STRUKTUR MODAL

1. Pendahuluan

Modal (pembelanjaan dari luar perusahaan dikelompokkan ke dalam 2 jenis yaitu hutang dan ekuitas atau dapat disebut dengan modal sendiri. Hutang mempunyai keunggulan berupa :

a. Bunga mengurangi pajak sehingga hutang rendah.
b. Kreditur mempunyai return terbatas sehingga pemegang saham tidak perlu berbagi keuntungan ketika kondisi bisnis sedang maju.
c. Kreditur tidak memiliki hak suara sehingga pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan penyertaan dana yang kecil.

Namun demikian hutang juga memiliki juga kelemahan yaitu :

a. Hutang biasanya berjangka waktu tertentu untuk dilunasi tepat waktu.
b. Rasio hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko yang selanjutnya akan meningkatkan biaya modal.
c. Bila perusahaan dalam kondisi sulit da labanya tidak dapat memenuhi beban bunga maka tidak tertutup kemungkinan dilakukan tindakan likuiditas.

Gabungan hutang dan ekuitas untuk pendanaa perusahaan merupakan bahasan utama dari keptusan struktur modal (*capital structure decision*). Gabungan modal yang efisien dapat menekan biaya modal (*cost of capital*), yang dapat meningkatkan kembalinya ekonomi neto dan meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang hanya menggunakan ekuitas disebut " *unlevered firm* ", sedangkan yang menggunakan gabungan ekuitas dan berbagai macam hutang disebut " levered firm ".

2. Pengertian Struktur Modal

Pada dasarnya tugas manajer keuangan perusahaan adalah berusaha mencari keseimbangan finansial neraca yang dibutuhkan serta mencari susunan kualitatif neraca tersebut dengan sebaik - baiknya. " pemilihan susunan kualitatif pada sisi assets akan menentukan struktur kekayaan perusahaan, sedangkan pemilihan susunan kualitatif dari sisi lialibilities dan equities akan menentukan struktur keuangan dan struktur modal perusahaan " (Riyanto, 1984, p.4). Wasis (1981) menyatakan bahwa struktur modal harus dapat dibedakan dengan struktur keuangan. Struktur keuangan menyatakan dengan bagaimana harta perusahaan dibiayai. Oleh karena itu struktur

keuangan adalah keseluruhan yang terdapat di dalam neraca sebelah kredit. Pada neraca sebelah kredit terdapat hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek, dan modal sendiri (ekuitas) baik jangka panjang maupun jangka pendek. Jadi struktur keuangan mencakup semua pembelanjaan baik jangka panjang maupun jangka pendek. Sebaliknya struktur modal hanya menyangkut pembelanjaan jangka panjang saja, tidak termasuk pembelanjaan jangka pendek.

Weston dan Copeland (1992) memberikan definisi struktur modal sebagai pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi modal ditahan. Bila perusahaan memiliki saham preferen, maka saham tersebut akan ditambahkan pada modal pemegang saham.

Menurut Lawrence, Gitman (2000, p.488), definisi struktur modal adalah sebagai berikut " capital structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm ". Struktur modal perusahaan menggambarkan perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan. ada 2 macam tipe modal menurutnya yaitu modal hutang (debt capital) dan modal sendiri (equity capital). Tetapi dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal hutang yang diperhitungkan hanya hutang jangka panjang.

3. Teori-Teori Struktur Modal

Kecenderungan perusahaan yang makin banyak menggunakan hutang, tanpa disadari secara berangsur - angsur, akan menimbulkan kewajiban yang makin berat pada perusahaan saat harus melunasi (membayar kembali hutang tersebut). Tidak jarang perusahaan - perusahaan yang akhirnya tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut dan bahkan dinyatakan pailit. Hingga kini belum ada rumus matematik yang tepat untuk menemukan jumlah optimal dari hutang dan ekuitas dalam struktur modal (Seitz, 1984 : 301). Pedoman umum hanyalah : mencari hutang sebanyak mungkin tanpa meningkatkan resiko atau menurunkan fleksibilitas perusahaan. Franco Modiglani dan Merton Miller adalah bapak dari teori struktur modal (Groth and Anderson, 1997). Pada tahun 1958, dalam American Economic Review 48 (1958, June) yang berjudul The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment, mereka mengemukakan teori struktur modal dengan berbagai asumsi yang tidak mungkin terjadi, akan tetapi sangat membantu dalam memahami bagaimana

perusahaan menentukan gabungan pendanaan yang berasal dari hutang dan ekuitas secara benar (Siaw , 1999). Asumsi - asumsi yang mendasar adalah

a. Semua aktiva berwujud dimiliki oleh perusahaan.
b. Pasar modal sempurna (tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada biaya kebangkrutan.
c. Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua macam sekuritas yakni ekuitas yang beresiko dan hutang bebas (tanpa) resiko.
d. Individu atau perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan uang dengan tingkat suku bunga bebas resiko.
e. Para investor mempunyai ekspektasi yang sama (homogen) terhadap keuntungan perusahaan dimasa mendatang.
f. Semua perusahaan tidak mengalami pertumbuhan (arus kas diasumsikan konstan dan perpetual dan semua laba dibagikan dalam bentuk deviden).
g. Semua perusahaan dapat dikelompokkan dalam satu kelompok kembalian dan kembalian saham dari semua perusahaan dalam kelompok tersebut adalah proporsional.

Berdasarkan asumsi - asumsi tersebut, maka nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang (unlevered firm) sama persis dengan perusahaan yang menggunakan hutang (levered firm). Apabila nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang diberi notasi VU dan nilai perusahaan yang menggunakan hutang diberi notasi VL, maka VU = VL.

$$V_U = \frac{EBIT}{r_S, U} = Su$$

$$VL = \frac{EBIT - r_D\ DL}{Rs, L} + DL = SL + DL$$

Sumber : Siaw, 1999

Keterangan :

EBIT = Laba sebelum bunga dan pajak

r_S, U = Kembalian (return) saham unlevered firm

SU = Nilai saham unlevered firm

r_D = Suku bunga hutang

DL = Nilai hutang levered firm

r_S, L = Kembalian (return) saham levered firm

SL = Nilai saham levered firm

Semua laba dibagikan dalam bentuk deviden dan laba diperkirakan konstan untuk jangka waktu yang tidak terbatas. Jadi saham biasa dianggap sama seperti saham preferen. Nilai intrinsic saham preferen (VP) dapat ditentukan dengan cara :

$$VP = SP = \frac{D}{r} = \frac{EBIT}{rs,\ u} = SU$$

Sumber : Siaw 1999

Keterangan :

SP = Nilai saham preferen

D = Deviden

r = Kembalian (return)

Model tersebut dikenal sebagai model MM proporsi 1 tanpa pajak. Proposisi tersebut mengakui bahwa perusahaan tidak dipengaruhi oleh strategi pendanaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan bergantung pada bagaimana bisnis itu dijalankan dan tidak pada bagaimana uang itu diperoleh.

Ketika nilai Unlevered firm sama persis dengan levered firm, menurut model MM (tanpa pajak), biaya modal rata - rata tertimbang (WACC - weighted average cost of capital) kedua perusahaan juga identik. Hal ini mengarahkan pada proposisi 2 dari model MM tanpa pajak :

$$rs,L = rs,U + (rs,U - Rd) \frac{DL}{SL}$$

Sumber : Siaw, 1999

Apa yang disampaikan oleh proposisi 2 dari model MM tanpa pajak ? untuk mengetahui apa yang disampaikan, perlu dilihat dulu apa pengaruh perubahan keputusan pendanaan terhadap perilaku pemegang saham. Penambahan penggunaan biaya hutang biasanya diikuti dengan bertambahnya beban keuangan berupa biaya bunga. Sesuai dengan proposisi 1, perubahan keputusan pendanaan (struktur modal) tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain, pemegang saham dihadapkan pada peningkatan resiko keuangan tanpa kompensasi dari meningkatnya

nilai perusahaan. Jadi, pemegang saham akan menuntut kembalian (return) yang lebih tinggi sebagai kompensasi dari meningkatnya resiko dan hal ini disebut biaya penggunaan saham biasa yang lebih tinggi bagi levered firm. Pernyataan tersebut dapat dijabarkan dalam bentuk persamaan berikut :

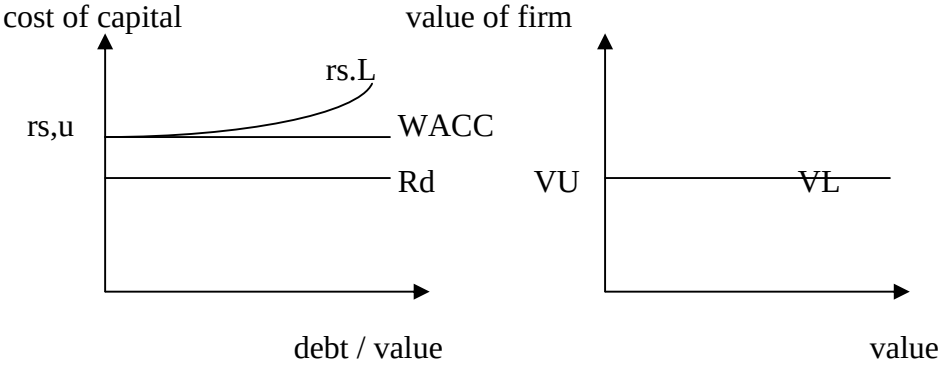
$$rs,L = rs,U + (rs,U - Rd) \frac{DL}{SL}$$

Sumber : Siaw, 1999

Pada umumnya biaya hutang lebih murah dibandingkan biaya saham biasa, sehingga perusahaan memperoleh " penghematan " ketika perusahaan mengalihkan pendanaan ekuitas ke pendanaan hutang. Mengacu pada proposisi 1 bahwa WACC unlevered firm dan levered firm adalah identik, maka " penghematan " dari penggunaan hutang tercermin pada peningkatan biaya saham biasa (tersaji pada gambar 3).

Sumber : Brigham and Ehrhardt, 2005:590

Gambar 3 :



BIAYA MODAL dan NILAI PERUSAHAAN MENURUT MODEL MM - 1 (1958)

Dari modem MM -1 yang dikemukakan olegh Franco Modigliani dan Merton Miller, dapat dipetik dua hal utama yaitu :

Dalam situasi tanpa pajak, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, Jadi, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh jumlah hutang, sehingga WACC juga tidak dipengaruhi oleh struktur modal.

Kecenderungan perusahaan yang makin banyak menggunakan hutang akan lebih beresiko, sebab harus membayar biaya bunga yang lebih banyak pula. Perusahaan tidak dapat mengabaikan pembayaran biaya bunga, sehingga pemegang saham " menuntut " kembalian yang lebih tinggi yang tercermin pada biaya ekuitas yang lebih tinggi. Dalam kondisi demikian, perusahaan memperoleh " penghematan " yang makin banyak dengan menggunakan hutang yang lebih banyak karena lebih murah dari pada ekuitas. Meskipun demikian, biaya ekuitas akan meningkat sesuai dengan penambahan hutang. " Penghematan " yang dihasilkan dari penggunaan hutang otomatis akan meningkatkan biaya ekuitas, sehingga WACC tidak berubah.

Para akademisi dan praktisi mengembangkan sejumlah teori dan teori - teori tersebut bersifat subyektif sesuai dengan kondisi empirik saat dilakukannya pengujian. Secara umum, teori - teori struktur modal dikelompokkan menjadi dua kategori yaitu : teori - teori trade - off dan teori - teori yang didasarkan pada perilaku manajemen. Berikut ini akan dikemukakan beberapa teori struktur modal yang diawali dengan pengembangan model MM - 1 yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1963.

a. TEORI - TEORI TRADE-OFF

1. Modigliani-Miller Model 2 (MM Model with corporate taxes).

Pada tahun 1963 Modigliani dan Miller mempublikasikan sebuah artikel dalam American Economic Review 53 (1963, June) yang berjudul Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction, untuk memperbaiki model awal mereka dengan memperhitungkan adanya pajak perseroan (akan tetapi tetap mengabaikan pajak perorangan). Untuk selanjutnya model tersebut dikenal dengan sebutan model MM-2 atau model MM dengan pajak perseroan (Brigham and Ehrhardt, 2005:588-592). Kehadiran pajak perseroan (diberi notasi tc) mempengaruhi kedua proposisi awal pada model MM-1 sebagai berikut :

Proposisi 1 :

$$V_i = V_u + T_c D_i$$

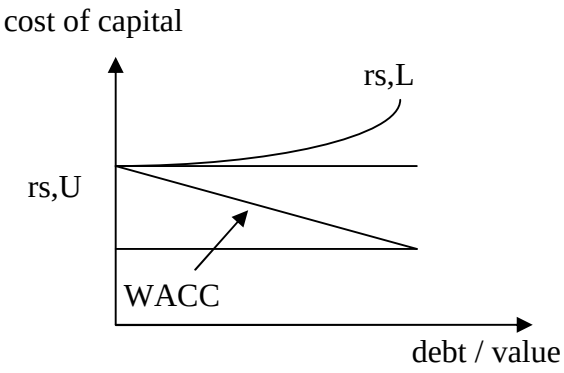
dimana $V_U = \text{EBIT} \dfrac{(1 - T_C)}{r_{S,U}}$

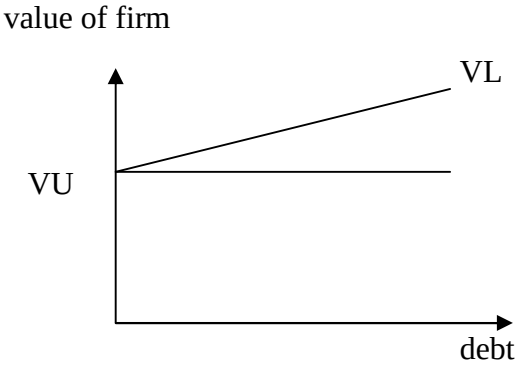
Sebagai alasan bahwa nilai unlevered firm (VU) berubah adalah kebutuhan perusahaan untuk membayar pajak perseroan atau laba yang diperoleh sebelum membayarkan deviden kepada pemegang saham.

Proposisi 2 :

$$r_{S,I} = r_{S,U} + (r_{S,U} - r_D)(1 - T_C) \left(\frac{D_i}{S_i} \right)$$

Proposisi 1 dan 2 dari model MM dengan pajak perseroan dapat disajikan dalam bentuk grafik berikut ini :





Sumber : Brigham and Ehrhardt, 2005 : 590

Gambar :

BIAYA MODAL dan NILAI PERUSAHAAN MENURUT MODEL MM - 2 (1963)

Dari model MM - 2, dapat diperoleh dua hal utama yang berbeda dari model MM-1 sebelumnya adalah :

a. Dalam proporsi 1, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam kenyataan, struktur modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yaitu bertambahnya penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, pajak memberi manfaat dalam pendanaan yang berasal dari hutang sebesar :

Tax advantage = $T_C D_i$

manfaat pajak dari penggunaan hutang diperoleh dari beban biaya bunga hutang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya yang mengurangi besraan laba kena pajak, sedangkan pembayaran deviden tidak dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya. Jadi, perusahaan (seperti) menerima subsidi dari pemerintah atas penggunaan hutang untuk menambah modal.

b. Dengan adanya pajak perseroan, diperoleh dua manfaat penggunaan hutang yakni : hutang merupakan sumber modal yang lebih murah dari pada ekuitas dan biaya bunga menjadi elemen pengurang pajak. Dari model MM-1, diketahui bahwa penghematan dari penggunaan hutang yang lebih murah sepenuhnya digantikan oleh peningkatan biaya penggunaan ekuitas. Meskipun demikian, dalam situasi dengan adanya pajak perseroan, keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan hutang lebih besar dari pada peningkatan biaya ekuitas. Dengan demikian, biaya ekuitas dari levered firm dalam situasi ada pajak perseroan pertambahannya lebih lamban daripada bila situasinya tanpa pajak perseroan. Dengan kata lain, pemegang saham memeperoleh kompensasi untuk resiko keuangan yang lebih kecil dalam situasi ada pajak perseroan. " Penghematan " dari penggunaan hutang yang lebih besar dari pada peningkatan biaya ekuitas, menghasilkan WACC yang makin kecil seiring dengan bertambahnya hutang.

b. Miller Model with Personal Taxes

Model MM-2 yang dipublikasikan tahun 1963 memperlihatkan situasi perpajakan yang dihadapi perusahaan dengan lebih baik, akan tetapi belum memperlihatkan situasi perpajakan yang dihadapi oleh para investor. Pada tahun 1977, dalam journal of finance vol. 32 no. 2 tahun 1977 dengan judul Debt and Taxes, Miller mengemukakan sebuah model yang memperhitungkan pajak perorangan (Odgen, Jen, and O'Connor, 2003:172). Dalam model tersebut,

investor dihadapkan pada dua kemungkinan jenis pajak : pajak perorangan atas ekuitas atau pendapatan debiden (tS) dan pajak perorangan atas hutang atau pendapatan bunga (tD).

Bagaimana pengaruh pajak perorangan terhadap nilai unlevered firm maupun levered firm yang memperhitungkan pajak perseroan ? dalam model MM-2, deviden yang diperoleh para pemegang saham sebesar :

Deviden Income = EBIT (1 - T_C)

akan tetapi dengan adanya pajak perorangan, deviden yang diperoleh para pemegang saham menjadi :

After - tax deviden income = EBIT (1 - T_C)(1 - T_Z)

Dengan demikian terjadi pajak ganda atas pendapatan ekuitas (deviden) yang diterima oleh investor. Laba perusahaan dikenai pajak perseroan sebelum dibagikan deviden kepada investor dan selanjutnya ketika investor memperoleh deviden, dikenai pajak perorangan. Jadi nilai unlevered firm yang diperhitungkan pajak perseroan dan perorangan adalah :

$$VU = \frac{EBIT (1 - Tc)(1 - Tz)}{rs,u(1 - Tz)}$$

Sumber : Brigham, and Ehrhardt, 2005:592

Untuk levered firm, sebelum mengetahui berapa nilainya, perlu diketahui dahulu arus kas yang ada. Ada dua kategori arus kas yaitu :

a. Arus kas untuk pemegang saham

$$(EBIT - r_D D_i)(1 - Tc)(1 - Tz)$$

b. Arus kas untuk kreditur

$$r_D D_i(1 - T_D)$$

Jadi arus kas total dari levered firm dapat dihitung dengan cara berikut :

Total cash flows = (EBIT - $r_D D_i$)(1 - Tc)(1 - Tz) +

$r_D D_i$(1 - T_D)

= cash flows of an unlevered firm

+ cash flows related to interest income

Sumber : Siaw, 1999

Penentuan nilai levered firm dilakukan dengan cara mendiskontokan arus kas seperti pada unlevered firm dengan biaya ekuitas unlevered firm, ditambah pendiskontoan arus kas yang terkait dengan pendapatan bunga (bagi kreditur) dengan biaya hutang setelah pajak, menjadi perusahaan berikut :

$$Vi = VU + Di \left[1 - \frac{(1 - T_C)(1 - T_Z)}{(1 - T_D)} \right]$$

Sumber : Siaw, 1999 dan Brigham and Ehrhardt, 2005 : 593.

Kritik terhadap Model Modigliani-Miller (MM) dan Miller

Kritik terhadap model MM dan Miller berkaitan dengan relevansi dari sumsi - asumsi yang digunakan dalam model. Beberapa kritik terhadap model - model tersebut dapat di ungkapkan sebagai berikut (Siaw, 1999 dan Brigham and Ehrhardt, 2005 : 595 - 597) :

a. Proporsi model didasarkan pada konsep arbitrase dengan asumsi bahwa beban keuangan perusahaan kondisinya sama persis dengan beban keuangan yang dialami oleh investor secara individu. Asumsi ini benar, bila arbitrase personal tanpa resiko, karena investor bertanggung jawab atas investasi awal dan peminjaman dana (hutang) yang ditentukan untuk dirinya sendiri.

b. Asumsi bahwa tidak ada biaya transaksi adalah tidak benar dalam berbagai situasi, khususnya untuk investor dalam menentukan struktur modal individual secara bersama - sama.

c. Asumsi bahwa perorangan maupun perusahaan dapat meminjam uang dengan tingkat suku bunga yang sama adalah tidak benar, karena seringkali suku bunga bagi perusahaan lebih rendah daripada perorangan.

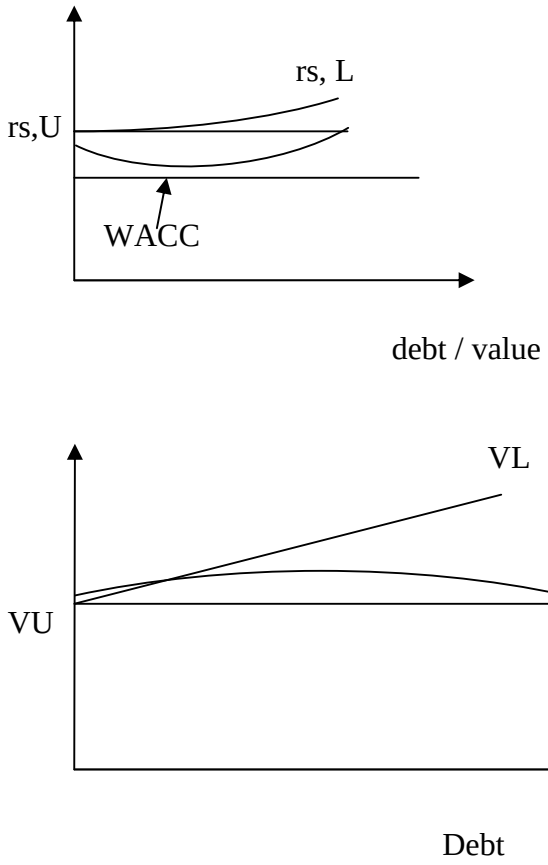
d. Model tersebut tidak memperhitungkan adanya perbedaan struktur pajak yang (mungkin) dihadapi oleh perusahaan berkaitan dengan hasil penjualan dan perolehan laba. Dengan kata lain, pajak perseroan yang ditanggung perusahaan dapat berubah seturut dengan perubahan laba yang diperoleh, dan tentunya akan berpengaruh terhadap manfaat pajak yang diperoleh.

e. Dalam Model MM dan Miller, manfaat pajak (dari pengurangan pajak perseroan atas biaya bunga) meningkat seturut dengan peningkatan jumlah hutang. Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa biaya hutang tidak berubah dan perusahaan dapat menggunakan pembayaran biaya bunga untuk mengurangi pajak dengan presentase yang sama. Keadaan semacam itu tidak benar sebab :

- Perusahaan tidak dapat 100% didanai dengan hutang. Kreditur biasanya menginginkan perusahaan menanamkan sejumlah uang terlebih dahulu. Sebagai contoh adalah kredit mobil; pihak penjual pada umumnya meminta sejumlah uang muka.
- Direktorat pajak memandang bahwa hutang 100% merupakan cara perusahaan untuk memperoleh pengurangan pajak. Dalam hal ini direktorat Pajak menentukan batas maksimum hutang yang dianggap layak bagi suatu perusahaan, sehingga jumlah hutang yang melampaui batas tersebut akan diperhitungkan sebagai ekuitas.

  Berdasarkan dua pertimbangan tersebut, dalam kenyataan, WACC perusahaan akan meningkat dan nilai perusahaan akan menurun setelah mencapai titik tertentu, seperti terlihat pada gambar 5 berikut ini.

  cost of capital



Sumber : Siaw, 1999

Gambar 5 : BIAYA MODEL DAN NILAI PERUSAHAAN (dalam kenyataan)

Dari gambar 5 tersebut, terlihat ada kombinasi hutang dan ekuitas tertentu yang menghasilkan biaya modal minimum dan nilai perusahaan maksimum. Salah satu dari perhatian utama dari manajer keuangan adalah menentukan struktur modal optimal yang akan meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan.

Biaya Beban Keuangan dan Biaya Keagenan

Setelah Model MM dan Miller, muncul model - model lain yang memperhitungkan biaya - biaya yang ditanggung perusahaan dan dapat mempengaruhi struktur modalnya. Ada dua jenis yang ditanggung perusahaan atas penggunaan hutang yaitu biaya beban keuangan dan biaya keagenan.

a. Biaya Beban Keuangan

Perusahaan memang dapat menikmati bertambahnya penghematan pajak yang diperoleh dari bertambahnya hutang, akan tetapi yang berasal dari hutang juga dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan karena

bertambahnya beban bunga. Perusahaan bisa menangguhkan (mengabaikan) pembayaran deviden, tetapi pembayaran bunga tetap harus dipenuhi tepat waktu dan jumlahnya. Kegagalan perusahaan untuk memenuhi kewajiban pembayaran bunga disebabkan oleh kas yang dimiliki tidak cukup dan dapat mengakibatkan perusahaan menanggung beban keuangan, dan wujud beban keuangan yang paling berat adalah kebangkrutan. Beban biaya keuangan dapat dikelompokan menjadi dua yaitu biaya beban keuangan langsung dan biaya beban keuangan tidak langsung.

- Biaya beban keuangan langsung

Biaya beban keuangan langsung yang ditanggung perusahaan adalah biaya pengesahan secara hukum (legal) dan biaya administrsi yang berkaitan dengan kebangkrutan atau reorganisasi.

- Biaya beban keuangan tidak langsung

Biaya ini biasanya bersifat implisit yang ditanggung oleh perusahaan dealoam situasi yang sangat berat (tetapi tidak bangkrut) antara lain : biaya modal lebih tinggi, penurunan penjualan dan hilangnya kepercayaan pelanggan, manajer dan pekerja melakukan tindakan - tindakan drastis (mengurangi kapasitas, menekan biaya secara drastis atau menjual aktiva). yang dapat menyusutkan nilai perusahaan dan perusahaan tidak dapat mempertahankan keberadaan manajer - manajer dan para pekerjanya yang berkualitas.

b. Biaya Keagenan

Teori yang memperhitungkan biaya keagenan pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Teori tersebut menegaskan bahwa struktur keuangan di pengaruhi oleh insentif dan prilaku dari pembuat keputusan (pihak manajemen). Jensen dan Meckling mengemukakan adanya dua potensi konflik yaitu konflik antara pemegang saham dengan kreditur dan konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen.

- Konflik antara pemegang saham dengan kreditur

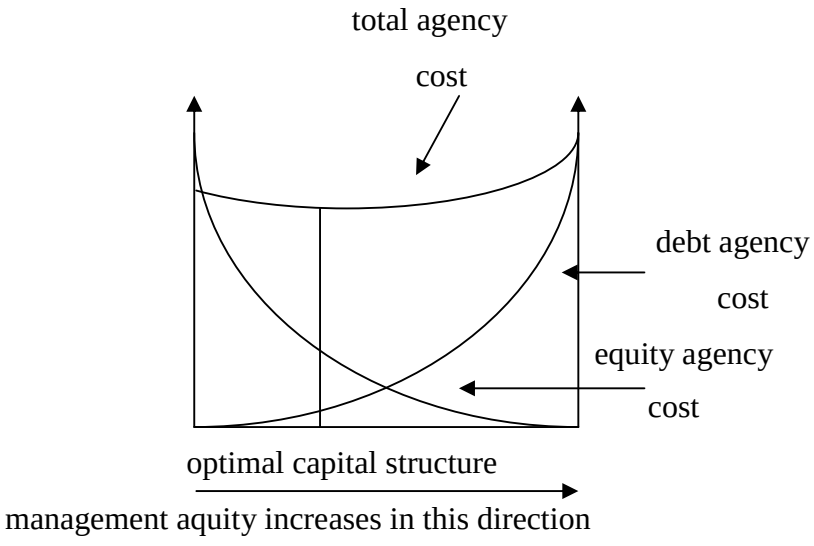
Kreditur menerima uang dalam jumlah tetap dari perusahaan (bunga hutang), sedangkan pendapatan pemegang saham bergantung pada besaran laba perusahaan. Dalam situasi ini, kreditur lebih memperhatikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutangnya dan pemegang saham lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam meraih laba yang banyak. Cara perusahaan untuk memperoleh kembalian yang besar adalah melakukan investasi apad proyek - proyek

yang beresiko. Apabila pelaksanaan proyek yang beresiko itu berhasil, kreditur tidak dapat menikmati keberhasilan tersebut, tetapi bila proyek mengalami kegagalan, kreditur mungkin akan menderita kerugian akibat dari ketidak mampuan pemegang saham memenuhi kewajibannya. Untuk mengantisipasi kemungkinan rugi, kreditur mengenakan biaya keagenan hutang (debt agency cost) dalam bentuk pembatasan penggunaan hutang oleh manajer. Salah satu pembatasan adalah membatasi jumlah penggunaan hutang untuk investasi dalam proyek baru (seperti capital rationing).

- Konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen

Pihak manajemen tidak selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham, tetapi agak mengarah kepada kepentingan dirinya sendiri. Akibatnya, pemegang saham menanggung biaya keagenan ekuitas untuk memantau kegiatan pihak manajemen. Salah satu biaya keagenan adalah kompensasi bagi akuntan publik untuk mengaudit perusahaan.

Kedua macam biaya keagenan mempunyai sfat berlawanan. Tindakan pihak manajemen mengarah pada pemenuhan kepentingan dirinya sendiri, bila kepemilikannya atas perusahaan mengecil. Untuk mengatasi hal itu, kepemilikkan manajerial dapat ditingkatkan dengan cara mengubah sebagian ekuitas perusahaan yang dimiliki oleh pemegang saham menjadi hutang. Tindakan tersebut tentunya akan meningkatkan resiko kreditur karena perusahaan harus menanggung beban biaya bunga yang lebih banyak, yang berarti biaya keagenan hutang meningkat. Gamabar 6 berikut memperlihatkan bahwa pada bauran hutang dan ekuitas tertentu akan meminimumkan total biaya keagenan.



Sumber : Siaw, 1999

Gambar 6 : BIAYA KEAGENAN

Ketika perusahaan menggunakan hutang dalam memenuhi kebutuhan modalnya, dia menikmati manfaat pajak berupa penghematan pajak, tetapi juga harus menanggung biaya beban keuangan dan biaya keagenan. Oleh sebab itu, nilai levered firm dapat ditentukan sebagai berikut :

Nilai Perusahaan dengan Hutang = Nilai Perusahaan tanpa Hutang + Penghematan Pajak - Biaya Beban Keuangan - Biaya Keagenan

Nilai perusahaan maksimum ketika struktur modal optimal tercapai karena pada saat itu biaya modalnya paling rendah.

Hal tersebut memperlihatkan nilai perusahaan pada berbagai level hutang. Ketika perusahaan menerbitkan hutang, akan menikmati penghematan pajak dan nilai perusahaan meningkat seturut dengan peningkatan hutang karena penghematan pajak bertambah. Meskipun demikian, peningkatan hutang yang dilakukan perusahaan akan meningkatkan biaya beban keuangan dan biaya keagenan, yang selanjutnya akan mengurangi nilai perusahaan secara keseluruhan. Bila manfaat pajak, biaya beban keuangan dan biaya keagenan diperhitungkan secara bersamaan, manajer keuangan akan mendapatkan nilai levered firm (VL). Puncak garis VL menunjukkan nilai levered firm maksimum, yang berarti WACC juga paling rendah.

TEORI - TEORI BERDASARKAN PERILAKU MANAJEMEN

1. Signaling Efects

Teori ini didasarkan pada premis bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang diketahui oelh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut. Jadi, ada informasi yang tidak simetri (asymmetric information) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, terjadi pertanda atau sinyal (Signaling).

Stephen A. Ross pada tahun 1977 dalam Bell Journal of Economics vol. 8 dengan judul The Determinans of Financial Structure : The Incentive Signaling Approach, menyatakan bahwa ketika perusahaan menerbitkan hutang baru , menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham atau investor potensial tantang prospek perusahaan di masa mendatang mengalamai peningkatan. Dasar pertimbangannya adalah

penambahan hutang berarti keterbatasan arus kas dan biaya - biaya beban keuangan juga meningkat, dan manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak bila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Penelitian lain memperlihatkan bahwa penerbitan saham baru akan menjurus pada tanggapan harga saham negatif dan pembelian kembali saham yang beredar akan menjurus pada tanggapan harga saham positif (Siaw, 1999). Dasar pertimbangannya adalah pemegang saham dan investor potensial menganggap penerbitan saham baru merupakan cara manajer untuk mengurangi kepemilikannya atas perusahaan yang peruntungannya jelek (bad fortune) sedangkan pembelian kembali saham yang beredar dianggap sebagai cara manajer untuk menikamati kepemilikannya yang besar atas perusahaan yang peruntungannya bagus (good fortune).

2. Pecking Order Theory

Pada tahun 1984, Sewart C. Mayers dalam Journal of Finance vol. 39 dengan judul The Capital Structure Puzzle, menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (pecking order) bagi perusahaan dalam menggunakan modal (Odgen, Jen, and O'Conner, 2003, 166). Teorinya menjelaskan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba yang ditahan) daripada penggunaan ekuitas eksternal (menerbitkan saham baru). Hal itu disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan (yang harus diungkapkan dalam prospektus saat menerbitkan obligasi dan saham baru). Apabila perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, pertama kali akan menerbitkan hutang sebelum menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi pemegang saham atau calon investor tentang kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek mendatang yang tidak baik.

PENELITIAN - PENELITIAN TERDAHULU MENGENAI STRUKTUR MODAL

Pada tahun 1998, Hayne E. Leland menemukan bahwa struktur modal optimal mencerminkan penghematan pajak atas biaya bunga hutang dan biaya - biaya keagenan. Biaya - niaya keagenan membatasi jumlah hutang dan jatuh tempo hutang, dan meningkatkan hasil (yield), tetapi peranannya relatif kecil.

Pada tahun 1999, Lakshmi Shyam- Sunder dan Stewart C. Myers mengemukakan bahwa model dasar packing order yang memprediksi defisit keuangan internal mendorong hutang, mampu menjelaskan dengan lebih baik dari pada model static trade - off yang

memprediksikan bahwa tiap perusahaan melakukan penyesuaian secara bertahap untuk mencapai debt ratio optimal.

Sheridan Titman pada tahun 2002 mengemukakan tentang pasar modal yang sering kali tidak terintegrasi dan pengaruhnya terhadap strategi pendanaan. Kondisi pasar modal yang ditentukan oleh institusi dan individu yang memasok modal, dapat mempengaruhi perusahaan dalam mencari modal.

Ivo Welch pada tahun 2002 mengemukakan bahwa karena perusahaan - perusahaan pada umumnya bersikap pasif, struktur modal perusahaan - perusahaan di Amerika Serikat saat sekarang dapat dijelaskan dengan struktur modal periode sebelumnya sebagai perantara untuk menentukan harga saham. Pembuatan keputusan internal perusahaan dalam menentukkan target debt ratio, seperti meminimumkan pajak perseroan atau biaya kebangkrutan, secara empirik mempunyai konsekuensi yang kecil.

Pada tahun 2003, Murray Z. Frank dan Vidhan K. Goyal menemukan adanya 39 faktor pening dalam pembuatan keputusan penggunaan hutang untuk perusahaan - perusahaan publik di Amerika Serikat. Temuan tersebut konsisten dengan pajak dan biaya kebangkrutan dalam teori trade - off. Faktor - faktor yang paling reliabel adalah median dari hutang (leverage) industri, resiko kebangkrutan yang diukur dengan Z-Score dari Edward I. Altman, besaran perusahaan yang diukur dengan log penjualan, pembayaran deviden, aktiva tidak berwujud, market to book ratio dan agunan.

KOMPONEN - KOMPONEN STRUKTUR MODAL

HUTANG JANGKA PANJANG

Jumlah hutang didalam neraca akan menunjukkan besarnya modal pinjaman yang digunakan dalam operasi perusahaan. Modal pinjaman ini dapat berupa hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, tetapi pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dibandingkan dengan hutang jangka pendek.

Menurut Sundjaja dan Barlian (2003, p.324), " hutang jangka panjang merupakan salah satu dari bentuk pembiayaan jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun, biasanya 5 - 20 tahun ". Pinjaman hutang jangka panjang dapat berupa pinjaman berjangka (pinjaman yang digunakan untuk membiayai kebutuhan modal kerja permanen, untuk melunasi hutang lain, atau membeli mesin dan peralatan) dan penerbitan obligasi (hutang yang diperoleh melalui penjualan surat - surat obligasi, dalam surat obligasi ditentukan nilai nominal, bunga per tahun, dan jangka waktu pelunasan obligasi tersebut).

Mengukur besarnya aktiva perusahaan yang di biayai oleh kreditur (debt ratio) dilakukan dengan cara membagi total hutang jangka panjang dengan total asset. Semakin tinggi debt ratio, semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan didalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

Beberapa hal yang menjadi pertimbangan manajemen sehingga memilih untuk menggunakan hutang menurut Sundjaja at. al (2003) adalah sebagai berikut :

a. Biaya hutang terbatas, walaupun perusahaan memperoleh laba besar, jumlah bunga yang dibayarkan jumlahnya tetap.
b. Hasil yang diharapkan lebih rendah dari pada saham biasa.
c. Tidak ada perubahan pengendalian atas perusahaan bila pembiayaan memakai hutang.
d. Pembayaran bunga merupakan beban biaya yang dapat mengurangi pajak.
e. Fleksibilitas dalam sruktur keuangan dapat dicapai dengan memasukkan peraturan penebusan dalam perjanjian obligasi.

Kreditur (Investor) lebih memilih menanamkan investasi dalam bentuk hutang jangka panjang karena beberapa pertimbangan. Menurut Sundjaja at. al (2003), pemilihan investasi dalam bentuk hutang jangka panjang dari sisi investor didasarkan pada beberapa hal berikut ini :

a. Hutang dapat memberikan prioritas baik dalam hal pendapatn maupun likuidasi kepada pemegangnya.
b. Mempunyai saat jatuh tempo yang pasti.
c. Dilindungi oleh isi perjanjian hutang jangka panjang (dari segi resiko).
d. Pemegang memperoleh pengembalian yang tetap (kecuali pendapatan obligasi).

MODAL SENDIRI

Menurut Wasis (1981) dalam sruktur modal konservatif, susunan modal menitikberatkan pada modal sendiri karena pertimbangan bahwa penggunaan hutang dalam pembiayaan perusahaan mengandung resiko yang lebih besar dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Menurut Sundjaja at . al (2003, p. 324), " modal sendiri / equity capital adalah dana jangka panjang perusahaan yang disediakan oleh penilik perusahaan (pemegang saham), yang terdiri dari berbagai jenis saham (saham preferen dan saham biasa) serta laba ditahan ".

Pendanaan dengan modal sendiri akan menimbulkan opportunity cost. Keuntungan dari memiliki saham perusahaan bagi owner adalah control terhadap perusahaan. Namun, return yang dihasilkan dari saham tidak pasti dan pemegang saham adalah pihak pertama yang

menanggung resiko perusahaan. Modal sendiri atau ekuitas merupakan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo.

Ada dua sumber modal utama dari modal sendiri yaitu :

a. Modal saham preferen

Saham preferen memberikan para pemegang sahamnya beberapa hak istimewa yang menjadikanya lebih senior atau lebih diprioritaskan dari pemegang saham biasa. Oleh karena itu, perusahaan tidak memberikan saham preferen dalam jumlah yang banyak.

Beberapa keuntungan penggunaan saham preferen bagi manajemen menurut Sundjaja at. al (2003) adalah sebagai berikut:

- Mempunyai kemampuan untuk meningkatkan pengaruh keuangan.
- Fleksibel karena saham preferen memperbolehkan penerbit untuk tetap pada posisi menunda tanpa mengambil resiko untuk memaksakan jika usaha sedang lesu yaitu dengan tidak membagikan bunga atau membayar pokoknya.
- Dapat digunakan dalam restrukturisasi perusahaan, merger, pembelian saham oleh perusahaan dengan pembayaran melalui hutang baru dan divestasi.

b. Modal saham biasa

Pemilik perusahaan adalah pemegang saham biasa yang menginvestasikan uangnya dengan harapan mendapat pengembalian dimasa yang akan datang. Pemegang saham biasa kadang - kadang disebut pemilik residual sebab mereka hanya menerima sisa setelah seluruh tuntutan atas pendapatan dan asset telah dipenuhi.

Ada beberapa keunggulan pembiayaan dengan saham biasa bagi kepentingan manajemen (perusahaan), menurut Sundjaja at. al .(2003), yaitu :

- Saham biasa tidak memberi deviden tetap. Jika perusahaan dapat memperoleh laba, pemegang saham biasa akan memperoleh deviden. Tetapi berlawanan dengan bunga obligasi yang sifatnya tetap (merupakan biaya tetap bagi perusahaan), perusahaan tidak diharuskan oleh hukum untuk selalu membayar deviden kepada para pemegang saham biasa.
- Saham biasa tidak memiliki tanggal jatuh tempo.
- Karena saham biasa menyediakan landasan penyangga atas rugi yang diderita para kreditornya, maka penjualan saham biasa akan meningkatkan kredibilitas perusahaan.

- Saham biasa dapat, pada saat - saat tertentu, dijual lebih mudah dibandingkan bentuk hutang lainnya. Saham biasa mempunyai daya tarik tersendiri bagi kelompok - kelompok investor sendiri karena : dapat memberikan pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan bentuk hutang lain atau saham preferen. dan mewakili kepemilikan perusahaan, saham biasa menyediakan para investor benteng proteksi terhadap inflasi secara lebih baik di banding saham preferen atau obligasi. Umumnya, saham biasa meningkat nilainya jika nilai aktiva riil juga meningkat selama periode inflasi.
- Pengembalian yang diperoleh dalam saham biasa dalam bentuk keuntungan modal merupakan objek tarif pajak penghasilan rendah. (Weston & Copeland) Menurut Wasis (1981, p.81), " pemilik yang menyetorkan modal akan menjadi penanggung resiko yang pertama. Artinya bahwa pihak non pemilik tidak akan menderita kerugian sebelum kewajiban dari pemilik ditunaikan seluruhnya. Kerugian perusahaan pertama - tama harus dibedakan kepada pemilik. Dari segi investor (Sundjaja, 2003), keuntungan menggunakan saham (modal sendiri) adalah memiliki hak suara (hak kendali) dalam perusahaan, tidak ada jatuh tempo, karena menanggung resiko yang lebih besar, maka kompensasi bagi pemegang modal sendiri lebih tinggi di banding dengan pemegang modal pinjaman.

ANALISIS SUBYEKTIF DALAM MANAJEMEN STRUKTUR MODAL

Dalam menentukan struktur modal perusahaan , manajemen juga menerapkan analisi subyektif (judgment) bersama dengan analisis kuantitatif yang telah dibahas didepan. Berbagai faktor yang dipertimbangkan dalam pembuatan keputusan tentang struktur modal adalah :

1. Kelangsungan hidup jangka panjang (Long – run viability).

Manajer perusahaan, khusunya yang menyediakan produk dan jasa yang penting, memiliki tanggung jawab untuk menyediakan jasa yang berkesinambungan. Oleh karena itu, perusahaan harus menghindari tingkat penggunaan hutang yang dapat membahayakan kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan.

2. Konsevatisme manajemen

Manajer yang bersifat konservatif cenderung menggunakan tingkat hutang yang " konservatif " pula (sedikit hutang) dari pada berusaha memaksimumkan nilai perusahaan dengan menggunakan lebih banyak hutang.

3. Pengawasan

Pengawasan hutang yang besar dapat berakibat semakin ketat pengawasan dari pihak kreditor (misalnya, melalui kontrak perjanjian atau covenaut). Pengawasan ini dapat mengurangi fleksibilitas manajemen dalam membuat keputusan perusahaan.

4. Struktur aktiva

Perusahaan yang memiliki aktiva yang digunakan sebagai agunan hutang cenderung menggunakan hutang yang relatif lebih besar. Misalnya , perusahaan real estate cenderung menggunakan hutang yang lebih besar dari pada perusahaan yang bergerak pada bidang riset teknologi

5. Risiko bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis (variabilitas keuntungannya) tinggi cenderung kurang dapat menggunakan hutang yang besar (karena kreditor akan meminta biaya hutang yang tinggi). Tinggi rendahnya risiko bisnis ini dapat dilihat antara lain dari stabilitas harga dan unit penjualan, stabilitas biaya, tinggi rendahnya operating leverage, dll.

6. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi membutuhkan modal yang besar. Karena biaya penjualan (flotation cost) untuk hutang pada umumnya lebih rendah dari fenation cost untuk jaminan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan lebih banyak hutang dbanding dengan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

7. Pajak

Biaya bunga adalah biaya yang dapat mengurangi pembayaran pajak, sedangkan pembayaran dividen tidak mengurangi pembayaran pajak. Oleh karena itu , semakin tinggi tingkat pajak perusahaan, semakin besar keuntungan dari penggunaan pajak.

8. Cadangan kapasitas peminjaman

Penggunaan hutang akan meningkatkan risiko, sehingga biaya mosal akan meningkat. Perusahaan harus mempertimbangkan suatu tingkat penggunaan hutang yang masih

memberikan kemungkinan menambah hutang di masa mendatang dengan biaya yang relatif rendah

CATATAN TENTANG KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL

1. Pada pertemuan tahunan Financial Management Association (FMA) pada tahun 1989, disimpukan beberapa hal mengenai struktur perusahaan.

    a. Dalam praktik sangat sulit menentukan titik struktur modal yang optimal. Bahkan untuk membuat suatu range untuk struktur modal yang optimalpun sangat sulit. Oleh karena itu, kebanyakan perusahaan hanya memperhatikan apakah perusahaan terlalu banyak menggunakan hutang atau tidak.
    b. Ada kenyataan bahwa walaupun struktur modal perusahaan dianggap jauh dari optimal, tapi dampaknya pada nilai perusahaan tidak terlalu besar. Dengan kata lain keputusan tentangstruktur modal tidaklah sepenting keputusan investasi, yang memiliki dampak yang lebih besar terhadap nilai perusahaan.

2. Berdasarkan hal – hal di atas, sebaiknya perusahaan lebih memfokuskan diri pada suatu tingkat hutang yang hati – hati (prudent) dari pada berusaha mencari tingkat hutang yang optimal. Tingkat hutang yang " prudent " harus dapat memanfaatkan keuntungan dari penggunaan hutang dan tetap menuju : (1) mempertahankan risiko finansial pada tingkat yang masih terkendali, (2) menjamin fleksibilitas pembelanjaan perusahaan, (3) mempertahankan " credit rating " perusahaan.

3. Keputusan tentang struktur modal melibatkan analisis " trade – off " antara risiko dan keuntungan. Penggunaan hutang meningkatkan risiko perusahaan, tapi juga mengingkatkan keuntungan perusahaan oleh karena itu, struktur modal yang optimal akan menyeimbankan risiko dan keuntungan perusahaan.

4. Metode lain yang tidak jarang digunakan dalam menentukan struktur modal perusahaan adalah analisi perbandingan rasio struktur modal. Manajemen membandingkan struktur modal perusahaan mereka dengan struktur modal perusahaan pada industri yang sama. Suatu pilihan terhadap struktur modal yang menyimpang dari struktur modal industri harus memiliki alasan yang kuat.

5. Suatu riset terhadap 170 manajer keuangan senior di AS menunjukkan bahwa sekitar 60 % percaya bahwa ada suatu struktur modal yang opetimal bagi perusahaan. Riset ini juga menunjukkan bahwa (1) manajer keuangan menetapkan suatu target rasio hutang bagi perusahaannya, (2) nilai rasio hutang ini dipergunakan untuk evaluasi terhadap risiko bisnis yang dihadapi perusahaan.

KESIMPULAN

- Menurut Lawrence, Gitman (2000, p.488), definisi struktur modal adalah " capital structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm ". Ada dua macam tipe modal menurutnya yaitu modal hutang (debt capital) dan modal sendiri (equtity capital). Tetapi dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal yang diperhitungkan hanya hutang jangka panjang.
- Secara umum teori - teori struktur modal dibagi kedalam 2 kategori yaitu teori trade - off dan teori - teori yang didasarkan pada perilaku manajemen. Teori trade off terdiri dari Modigliani - Miller Model 2 (MM Model with corporate taxes), Miller Model with personal taxes, kritik terhadap Model Modigliani - Miller (MM) dan Miller dan biaya beban keuangan dan biaya keagenan. Sedangkan teori - teori yang didasarkan pada perilaku manajemen terdiri dari Signaling Effects dan Pecking Order Theory, yang sebelumnya telah dijelaskan pada bab II.
- Selain teori - teori mengenai struktur modal, dijelaskan pula mengenai penelitian terdahulu mengenai struktur modal, komponen - komponen struktur modal, analisis subyektif dalam manajemen strukur modal dan catatan tentang kebijakan struktur modal, yang juga telah diuraikan pada halaman sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

Altman, Edward I., 1993, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting & Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons, Inc.

Brigham, Eugene F., and Louis C. Gapenski, 1997, *Financial Management: Theory and Practice*, Eighth Edition, Orlando, Florida: The Dryden Press.

http://74.125.153.132/search?q=cache%3AzpXGNxXv1YYJ%3Aimages.feraimut.multiply.multiplycontent.com%2Fattachment%2F0%2FSItRlAoKCqQAAHsz-HE1%2FStruktur%2520Modal.pdf%3Fnmid%3D107487006+struktur+modal&hl=id&gl=id