetap.

2.1.3. Pendekatan tentang Struktur Modal

Kebijakan struktur modal melibatkan *trade off* antara resiko dan tingkat pengembalian. Peningkatan pinjaman jangka panjang akan meningkatkan resiko perusahaan tetapi sekaligus juga mempertinggi tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko meningkat akibat memperbesar pinjaman jangka panjang, juga cenderung menurunkan harga saham, tetapi kenaikan tingkat pengembalian yang diharapkan akan meningkatkan harga saham tersebut. Dalam hal ini dibutuhkan struktur modal yang optimal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Tujuan utama dari pengukuran struktur modal adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui perbandingan optimal dari modal pinjaman dan modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan modal masing-masing akan

mempengaruhi struktur modal dan selanjutnya struktur modal berpengaruh terhadap kinerja. Tetapi apakah nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh bermacam-macam bauran dana yang digunakan, terdapat empat pendekatan berbeda tentang struktur modal:

1. Pendekatan *Net Income*

Dalam pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, biaya transaksi, dan bunga simpanan pinjaman sama yang berlaku untuk semua pihak, dan diasumsikan bahwa tidak ada pajak penghasilan. Analisis ini dilakukan dengan melihat pada nilai perusahaan atau harga saham dan juga melihat pada biaya modal. Jika perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan maka harus dapat menurunkan biaya modal perusahaan. Jadi dalam analisis ini nilai perusahaan atau biaya modal perusahaan dipengaruhi oleh struktur modalnya.

2. Pendekatan Tradisional

Dengan pendekatan tradisional, bisa diperoleh struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham yang tertinggi. Hal ini disebabkan karena berubahnya tingkat kapitalisasi perusahaan, baik untuk modal sendiri maupun pinjaman setelah perusahaan merubah struktur modalnya (*leverage*) melewati batas tertentu. Perubahan tingkat kapitalisasi ini disebabkan karena adanya risiko yang berubah.

3. Pendekatan *Net Operating Income*

Pendekatan ini menggunakan asumsi bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang bersifat konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan. Dengan demikian, pertama, diasumsikan bahwa biaya hutang konstan. Kedua, penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Artinya apabila perusahaan menggunakan hutang yang lebih

besar, maka pemilik saham akan memperoleh bagian laba yang semakin kecil. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya resiko perusahaan. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang akan berubah. Dalam analisis ini bunga yang dibayarkan bisa dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak. Jadi perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil sehingga nilai perusahaannya lebih besar dibandingkan yang tidak mempunyai hutang. Jadi dalam analisis ini nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya.

4. Pendekatan Modigliani-Miller (MM)

Pendekatan MM menunjukkan kemungkinan munculnya proses arbitrase yang akan membuat harga saham atau nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang pada akhirnya akan sama. Proses arbitrase muncul karena investor lebih menyukai investasi yang memerlukan dana lebih sedikit tetapi memberikan penghasilan bersih yang sama dengan resiko yang sama pula.

Struktur modal merupakan suatu perubahan proporsi pendanaan yang akan mempengaruhi nilai perusahaan apabila keputusan investasi dan kebijakan deviden konstan yaitu dalam hal dimana keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak penghasilan. Sebaliknya, dengan pendekatan MM yang menunjukkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dimana proses arbitrase akan menjadi sama nilai perusahaannya antara yang menggunakan hutang dengan yang tidak, sedangkan dengan pertimbangan adanya pajak, nilai perusahaan akan menjadi lebih baik dengan menggunakan hutang sebesar-besarnya.

Keadaan struktur modal akan berakibat langsung kepada posisi keuangan perusahaan sehingga mempengaruhi kinerja perusahaan. Penggunaan modal pinjaman akan meningkatkan resiko keuangan, berupa biaya bunga yang dibayar walau perusahaan mengalami kerugian(*loss*). Akan tetapi, biaya bunga adalah *tax deductible* sehingga perusahaan dapat memperoleh manfaat karena bunga yang

diberlakukan sebagai biaya. Bila perusahaan menggunakan modal sendiri, ketergantungan terhadap pihak luar berkurang, tetapi biaya modalnya tidak merupakan pengurang pajak. Besarnya proporsi antara modal pinjaman dan modal sendiri tergantung kebijakan yang diambil perusahaan dengan melihat pada struktur modal yang optimum, yaitu yang dapat meminimumkan biaya modal (*cost of capital* atau WACC).

Prinsip-prinsip dalam mencapai struktur modal yang optimal adalah:

1. Berdasarkan aturan struktur keuangan konservatif, jumlah hutang tidak boleh lebih besar daripada modal sendiri karena modal sendiri merupakan jaminan atas hutang.
2. Berdasarkan konsep biaya modal, struktur modal yang optimal adalah yang menghasilkan biaya modal optimal dan mempertimbangkan norma permodalan rentabilitas dan solvabilitas.
3. Mempertimbangkan norma permodalan rentabilitas dan solvabilitas, pertimbangan rentabilitas yaitu perusahaan cenderung memenuhi kebutuhan dananya dengan modal pinjaman selama tingkat bunganya lebih rendah dari tingkat pengembaliannya dan solvabilitas yaitu adanya kecenderungan setiap kebutuhan dana akan dipenuhi dengan modal sendiri.

Dibutuhkan keseimbangan optimal antara *long-term debt* dengan modal sendiri, yaitu biaya yang mampu mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan tingkat pengembalian sehingga dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata yang pada akhirnya dapat memaksimumkan harga saham dan kesejahteraan. Dalam penentuan kebijakan struktur dilandasi oleh berbagai faktor diantaranya, stabilitas hasil operasi, karakteristik jenis usaha, sikap manajemen, dan kebijakan pemilik.

Selain itu teori struktur modal lainnya yaitu teori hirarki atau *Pecking Order Theory* (POT) yang dikemukakan oleh Myers menunjukkan terdapat empat sumber dana utama yang dapat digunakan perusahaan untuk membelanjai operasi perusahaan yaitu laba ditahan, hutang, saham preferen, dan saham biasa. Penentuan untuk membelanjai operasi perusahaan sebaiknya menggunakan modal

sendiri (laba ditahan) dan selanjutnya hutang, tergantung pada tingkat bunga dan return yang diharapkan. Perusahaan menentukan untuk melakukan hutang apabila tambahan return yang diharapkan lebih besar dari tambahan beban perusahaan berupa biaya bunga. Tambahan penghasilan ini apabila ditanamkan kembali akan menambah ekuitas.

2.1.4. Teori Struktur Modal

2.1.4.1. Teori Modigliani dan Miller

Setiap perusahaan menerapkan kebijaksanaan yang berbeda dalam menentukan struktur modalnya dengan tujuan meningkatkan laba. Struktur modal perusahaan haruslah dapat memaksimalkan laba bagi kepentingan modal sendiri atau ekuitas yang tercermin dari ROE.

Penggabungan berbagai sekuritas yang berbeda pada perusahaan dikenal dengan struktur modal. Pilihan kombinasi pada struktur modal adalah secara mendasar merupakan masalah pemasaran. Perusahaan dapat mengeluarkan lusinan kombinasi tak terhitung dari berbagai sekuritas, tetapi perusahaan tetap mencari kombinasi yang dapat memaksimalkan nilai pasar perusahaan secara keseluruhan.

Menurut Brealey & Myers, terdapat dua pendekatan dalam kaitannya dengan struktur modal, yang dinamakan dengan proporsi I dan proporsi II.

Pendekatan teori struktur modal yang digunakan dalam kaitannya dengan penetapan struktur modal yang mempertimbangkan tingkat keuntungan dan risiko adalah teori dari Modigliani dan Miller. Teori tersebut dikenal dengan Proporsi II.

Rumus yang digunakan dalam proporsi II untuk menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemilik modal dari penggunaan hutang dan ekuitas sebagai sumber dana adalah sebagai berikut:

$$r_E = r_A + \frac{D}{E}(r_A - r_D)$$

- Keterangan:
- r_E = expected return on equity
 - r_A = expected return on assets
 - r_D = expected return on debt
 - D = debt
 - E = equity

Seperti yang diungkapkan Brealey dan Myers, Modigliani dan Miller mempublikasikan teorinya yang dikenal dengan proporsi II, dimana dikatakan bahwa laba yang diharapkan oleh pemegang saham akan meningkat dengan adanya penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan (1991: 405). Kemudian Modigliani dan Miller melakukan revisi teori sebelumnya dengan memasukkan faktor pajak perusahaan, yang menyebutkan bahwa bunga yang dibayarkan perusahaan sebagai akibat dari penggunaan hutang, dapat digunakan untuk mengurangi laba yang dikenakan pajak penghasilan atau disebut dengan *tax-deductible* (1991: 422).

2.1.4.2. Teori Trade-Off / The Agency Cost / Tax Shield Trade-Off Model

Berbeda dengan teori dari Modigliani dan Miller, *trade-off Theory* disebut juga dengan *balancing Theory* yang dikemukakan oleh Brealey dan Myers (1991: 443) mengatakan, bahwa target hutang antara perusahaan satu dengan yang lain berbeda. Pada prakteknya manajemen perusahaan berupaya membuat keseimbangan bauran sumber dana perusahaan pada struktur modal tertentu untuk menjaga resiko finansial perusahaan pada tingkat tertentu yang dianggap aman. Sejauh manfaat hutang masih lebih besar, hutang akan ditambah. Akan tetapi apabila resiko yang muncul akibat penggunaan hutang lebih besar dibanding manfaat yang ada, maka hutang tidak boleh ditambah lagi.

Model yang dinamakan *tax shield trade-off model* mengasumsikan bahwa struktur modal yang telah diobservasi adalah hasil dari pertukaran yang dilakukan oleh perusahaan individual akan keuntungan pajak dari penggunaan modal

pinjaman yang meningkat terhadap peningkatan yang parah dari agen biaya yang hasilnya sebagai level kritis dari pendekatan ratio modal pinjaman.

Target struktur modal dimana jumlah utang yang optimal ditentukan oleh *trade-off* antara manfaat dan kerugian penggunaan utang. Menurut teori ini, jumlah hutang akan mencapai titik optimal pada saat *marginal benefit of debt* sama dengan *marginal costs of debt*.

Dalam teori ini disebutkan bahwa manfaat utama utang yaitu:

- a) Biaya bunga sebagai pengurang dalam perhitungan laba kena pajak.
- b) Meningkatkan Return On Equity (ROE) lebih tinggi, karena jumlah modal sendiri yang ditanam lebih sedikit.

Model ini telah berevolusi dari modifikasi menjadi hipotesis *irrelevance* murni struktur modal Modigliani dan Miller (M&M), dan adalah pilihan utama kebanyakan akademis dan praktisi keuangan. Model ini juga memiliki fitur atraktif dari menjadi dasar paten pada sebuah *equilibrium* pasar modal dan argumen memaksimalkan nilai.

2.1.4.3. Teori Pecking Order

Sedangkan *pecking order theory* menurut Brealey dan Myers (1991: 446) menyatakan, bahwa dalam memutuskan sumber dana untuk suatu investasi, prioritas pertama manajemen perusahaan akan memilih sumber dana internal perusahaan. Jika sumber dana ini tidak mencukupi, maka akan digunakan sumber dana dari luar perusahaan, dalam hal ini kredit atau obligasi. Akan tetapi, apabila kedua sumber dana tersebut tidak mencukupi, maka perusahaan akan mengeluarkan saham baru.

Dalam *pecking order theory* dijelaskan, mengapa suatu perusahaan yang lebih menguntungkan secara umum menggunakan hutang dalam jumlah kecil atau lebih rendah dari terget hutangnya. Hal ini disebabkan karena kebutuhan dana perusahaan tersebut dapat dipenuhi dari dana internal perusahaan. Sedangkan bagi

perusahaan yang kurang menguntungkan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan investasinya, karena perusahaan tersebut tidak mampu menyediakan dana internal perusahaan dalam jumlah yang dibutuhkan. Implikasi dari *pecking order theory* adalah, bahwa perusahaan tidak menetapkan struktur modal optimal tertentu, tetapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana.

Model ini lebih memfokuskan pada motivasi dari manager korporat, dibandingkan dengan prinsip penilaian pasar modal.

Hipotesis Pecking Order telah dikembangkan hampir sendirian oleh Stewart Myers pada tahun 1984. Hipotesis ini berdasarkan pada dua asumsi: (1) para manager lebih baik mendapatkan informasi mengenai peluang investasi yang dihadapi oleh perusahaannya, dibandingkan dengan investor dari luar (sebuah asumsi informasi yang asimetris); (2) para manager bertindak dalam perhatian yang baik pada pemegang saham yang ada.

Dengan asumsi yang diberikan, Myers mendemonstrasikan bahwa sebuah perusahaan akan mendapatkan NPV positif pada proyek terdahulu, bila menerima proyek-proyek ini berarti perusahaan harus menerbitkan *equity* saham baru pada harga yang tidak merefleksikan nilai yang sebenarnya dari peluang investasi perusahaan. Hal ini menjadikan menyediakan sebuah alasan buat perusahaan untuk kemerosotan nilai keuangan, contohnya kas yang besar dan pemegang sekuritas pasar, dan bahkan kapasitas pinjaman yang tidak digunakan.

Model ini telah dianggap berhasil karena dapat menjelaskan: (1) kenapa ratio pinjaman dan profitabilitas terkait secara berlawanan; (2) kenapa pasar bereaksi negatif kepada semua penerbitan saham baru dan kenapa para manager terlihat mengeluarkan saham tersebut hanya ketika mereka tidak ada pilihan lain (mengikuti penurunan tak terduga dari pendapatan) atau mereka merasa nilai saham perusahaan *over-valued*; dan (3) kenapa para manager yang bahkan berasal dari perusahaan terkemuka memilih untuk memegang kas lebih banyak – dan

menerbitkan pinjaman yang lebih sedikit – dibandingkan teori *trade-off* pertukaran atau penilaian normal menyarankan mereka harus. Mengingat teori *trade-off* menjelaskan level pinjaman perusahaan yang diobservasi secara baik, teori *pecking order* menawarkan penjelasan superior yang lebih jauh untuk mengobservasi perubahan struktur modal – terutama yang melibatkan penerbitan sekuritas.

Namun teori *Pecking Order* tidak dapat menjelaskan semua regulasi struktur modal yang diobservasi dalam prakteknya. Sebagai contoh, teori ini kalah dalam perbandingan dengan teori *Trade-Off* dalam ketidakmampuannya untuk menjelaskan bagaimana, pajak, biaya pailit, biaya pengeluaran sekuritas, dan peluang investasi perusahaan individu mempengaruhi ratio modal pinjaman aktual perusahaan. Lebih jauh, teori ini mengabaikan masalah signifikan mengenai agensi yang dengan mudah dapat muncul ketika manager perusahaan mengakumulasi begitu banyak kemunduran keuangan dimana kemunduran ini menjadi kebal terhadap disiplin pasar. Hal ini dapat terjadi bila sebuah perusahaan tidak perlu untuk memunculkan dana eksternal baru, dan demikian tidak dapat secara langsung kena penalti lewat harga sekuritas rendah, dan memiliki tumpukan begitu banyak kemunduran keuangan (diperbesar melalui pertahanan pengambilalihan non-keuangan) dimana manager-nya kebal untuk mendorong pemindahan mengikuti akuisisi yang tidak bersahabat. Meskipun demikian, hipotesis *Pecking Order* struktur modal terlihat menjelaskan beberapa aspek perilaku observasi perusahaan lebih baik daripada model-model lain, dan hal ini fakta nyata dari pilihan keuangan perusahaan (tipe apa sekuritas perusahaan dipilih untuk diterbitkan) dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

2.1.4.4. Teori Signaling Model of Capital Structure

Model terakhir dari teori struktur modal adalah *Signaling Model of Financial Structure*. Hipotesis ini juga berdasarkan pada asumsi informasi asimetris antara manager dan investor (sama seperti model *pecking order*), tapi pada kasus ini para manager menggunakan isyarat/tanda biaya untuk membedakan perusahaan mereka dari pesaing yang lebih lemah. Isyarat pertama, adalah kedua biaya dan pinjaman, untuk mengangkat sebuah struktur modal yang optimal. Hanya perusahaan yang paling kuatlah yang mampu untuk meresikokan keuangan yang berbahaya dengan struktur yang demikian, dan para investor mau untuk menempatkan pemisahan, penilaian yang lebih tinggi kepada perusahaan yang memiliki rasio yang lebih tinggi dibandingkan dengan menempatkan pemisahan pada penilaian yang diberikan dengan rata-rata lebih rendah pada perusahaan yang lain.

Lebih jauh, model *Signal* memprediksi industri-industri kaya dalam pilihan pertumbuhan dan asset tak terlihat lainnya seharusnya mempekerjakan lebih banyak modal pinjaman daripada dewasa, aset *tangible* industri kaya karena pertumbuhan perusahaan-perusahaan mempunyai lebih banyak masalah asimetris informasi yang parah, dan demikian membutuhkan lebih banyak signal. Seperti kita tahu, pola berlawanan dengan jelas telah diobservasi – aset perusahaan kaya menggunakan lebih jauh modal pinjaman daripada melakukan pertumbuhan perusahaan.

Dilain pihak, model *Signal* menjelaskan respon pasar terhadap tipe-tipe yang berbeda dari penerbitan sekuritas dengan baik. Penerbitan modal pinjaman menunjukkan kabar baik (manager yakin tentang masa depan), dan disambut dengan respon positif harga saham, ketika penerbitan equilibrium menunjukkan kabar buruk (pendapatan akan menurun di masa depan), dan bertemu dengan penurunan signifikan dari harga saham.

Model *Signal* akan dengan pasti diperhalus lebih jauh di masa depan, dan dapat menguntungkan dari pemunculan literatur yang berkaitan dengan struktur modal terhadap karakteristik tertentu dari produk dan faktor pasar yang dimana perusahaan terjun didalamnya.

Meskipun model ini secara intuisi menggoda, tapi tidak menjelaskan observasi struktur modal dengan sangat baik – setidaknya tidak dengan bentuk yang paling sederhana – jadi kita akan hadirkan dengan kepercayaan, tapi secara singkat.

Sebuah pemisahan, lebih dulu berkaitan, badan literatur melukiskan bentuk struktur modal yang telah diobservasi dalam istilah teori *game*. Intisarinya, badan literatur ini cocok pada industri seperti *oligopoli* (kurang dari industri persaingan sempurna, dimana perusahaan individual memiliki beberapa kekuatan pasar), dan menguji bagaimana perusahaan dapat menggunakan keputusan struktur modal untuk korporat dan juga berkomunikasi dengan yang lain sehingga dapat memaksimalkan jumlah keuntungan industri. Dalam *setting* ini, ratio *leverage* dan mengkomunikasikan tiap sebuah kemauan untuk korporat atau sebuah komitmen untuk menghukum perusahaan lain jika mereka memilih untuk mengambil tindakan nyata.

2.1.5. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hasil akhir bersih perusahaan dari berbagai kebijakan dan keputusan manajemen. Profitabilitas akan memberikan jawaban akhir tentang efektivitas manajemen perusahaan, tetapi pertanyaannya adalah: “apakah perusahaan tersebut telah efisien dalam memanfaatkan seluruh sumber dananya”, maka dilakukan evaluasi melalui efisiensi (profitabilitas). Efisiensi suatu perusahaan menunjukkan perbandingan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut.

Bagi perusahaan pada umumnya masalah efisiensi lebih penting daripada masalah laba, karena laba yang besar saja belumlah merupakan ukuran bahwa perusahaan itu telah bekerja dengan efisien. Efisiensi baru dapat diketahui dengan membandingkan laba yang diperoleh itu dengan kekayaan atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Dengan demikian maka yang harus diperhatikan oleh perusahaan tidak hanya bagaimana usaha untuk memperbesar laba, tetapi yang lebih penting ialah usaha perusahaan untuk mempertinggi profitabilitasnya, maka perusahaan pada umumnya lebih diarahkan untuk mencapai profitabilitas maksimal selain laba maksimal.

Cara untuk menilai efisiensi suatu perusahaan adalah bermacam-macam dan tergantung pada laba dan aktiva atau modal mana yang akan diperbandingkan satu dengan yang lain. Apakah yang akan diperbandingkan adalah laba yang berasal dari operasi atau usaha, atau laba bersih sesudah pajak. Dengan adanya macam-macam cara penilaian dalam efisiensi suatu perusahaan, maka tidak mengherankan jika ada beberapa perusahaan yang berbeda menghitung efisiensinya. Yang penting adalah efisiensi mana yang akan digunakan sebagai alat pengukur efisiensi penggunaan modal dalam perusahaan yang bersangkutan

Menurut Agus Sartono (2001:122) :

“Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.”

Cara untuk menilai profitabilitas suatu perusahaan adalah bermacam-macam dan tergantung pada laba dan aktiva atau modal mana yang akan diperbandingkan satu dengan lainnya, yang mana profitabilitas ini diukur dalam bentuk rasio.

Rasio profitabilitas ini meliputi margin laba, *basic earning ratio* atau *Return on Investment* (ROI), tingkat pengembalian aktiva atau *Return on Equity* (ROA), dan tingkat pengembalian ekuitas atau *Return on Equity* (ROE). Pada penelitian ini dikhususkan pada kemampuan perusahaan dalam mencapai tingkat pengembalian ekuitas. Tingkat pengembalian ekuitas (ROE) mengukur tingkat

pengembalian atas investasi bagi pemegang saham yaitu dengan membandingkan jumlah laba yang tersedia bagi pemilik modal (Laba bersih setelah pajak atau EAT) disatu pihak dengan jumlah modal sendiri (*Equity*) yang menghasilkan laba tersebut dilain pihak.

2.1.6.Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

Ada beberapa pendapat mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dalam memutuskan struktur modal yang optimal dari suatu perusahaan. Dalam penetapan kebijakan struktur modal ini merupakan suatu tugas utama seorang manajer keuangan di dalam menjalankan perusahaan agar berjalan lebih baik.

Menurut E.F Brigham dan J.F Weston, faktor-faktor yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan struktur modal:

1) Stabilitas penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relative stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan umum, karena permintaan atas produk atau jasanya stabil, secara historis mampu menggunakan lebih banyak leverage keuangan daripada perusahaan industri.

2) Struktur Aktiva

Perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak utang. Aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya dihunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan.

3) Leverage operasi

Jika hal-hal lain tetap sama, perusahaan dengan leverage operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar leverage keuangan karena ia akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.

4) Tingkat pertumbuhan

Jika hal-hal lain tetap sama, perusahaan yang tumbuh pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang, yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan utang. Namun, pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan utang.

5) Profitabilitas

Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relative kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan memang tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan utang. Tingkat pengembaliannya yang tinggi memungkinkan mereka untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal.

6) Pajak

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, semakin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan utang.

7) Pengendalian

Pengaruh utang lawan saham terhadap posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur modal. Pertimbangan pengendalian tidak selalu menghendaki penggunaan utang atau ekuitas karena jenis modal

yang memberi perlindungan terbaik bagi manajemen bervariasi dari suatu situasi ke situasi yang lain. Bagaimanapun, jika posisi manajemen sangat rawan, situasi pengendalian perusahaan akan dipertimbangkan.

8) Sikap manajemen

Karena tidak seorangpun dapat membuktikan bahwa struktur modal bahwa struktur modal yang satu akan membuat harga saham lebih tinggi daripada struktur modal lainnya, manajemen dapat melakukan pertimbangan sendiri terhadap struktur modal yang tepat. Sejumlah manajemen cenderung lebih konservatif daripada manajemen lainnya, sehingga menggunakan jumlah utang yang lebih kecil daripada rata-rata perusahaan dalam industri yang bersangkutan, sementara manajemen lain lebih cenderung menggunakan banyak utang dalam usaha mengejar laba yang lebih tinggi.

9) Sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat

Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor-faktor leverage yang tepat bagi perusahaan mereka, sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat (rating agency) seringkali mempengaruhi keputusan struktur keuangan.

10) Kondisi pasar

Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang dapat sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal.

11) Kondisi internal perusahaan

Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkannya.

12) Fleksibilitas keuangan

Banyak hal untuk mendorong perusahaan untuk mempertahankan fleksibilitas keuangan, yang jika dilihat dari sudut pandang operasional, berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai. Menentukan kapasitas yang memadai tersebut berarti pertimbangan, tetapi hal tersebut tergantung pada berbagai faktor.

Dan menurut Bambang Riyanto (1997:297), struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor dimana faktor-faktor yang utama adalah:

1) Tingkat bunga

Pada waktu perusahaan merencanakan pemenuhan kebutuhan modal adalah sangat dipengaruhi oleh tingkat bunga yang berlaku pada waktu itu. Tingkat bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis modal apa yang akan ditarik, apakah perusahaan akan mengeluarkan saham atau obligasi.

2) Stabilitas dari “Earning”

Stabilitas dari besarnya “earning” yang diperoleh dari suatu perusahaan akan menentukan apakah perusahaan tersebut dibenarkan untuk menarik modal dengan beban tetap atau tidak. Suatu perusahaan yang mempunyai “earning” yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban finansialnya sebagai akibat dari penggunaan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang mempunyai “earning” tidak stabil dan “unpredictible” akan menanggung risiko tidak dapat membayar beban bunga atau tidak dapat membayar beban bunga atau tidak dapat membayar angsuran utang-utangnya pada tahun-tahun atau keadaan yang buruk.

3) Susunan dari aktiva

Kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modalnya yang permanen, yaitu modal sendiri, sedangkan modal asing sifatnya adalah sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif yang horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap plus aktiva lain yang sifatnya permanen. Dan perusahaan yang sebagian besar dari aktivasnya sendiri dari aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan utang jangka panjang.

4) Kadar risiko dari aktiva

Tingkat atau kadar risiko dari setiap aktiva di dalam perusahaan adalah tidak sama. Makin panjang jangka waktu penggunaan suatu aktiva di dalam perusahaan, makin besar derajat risikonya.

5) Besarnya jumlah modal yang dibutuhkan

Besarnya jumlah modal yang dibutuhkan juga mempunyai pengaruh terhadap jenis modal yang akan ditarik. Apabila jumlah modal yang dibutuhkan sekiranya dapat dipenuhi hanya dari satu sumber saja., maka tidaklah perlu mencari sumber lain. Sebaliknya jika jumlah modal yang dibutuhkan sangat besar, sehingga tidak dapat dipenuhi dari satu sumbernya, maka perlulah dicari sumber lain.

6) Keadaan pasar modal

Keadaan pasar modal sering mengalami perubahan disebabkan karena adanya gelombang konjungtur. Pada umumnya apabila gelombang meninggi (up-swing) para investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya dalam saham.

7) Sifat manajemen

Sifat manajemen akan berpengaruh yang langsung dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan kebutuhan dana.

8) Besarnya suatu perusahaan

Suatu perusahaan yang besar dimana sahamnya tersebar sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau tergesernya kontrol dari pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan kecil yang sahamnya tersebar di lingkungan yang kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya control pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian maka pada perusahaan besar dimana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualan dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.

2.2 ROE (*Return on Equity*) atau tingkat pengembalian ekuitas

Return on equity (ROE), merupakan salah satu cara untuk menghitung efisiensi perusahaan dengan membandingkan antara laba yang tersedia bagi pemilik modal sendiri dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut. Atau dengan kata lain, yaitu kemampuan perusahaan dengan modal sendiri yang bekerja didalamnya untuk menghasilkan keuntungan, laba yang diperhitungkan adalah laba usaha setelah dikurangi dengan bunga dan pajak (*earning after tax/net income*). Sedangkan modal yang diperhitungkan hanyalah modal sendiri (*equity*) yang bekerja dalam perusahaan.

Menurut jurnal hasil penelitian terdahulu, Richard S. Teitelbaum (1996) dalam jurnalnya menjelaskan hal yang mendorong pertumbuhan ROE, bahwa ROE yang telah membumbung tinggi bahkan ketika inflasi rendah adalah hal yang sangat mengesankan, sebab inflasi-lah yang telah mendorong pertumbuhan luar biasa ROE di masa lalu.

Berikut ini pendapat dari beberapa ahli mengenai pengertian ROE, yaitu :

1. Menurut Weston dan Brigham (1993:58) :

"Return on common equity (ROE) : The ratio of net income to common equity, measures the rate of return on common stockholder's investment."

2. Menurut Agus Sartono (2001 : 124):

"Return on Equity atau return on net worth mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan."

Sehingga *Return on equity* (tingkat pengembalian ekuitas) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Equity}} \times 100\%$$

3. Menurut Higgins (1995: 40):

“By far the most popular yardstick of financial performance among investors and senior managers is the return on equity (ROE), defined as

$$\text{Return on equity} = \frac{\text{Assets}}{\text{Shareholders' equity}} \times 100\%.”$$

2.2.1 Faktor-faktor yang Mempengaruhi ROE

Rentabilitas modal sendiri (return on equity) itu menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan bagi pemilik modal sendiri yang ada dalam perusahaan itu. Artinya, rentabilitas modal sendiri ini dapat menjadi ukuran efisiensi bagi penggunaan modal sendiri yang dioperasionalkan dalam perusahaan. Semakin besar rentabilitas modal sendiri, berarti semakin besar pula kemampuan perusahaan itu menghasilkan laba bagi pemilik modal sendirinya”.

Lebih lanjut Higgins (1995: 49) mengatakan:

“It is not an exaggeration to say that the careers of many senior executives rise and fall with their firms’ ROEs. ROE is accorded such importance because it is a measure of the efficiency with which a company employs owners’ capital. It is a measure of earnings per dollar of invested equity capital or, equivalently, of the percentage return to owners on their investment. In short, it measures bang per buck.”

Menurut Higgins & Irwin (1995: 41) dalam bukunya mengatakan bahwa terdapat tiga komponen utama dalam meningkatkan ROE:

$$\begin{aligned} \text{“ROE} &= \frac{\text{NetIncome}}{\text{Shareholders' equity}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{NetIncome}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}} \times \frac{\text{Assets}}{\text{Shareholders' equity}} \end{aligned}$$

Denoting the last three ratios as the profit margin, asset turnover, and financial leverage, respectively, the expression can be written as

$$\text{Return on equity} = \text{Profit margin} \times \text{Asset turnover} \times \text{Financial leverage}$$

Menurut Dyah Ratih Sulistyastuti (2002: 22) dalam bukunya mengatakan bahwa:

“Pentingnya ROE sebagai indikasi kinerja emiten ditentukan oleh beberapa hal yang mempengaruhi pendapatan perusahaan. Hubungan komponen-komponen yang mempengaruhi ROE dijelaskan melalui analisa Du-Pont.

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Common Equity}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Net Sales}} \times \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Asset}} \times \frac{\text{Total Asset}}{\text{Common Equity}}$$

$$\text{ROE} = \text{Pr ofit m argin} \times \text{total asset turnover} \times \text{financial leverage}$$

$$\text{ROE} = [(\text{profit m argin}) \times (\text{total asset turnover}) - \text{int erest}] \times \text{financial leverage} \times \text{tax rate}$$

Dari formula Du-Pont terlihat bahwa ada tiga komponen yang dapat dimanipulasi untuk meningkatkan ROE:

1. Dengan profit margin yang mengindikasikan profitabilitas perusahaan. Rasio ini akan menurun sejalan dengan adanya kompetisi karena perusahaan baru sejenis banyak bermunculan.
2. Total asset turnover yang mengukur efisiensi.
3. Melalui total asset to equity yang mengukur persentase asset yang dibiayai dari hutang. Rasio total asset to equity yang tinggi menunjukkan proporsi hutang lebih besar daripada saham atau equity. Total asset turnover dikalikan total asset to equity diperoleh net sales to common equity atau equity turnover. Equity turnover dipengaruhi struktur modal, karena itu emiten dapat meningkatkan equity turnover dengan menambah porsi modal hutang.

2.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Return On Equity

Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian, sehingga dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan, yang pada akhirnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Pada dasarnya pengaturan terhadap struktur permodalan dalam setiap perusahaan harus berorientasi pada tercapainya stabilitas finansial dan jaminan akan kelangsungan hidup perusahaan. Sebagai indikator tercapainya tujuan tersebut adalah adanya keseimbangan dan perpaduan antara tiap jenis modal dan komposisinya.

Analisis terhadap struktur modal, harus diarahkan pada hakikat dan tujuannya, yaitu:

- 1) Pengaruh struktur modal terhadap *Return On Equity (ROE)* dan kemampuan perusahaan untuk memberikan balas jasa kepada para investor.
- 2) Pengaruh struktur modal terhadap solvabilitas atau kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutang-hutangnya (jangka panjang).

- 3) Pengaruh struktur modal terhadap kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetap dari hasil usahanya.

Pengaruh penambahan modal asing atau modal sendiri ditinjau dari kepentingan perusahaan, penambahan modal sendiri hanya akan memberikan efek yang menguntungkan terhadap modal sendiri apabila *rate of return* daripada tambahan modal (modal asing) tersebut lebih besar daripada biaya modalnya atau bunganya modal asing hanya dapat dibenarkan apabila rentabilitas modal sendiri dengan tambahan modal asing lebih besar daripada rentabilitas modal sendiri dengan tambahan modal sendiri. Sebaliknya penambahan modal asing apabila *rate of return* daripada tambahan modal asing tersebut lebih kecil daripada bunganya.

Pengaruh dari rentabilitas ekonomi terhadap rentabilitas modal sendiri pada berbagai tingkat penggunaan modal asing, secara teoritis dapatlah dikatakan bahwa makin tinggi rentabilitas ekonomi (dengan tingkat bunga tetap), penggunaan modal asing yang lebih besar akan mengakibatkan kenaikan rentabilitas modal sendiri. Dengan kata lain, dapat dikatakan suatu perusahaan yang menggunakan modal asing lebih besar akan memperoleh kenaikan rentabilitas modal sendiri yang lebih besar daripada perusahaan lain yang mempunyai modal asing yang lebih kecil.

Rentabilitas modal sendiri (RMS) atau Return On Equity (ROE) adalah perbandingan antara jumlah laba yang tersedia bagi pemilik modal sendiri (EAT) disatu pihak dengan jumlah modal sendiri (*equity*) yang menghasilkan laba tersebut. Rentabilitas modal sendiri juga dapat dimaksudkan bahwa rentabilitas modal sendiri adalah kemampuan perusahaan dengan modal sendiri yang bekerja didalamnya untuk menghasilkan keuntungan. RMS atau ROE dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{RMS atau ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Equity}} \times 100\%$$

Sedangkan yang dimaksud dengan rentabilitas ekonomi (RE) adalah perbandingan antara laba usaha (EBIT) usaha dengan total asset yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut dan dinyatakan dalam persentase. Rentabilitas ekonomi juga dimaksudkan sebagai kemampuan suatu perusahaan dengan seluruh modal yang bekerja didalamnya untuk menghasilkan laba. RE dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$RE = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

Menurut Bambang Riyanto (1997:47) sebaliknya dalam situasi ekonomi yang memburuk dimana rentabilitas perusahaan pada umumnya menurun, perusahaan yang mempunyai modal asing yang besar akan mengalami penurunan rentabilitas modal sendiri yang lebih besar daripada perusahaan lain yang mempunyai jumlah modal asing yang lebih sedikit .

Sedangkan menurut Lukman Syamsuddin (2002:119) menyatakan bahwa dengan meningkatnya finansial leverage akan memperbesar risiko yang harus ditanggung oleh perusahaan karena kenaikan-kenaikan beban finansial yang memaksa perusahaan untuk mempertahankan tingkat *Earning Before Interest Tax* dan *Income* yang lebih besar yang pada akhirnya akan memperoleh rentabilitas modal sendiri.

Perusahaan haruslah cermat dalam mengatur investasi pada aktiva lancarnya, perusahaan dapat saja meningkatkan profitabilitas dengan memegang aktiva lancar atau bahkan mengurangi jumlah aktiva lancar, asal saja jumlah tersebut mampu mendukung output penjualannya. Sedangkan penggunaan pinjaman (*leverage*) menurut Lukman Syamsuddin (2001:89) dapat dijelaskan sebagai berikut:

“ Istilah leverage biasanya dipergunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap (*fixed cost assets or funds*) untuk memperbesar tingkat penghasilan (*return*) bagi pemilik perusahaan. Dengan memperbesar tingkat leverage maka hal ini akan berarti bahwa tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) dari return yang akan

diperoleh akan semakin tinggi pula, tetapi pada saat yang sama hal tersebut juga akan memperbesar jumlah return yang akan diperoleh. Semakin tinggi tingkat leverage akan semakin tinggi risiko yang dihadapi serta semakin besar tingkat return atau penghasilan yang diharapkan.”

Dalam perusahaan yang menggunakan hutang dalam permodalannya, pembahasan struktur modal terkait dengan leverage keuangan (*trading on equity*). Struktur modal tertentu akan menentukan leverage tertentu.

Pengaruh pelaksanaan leverage keuangan terhadap modal sendiri dapat menambah, mengurangi atau tidak berpengaruh apa-apa terhadap *Return On Equity* (ROE). Ketiga kondisi ini akan tercapai bila:

- 1) Pengaruh positif (menambah) : makin besar leverage keuangan, makin besar *Return On Equity* (ROE), jika rentabilitas ekonomi lebih besar dari biaya bunga
- 2) Pengaruh negatif (mengurangi) : makin besar leverage keuangan, makin kecil *Return On Equity* (ROE), jika rentabilitas ekonomi lebih kecil dari biaya bunga
- 3) Tidak berpengaruh (netral) : kenaikan atau penurunan leverage keuangan tidak merubah *Return On Equity* (ROE), jika rentabilitas ekonomi sama dengan biaya bunga.

Menurut Brealey dan Myers (1991:444) mengatakan bahwa dalam teori *trade-off* disebutkan bahwa manfaat utama utang yaitu:

- 1) Biaya bunga sebagai pengurang dalam perhitungan laba kena pajak.
- 2) Meningkatkan *Return On Equity* (ROE) lebih tinggi, karena jumlah modal sendiri yang ditanam lebih sedikit.

Dan seperti yang kita ketahui dengan meningkatnya penjualan yang akan meningkatkan laba, maka otomatis ROE perusahaan pun akan meningkat. Dimana ROE merupakan salah satu profitabilitas perusahaan. ROE merupakan perbandingan laba setelah pajak dengan modal sendiri, apabila kita gambarkan

bahwa perusahaan memiliki jumlah modal kerja yang konstan atau sedikit dan membiayai dengan modal asing (jangka pendek), sesuai dengan yang telah diutarakan diatas, maka profitabilitas yang dihasilkan pun akan meningkat, walaupun memiliki risiko, jika profitabilitas meningkat otomatis akan berpengaruh pada laba setelah pajak perusahaan sehingga ROE meningkat dan sebaliknya.

Gambar 2.3

