CAPITAL STRUCTURE
(STRUKTUR MODAL)

Pembahasan struktur modal perusahaan menjadi bagian yang penting dalam manajemen keuangan perusahaan, karena dampaknya terhadap nilai perusahaan (MM, 1963)

1. **SUMBER DANA JANGKA PANJANG PERUSAHAAN YANG DIGUNAKAN UNTUK MEMBIAYAI KEGIATAN INVESTASI PADA DASARNYA TERDIRI DARI DUA JENIS MODAL, YAITU UTANG JANGKA PANJANG *(LONG TERM DEBT)* DAN EKUITAS *(EQUITY)***



2. **KEDUA JENIS MODAL TERSEBUT MEMILIKI KARAKTERISTIK YANG BERBEDA, MASING MASING MEMILIKI KELEBIHAN DAN KELEMAHAN, NAMUN YANG SATU DENGAN LAINNYA SALING MELENGKAPI DALAM MEMBENTUK STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN.**

Struktur Modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa.

Sedangkan struktur keuangan merupakan perimbangan antara total utang dengan modal sendiri.

Dengan demikian struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan.

Weston dan Copeland (1996), yang mengatakan bahwa :

" ***Capital structure or capitalization of the firm is permanent financing represented by long term debt, prefered stock, and shareholders equity. The book value of shareholders equity includes common stock, paid capital or capital surplus and the accumulated amount of retained earnings ".***

Financial structure is the mix of all items that appear on right side of the company's balance sheet, **sedangkan *Capital structure is the mix of the long term sources of funds used by the firm.* (Keown, Scott dan Petty, 1996).**

Levy dan Sarnat (1998), bahwa :

" ***Capital structure refers to the proportion of debt (bonds and bank loans) and equity (stock and retained earning) use by the firm in financing its investment, when a firm employs debt to finance some portion of an investment, we say that the firm is leverage (or employs leverage)".***

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL

1. Lokasi distribusi keuntungan
2. Tingkat penjualan
3. Ukuran (skala) perusahaan
4. Resiko kebangkrutan (tingkat bunga)
5. Karakteristik industri (usaha)
6. Struktur aktiva
7. Likuiditas
8. Profitabilitas
9. Keunikan
10. Pajak
11. Perputaran persediaan
12. Kebijakan deviden
13. Kesempatan pertumbuhan

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL

14. **Tingkat inflasi**
15. **Signal perusahaan (*Signalling)***
16. **Pengendalian**
17. **Sikap manajemen**
18. **Sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat**
19. **Leverage operasi**
20. **Kondisi pasar**
21. **Feksibilitas keuangan**
22. ***Lag leverage***

(Fama dan French, 1989; Suad Husnan,1994; Madura,1995; Weston dan Copeland,1996; Levy dan Sarnat,1998; Brigham dan Houston,1998; R. Agus Sartono,2001; Ozkan ,2001; Voulgaris et., al.,2002; Bhaduri,2002).

NILAI PERUSAHAAN

1. **Studi yang dilakukan oleh Masulis, 1980; Masulis & Korwar, 1986; Wright & Ferris, 1997, menunjukkan bahwa nilai perusahaan dapat diamati melalui kemakmuran pemegang saham *(shareholders wealth).* Kemakmuran pemegang saham dapat diproksi dengan menggunakan *return* yang diperoleh dari harga saham atau perubahan harga saham harian perusahaan *public.***

NILAI PERUSAHAAN 2

2. **Tujuan yang harus dicapai oleh manajer keuangan adalah bukan memaksimumkan profit melainkan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham atau *maximization wealth of stockholders* melalui maksimisasi nilai perusahaan. (Copeland & Weston, 1992; Brigham & Houston, 1998; Brealey & Myers, 2000; Walker, 2000). Dengan demikian sasaran dari manajemen *finansial* adalah memaksimalkan nilai perusahaan sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan para pemilik perusahaan yang diukur oleh maksimalisasi harga saham (Wright & Ferris, 1997; Brigham & Houston, 1998; Walker, 2000).**

HUBUNGAN STRUKTUR MODAL DENGAN NILAI PERUSAHAAN

1. **STRUKTUR MODAL TIDAK RELEVAN** ***(IRRELEVANCE CAPITAL STRUCTURE)***

2. **STRUKTUR MODAL YANG RELEVAN** ***(RELEVANCE CAPITAL STRUCTURE)***

1. **Variabel-variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah struktur asset, *non-debt tax shields*, pertumbuhan, keunikan, klasifikasi industri, ukuran, volatilitas *earning,* dan profitabilitas. (Titman & Wessels, 1988).**

2. **Struktur aset, *non-debt tax shields,* ukuran perusahaan, *financial distress,* pertumbuhan, profitabilitas, usia, *signaling,* dan *uniqueness* merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. (Bhaduri, 2002)**

3. **Tingkat pertumbuhan penjualan, stabilitas arus kas, karakteristik industri, struktur aktiva, sikap manajemen, dan sikap pemberi pinjaman merupakan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan (Weston & Copeland, 1997; Levy & Sarnat, 1998)**

4. **Variabel determinan yang mempengaruhi strktur modal perusahaan meliputi profitabilitas, utilisasi aset, pertumbuhan, ukuran perusahaan, struktur aset *(tangibility),* perputaran persediaan *(inventory turn over)*, dan likuiditas. (Voulgaris et al., 2002)**

5. **Stabilitas arus kas dan rasio utang berkaitan erat sekali. Bila stabilitas penjualan dan laba lebih besar, maka beban utang tetap yang terjadi pada suatu perusahaan akan mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang penjualan dan laba menurun tajam. Bila laba kecil, maka perusahaan akan menemui kesulitan untuk membayar bunga tetap dari obligasinya. Sehingga antara tingkat penjualan dengan struktur modal memiliki hubungan yang positif artinya semakin besar tingkat penjualan maka semakin besar utang yang mengakibatkan struktur modal semakin meningkat pula (Titman & Wessels, 1988; Suad Husnan, 1994; Weston & Copeland, 1996; Levy & Sarnat, 1998; Brigham & Houston, 1998; R. Agus Sartono, 2001; Ozkan, 2001; Voulgaris et al, 2002; Bhaduri, 2002).**

6. **Berdasarkan teori investasi, investasi akan dilakukan perusahaan jika investasi memiliki NPV *(Net Present Value)* positif. Nilai NPV positif terjadi apabila ekspektasi arus kas neto *(net cashflow)* yang telah didiskontokan dengan biaya modal adalah lebih besar dari pengeluaran investasinya. Dengan demikian terdapat hubungan antara ekspektasi kesempatan investasi dengan ekspektasi penjualan. Implikasi dari hal ini yaitu terdapat hubungan yang negatif antara struktur modal *(leverage)* dengan tingkat penjualan. Artinya semakin besar tingkat penjualan maka semakin besar pula kesempatan perusahaan memperoleh laba dan semakin besar pula kesempatan perusahaan untuk melakukan pemupukan modal sendiri yang mengakibatkan struktur modal menurun. Hubungan negatif antara penjualan dengan struktur modal dapat diturunkan melalui pengembangan model sumber dan penggunaan arus kas yang digunakan (Barton, et al, 1989; Shyam-Sunder & Myers, 1999; Chirinko & Singha, 2000; Frank & Goyal, 2003).**

7. **Ukuran perusahaan *(firm size)* memiliki pengaruh yang positif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan ukuran yang besar akan ditandai dengan utang yang besar yang mengakibatkan struktur modal yang meningkat pula. (Warner, 1977; Ang, Chua & McConnel, 1982; Suad Husnan, 1994; Weston & Copeland, 1996; Levy & Sarnat, 1998; Brigham & Houston, 1998; R. Agus Sartono, 2001; Ozkan, 2001; Barclay & Smith ,2001b; Voulgaris et al, 2002; Bhaduri, 2002).**

8. **Ukuran perusahaan *(firm size)* pula memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan ukuran yang besar akan ditandai dengan kemampuan pemupukan modal sendiri yang besar yang mengakibatkan struktur modal perusahaan akan menurun (Fama & French, 2002).**

9. **Tingkat bunga (pinjaman) memiliki hbungan negatif dengan struktur modal, artinya semakin tinggi tingkat bunga pinjaman maka semakin rendah utang dan semakin rendah pula struktur modal. (Suad Husnan, 1994; Weston & Copeland, 1996; Levy & Sarnat, 1998; Brigham & Houston, 1998; R. Agus Sartono, 2001).**

10. **Perusahaan yang memiliki struktur aktiva tetap yang besar memiliki kesempatan untuk menggunakan utang dalam jumlah yang besar. Struktur aktiva tetap dalam perusahaan dapat digunakan sebagai jaminan atau kolateral utang perusahaan. Sehingga antara struktur aktiva dengan struktur modal memiliki hubungan yang positif. (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988; Weston & Copeland, 1996; Brigham & Houston, 1998; R. Agus Sartono, 2001; Voulgaris et al, 2002; Bhaduri, 2002).**

11. **Menurut Teori *Pecking Order,* perusahaan dengan aset likuid yang besar dapat mempergunakan kelebihan tersebut untuk keperluan investasi yang akan berpotensi untuk meningkatkan laba ditahan. Sehingga likuiditas perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan struktur modal *(leverage)* perusahaan .(Ozkan, 2001; Voulgaris et al, 2002).**

12. **Tingginya *profit* berarti lebih banyak pendapatan untuk dilindungi dari pajak. Perusahaan-perusahaan dengan *profit* yang tinggi mendapatkan insentif untuk menggunakan utang yang lebih banyak sehubungan dengan keuntungan *tax deductibility.* Pandangan ini berdasarkan Teori *Tax Shelter-Bankruptcy Cost.* Tingginya tingkat *profit* membawa pada kemungkinan kebangkrutan yang lebih rendah dan insentif yang lebih tinggi untuk menggunakan *tax shield,* sehingga menyebabkan tingginya tingkat utang. Peningkatan pendapatan merupakan indikasi bahwa perusahaan memiliki kualitas yang tinggi, sehingga akan menggunakan lebih banyak utang (Barclay & Smith (2001b).**

13. **Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang profitabel akan menurunkan permintaannya terhadap utang, karena akan tersedia lebih banyak dana internal yang dipupuk dari perolehan laba perusahaan yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan investasi dan karenanya cenderung membangun ekuitas lebih banyak relatif terhadap utang sehingga struktur modal menurun. (Myers & Majluf, 1984; Titman & wessels, 1988; Chang & Rhee, 1990; Voulgaris et al, 2002).**

14. **Kesempatan investasi berpengaruh secara negatif dengan rasio utang. *Abnormal return* ternyata berpengaruh secara negatif terhadap rasio utang. Pajak memiliki hubungan yang positif antara *tax-loss carryforward* dan rasio utang. Dan, ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dengan rasio utang. (Barclay & Smith,2001b).**

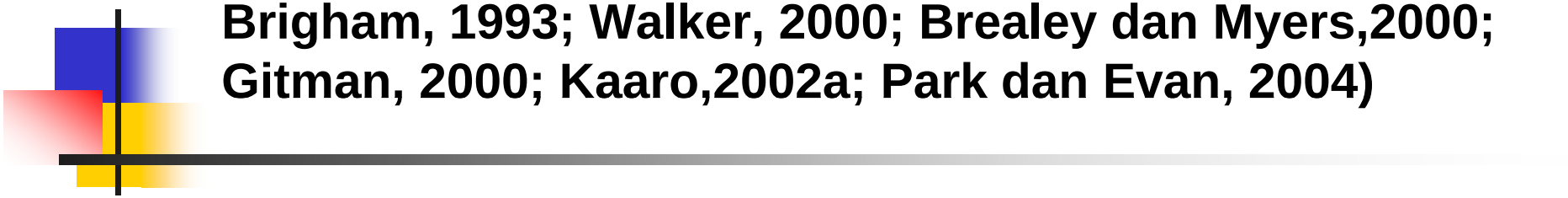
15. **Perusahaan dengan rencana investasi yang kecil akan memiliki utang yang kecil pula. Oleh karena itu, berdasarkan Teori *Pecking Order,* terdapat hubungan yang positif antara kesempatan pertumbuhan dengan struktur modal perusahaan. (Fama & French, 2002; Voulgaris et al,2002)**

16. ***Utilisasi* aset dan pertumbuhan berhubungan secara positif dengan *leverage,* sementara profitabilitas berhubungan secara negatif dengan *leverage.* (Voulgaris et al,2002).**

17. **Kesempatan pertumbuhan dengan struktur modal memiliki hubungan yang terbalik (negatif). Hal ini disebabkan dengan adanya rencana investasi pada masa yang akan datang menyebabkan nilai perusahaan akan meningkat. Dan apabila sumber dana perusahaan banyak menggunakan utang (struktur modal meningkat) yang mengandung resiko tinggi, pada kenyataannya akan menyebabkan kehilangan kesempatan investasi yang bernilai. (Myers, 1977)**

18. **Depresiasi mata uang dan terjadinya tingkat inflasi yang tinggi akan berpengaruh ada jumlah utang dan jumlah *return* ekspektasi saham dan obligasi (Fama dan French, 1989)**

Dalam kondisi pasar modal yang tidak efisien, struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan. (Modigliani dan Miller, 1963; Jensen dan Meckling, 1976; De Angelo dan Masulis, 1980; Masulis, 1980; Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984; Weston dan Brigham, 1993; Walker, 2000; Brealey dan Myers,2000; Gitman, 2000; Kaaro,2002a; Park dan Evan, 2004)



1. Tingkat Penjualan (TP)

Menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan penjualan dari efektivitas penggunaan aktiva. Rasio ini diukur oleh indikator yang disebut *Total Assets Turn Over.* (Anthony, Robert, *et al,* :1999; Subramanyam: 2001; White, Gerald, *et, al :*2003 dalam Fredi Dani, 2004; Voulgaris et al.,, 2002)

Total Assets Turn Over = Total Sales : Total Assets

(Anthony, Robert, *et al, :*1999; Subramanyam: 2001; White, Gerald, *et, al :*2003 dalam Fredi Dani, 2004; Voulgaris et al., ,2002)

2. Ukuran Perusahaan (UP)

Menunjukkan besarnya perusahaan

(Wald ,1999; Ozkan ,2001; Rajan dan Zingales ,2001b; Titman dan Wessels,1988)

Ukuran perusahaan *(Size)* = *Ln of total assets*

(Titman dan Wessels,1988)

3. Tingkat Bunga (TB)

Menunjukkan besarnya resiko kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan. (Weston dan Copeland,1996; Levy dan Sarnat ,1998; Brigham dan Houston,1998,

Tingkat bunga ini ditunjukkan oleh besarnya rata-rata tingkat bunga pasar yang berlaku.

(Weston dan Copeland,1996; Levy dan Sarnat ,1998; Brigham dan Houston,1998)

4. Struktur Aktiva (SA)

Menunjukkan besarnya komposisi/proporsi aktiva tetap dari total aktiva keseluruhan yang dimiliki perusahaan (Titman dan Wessels,1988; Chung ,1993; Suad Husnan, 1994; Rajan dan Zingales,1995; Weston dan Copeland, 1996; Levy dan Sarnat, 1998; R. Agus Sartono, 2001; Brigham, 2001, Bhaduri, 2002)

Struktur Aktiva *(tangibility)* =

Fixed Assets : Book Value of Total Assets

(Chung ,1993; Rajan dan Zingales,1995)

5. Likuiditas (LK)

Menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

(Suad Husnan, 1994; Weston dan Copeland, 1996; Levy dan Sarnat, 1998; R. Agus Sartono, 2001; Ozkan, 2001; Brigham, 2001; Ross, Westerfield dan Faffe, 2002)

Liquidity (Current Ratio) =

Total Current Assets : Total Current Liabilities

(Suad Husnan, 1994; Weston dan Copeland, 1996; Levy dan Sarnat, 1998; R. Agus Sartono, 2001; Ozkan, 2001; Brigham, 2001; Ross, Westerfield dan Faffe, 2002)

6. Profitabilitas (PR)

Menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mendatangkan dan menghasilkan laba.

(Titman dan Wessels, 1988; Suad Husnan, 1994; Weston dan Copeland, 1996; Rajan dan Zingales, 1995; Levy dan Sarnat, 1998; Wald, 1999; R. Agus Sartono, 2001; Ozkan, 2001; Brigham, 2001)

Operating Profit Margin =

Operating Income (EBIT) : Total Sales

(Titman dan Wessels, 1988; Ozkan, 2001)

7. Perputaran Persediaan (PP)

Rasio ini digunakan untuk mengukur sampai sejauh mana efektivitas persediaan perusahaan dalam menentukan besarnya harga pokok penjualan*(cost of good sold/COGS. (* Voulgaris, 2002)

Inventory Turn Over =

COGS : *Average of Inventory*

(Voulgaris, 2002)

8. Kesempatan Pertumbuhan (KP)

Merupakan kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk dapat berkembang yang mencakup kesempatan untuk melakukan investasi pada masa yang akan datang. (Titman dan Wessels,1988; Chung, 1993).

Growth = PER = Price : EPS

(Chung, 1993)

9. Tingkat Inflasi (IN)

Merupakan tingkat perubahan harga secara umum untuk berbagai jenis produk dalam rentang waktu tertentu. Indikator untuk menentukan tingkat inflasi adalah indeks harga konsumen *(consumers price index),* indeks harga produsen atau perdagangan besar *(wholesale price index),* dan indeks harga implisit (GNP *deflator).* (Dornbusch dan Fischer, 2001; Asfia Murni, 2006)

10. Struktur Modal (SM)

Perbandingan antara modal asing yang permanen dengan modal sendiri *(* Weston dan Brigham,1993; Suad Husnan, 1994; Jo *et al*,1994; Kallapur dan Trombey,1999; Brealey dan Myers, 2000).

Long Term Book Debt Ratio =

Long term debt : Book value of equity

(Jo, Pinkerton dan Sarin, 1994; Laurence *et al* ,2001).

11. Nilai Perusahaan (NP)

Yaitu tujuan yang ingin dicapai oleh perusahaan dengan jalan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham yang dapat ditempuh dengan memaksimumkan nilai sekarang atau *present value* semua keuntungan pemegang saham yang diharapkan akan diperoleh di masa yang akan datang yang terefleksi dari harga saham perusahaan.

(Masulis, 1980; Mc Connel dan Muscarella ,1984; Grinblat *et al* ,1984; Masulis dan Korwar, 1986; Fama, 1987; Murali dan Welch, 1989; Copeland dan Weston, 1992; Smith dan Watt,1992; Van Horne, James, 1995; Collins *et al* ,1995; Bacidore et al,1997; Wright dan Ferris, 1997; Brigham dan Houston, 1998; Brealey dan Myers, 2000; Walker, 2000; R. Agus Sartono, 2001)

Market value (MV) = Ln Market Price of shares

(Murali dan Welch, 1989; Bacidore et al,1997; Wright dan Ferris, 1997; Brealey dan Myers, 2000; Walker, 2000)

Jenis-jenis analisis struktur modal :

1. ***Analisis pengaruh leverage keuangan terhadap return (EPS) dan risiko***

   Analisis meliputi:

   a. **Kalkulasi pendapatan pada berbagai kemungkinan penjualan**

      Langkah pertama menghitung laba bersih untuk masing-masing kemungkinan penjualan, dan kemudian menghitung pendapatan per lembar saham (EPS*/Earning Per Shares):*

$$EPS = \frac{Laba\ Bersih\ (NI)}{Jumlah\ Lembar\ Saham}$$

EAT *(Earning After Tax) = (Sales (1-v) – F – iD)(1-T) – Pf*

Ket :

v = Biaya Variabel (%)
F = Biaya Tetap (Rp)
i = Tingkat Bunga (%)
D = Besarnya Pinjaman (Rp)
T = Tarif Pajak
Pf = Dividend Saham Preferen

Menentukan besarnya E(EPS)

$$E(EPS) = \sum_{i=1}^{n} P_i . EPS_i$$

b. Menghitung risiko yang diukur oleh *Standard Deviation* (σ)

Untuk mengukur tingkat risiko penggunaan leverage, dapat digunakan simpangan baku (standar deviasi/σ)

$$\sigma = \sqrt{\sum_{s=1}^{n} Ps\left[EPS - E(EPS)\right]^2}$$

dan koefisien variasi (KV)

$$KV = \frac{\sigma}{E(EPS)}$$

Ps = tingkat probabilitas, E(EPS) = expected EPS.

2. Analisis atas EPS yang *indifference.*

Analisis ini tujuannya adalah untuk menetapkan suatu batas kapan harus menggunakan pembiayaan dengan hutang dan kapan harus menggunakan saham/ekuitas. Batas tersebut adalah titik *indifference* EPS, yaitu titik dimana EPS akan sama atas penggunaan hutang ataupun saham.

Analisis meliputi:

a. Penentuan tingkat penjualan (S) yang menghasilkan EPS *indifference*

$$EPS_1 = \frac{[S(1-v) - F - rD_1](1-T)}{N_1} = \frac{[S(1-v) - F - rD_2](1-T)}{N_2} = EPS_2$$

dan

$$S = \left[\frac{(N_2 . rD_1) - (N_1 . rD_2)}{N_2 - N_1} + F \right] \left(\frac{1}{1-v} \right)$$

Pada tingkat penjualan yang lebih rendah dari titik tersebut, EPS dengan pembiayaan saham lebih besar, sedangkan pada tingkat penjualan yang lebih tinggi, menggunakan hutang akan menghasilkan EPS yang lebih besar.

b. Menghitung besarnya EPS *indifference.*

$$EPS = \frac{\left[S(1 - v) - F - rD\right](1 - T)}{N}$$

v **= biaya variabel,** ***F*** **= biaya tetap,** ***r*** **= tingkat bunga utang,** ***D*** **= total utang,** ***T*** **= tarip pajak,** ***N*** **= jumlah saham yang beredar.**