
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN: DETERMINAN DAN IMPLIKASINYA

Mustanwir Zuhri

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Perbanas Institute

e-mail: mustanwir@yahoo.com

Abstract: Writing this paper aims to elaborate and explore the determinants and implications of the company's capital structure. Determinants of capital structure including income taxes, profitability, and the size of the company, while the factors that influenced the structure of capital is the return on investment, return on assets, earnings per share, and Tobin's Q. This study is a qualitative as well as literature and is done by comparing the results research or concepts previously been rmapan to obtain confirmation as well as a critique of the research results. The concept used in the discussion is the pecking order theory, capital costs, deductible expenses, economies of scale, as well as leverage and its relation to investment returns, earnings per share, and the stock price. The results of the analysis concluded that from several previous studies found that the relationship between the determinants and effects of capital structure although it varies but can be explained by using the appropriate concept. Advice given on the outcome of this discussion is that in the understanding of social phenomena, including the phenomenon of business, you should use a contingency approach and examined the assumptions underlying concept chosen to criticize the phenomenon of referred business.

Keywords: Determinants of Capital Structure, Capital Structure, Corporate Performance

Abstrak: Penulisan paper ini bertujuan mengelaborasi dan mengeksplorasi determinan dan implikasi struktur modal perusahaan. Determinan struktur modal meliputi pajak penghasilan, profitabilitas, dan ukuran perusahaan sedangkan faktor yang dipengaruhi struktur modal adalah return on investment, return on asset, earning per share, dan Tobin's Q. Penelitian ini merupakan penelitian pustaka dan bersifat kualitatif serta dilakukan dengan memperbandingkan hasil-hasil penelitian ataupun konsep-konsep terdahulu yang sudah mapan untuk mendapatkan konfirmasi maupun kritik atas suatu hasil penelitian. Konsep yang dipergunakan di dalam pembahasan adalah pecking order theory, biaya modal, *deductible expenses*, skala ekonomi, serta leverage dan kaitannya dengan imbal hasil investasi, pendapatan per lembar saham, dan harga saham. Hasil analisis menyimpulkan bahwa dari beberapa penelitian terdahulu ditemukan bahwa hubungan antara determinan dan dampak struktur modal meskipun bervariasi tetapi dapat diterangkan dengan menggunakan konsep yang sesuai. Saran yang diberikan dari hasil pembahasan ini adalah bahwa di dalam memahami fenomena sosial, termasuk di dalamnya fenomena bisnis, sebaiknya menggunakan pendekatan kontingensi dan diteliti

asumsi yang mendasari konsep yang dipilih untuk mengkritisi fenomena bisnis dimaksud.

Kata Kunci: Determinan Struktur Modal, Struktur Modal, Kinerja Perusahaan.

PENDAHULUAN

Peningkatan nilai perusahaan yang ditandai oleh kenaikan harga saham perusahaan yang bersangkutan merupakan orientasi dari setiap manajer keuangan. Menurut Keown et al., (2011: 3) "tujuan atau sasaran perusahaan di dalam perspektif manajemen keuangan adalah maksimisasi kesejahteraan pemegang saham". Lebih lanjut Keown dan kawan-kawan menyebutkan bahwa "upaya pencapaian kesejahteraan pemegang saham ini dapat dilakukan dengan pembuatan keputusan-keputusan yang mampu memaksimalkan harga saham biasa". Harga di dalam pengertian manajemen keuangan adalah harga di dalam pengertian umum, yaitu harga saham yang diperdagangkan di bursa atau pasar saham. Upaya peningkatan nilai perusahaan dilakukan dengan pengambilan keputusan yang prima berkaitan penghimpunan dana, baik dengan pinjaman maupun dengan menggunakan modal sendiri, serta kepiawaian menginvestasikan dana yang berhasil dihimpun tersebut sehingga tercapai perimbangan imbal hasil dan risiko investasi. Dengan demikian secara umum keputusan keuangan berkaitan dengan bagaimanakah manajer keuangan mendapatkan dana yang diperlukan perusahaan, mengalokasikan dana yang diperoleh ke dalam asset yang mempunyai perimbangan imbal hasil dan risiko yang sesuai, serta mengajukan usulan berapakah dari keuntungan yang diperoleh dijadikan laba ditahan dan berapakah yang akan dibagikan ke dalam bentuk dividen. Apabila ketiga keputusan strategis keuangan tersebut dijalankan dengan optimal maka kinerja keuangan perusahaan diharapkan dapat membaik dan sinyal positif dari membaiknya kinerja keuangan perusahaan akan ditangkap oleh pelaku bursa untuk meningkatkan tekanan beli pada harga saham bersangkutan. Meningkatnya tekanan beli secara alamiah akan meningkatkan harga saham. Dari pernyataan ini dapat difahami bahwa bilamana harga pasar saham tidak tersedia atau dengan kata lain perusahaan belum terdaftar di bursa, maka nilai perusahaan dapat direpresentasikan oleh nilai beli bilamana perusahaan tersebut diakuisisi atau harga jual saham bilamana pemilik lama bermaksud menambah dana dengan menerbitkan saham baru, meskipun ditawarkan kepada kalangan terbatas. Ross et al., (2003: 4 - 6) menyebutkan bahwa "keputusan-keputusan manajer keuangan meliputi keputusan di bidang *capital budgeting*, *capital structure*, dan *working capital management*". Keown dan kawan-kawan (2011: 11) menyebutkan "ketiga hal tersebut sebagai *issue* dasar di bidang manajemen keuangan".

Investasi, baik pada aktiva tetap (*capital budgeting*) maupun pada aktiva lancar (*working capital*) selalu berkaitan dengan dua hal, yaitu imbal hasil dan risiko. "Investor menanamkan dana saat ini untuk mengantisipasi imbal hasil yang tidak pasti di masa yang akan datang" (Bodie et al., 2008). Dana yang berhasil dihimpun perusahaan melalui peramuan perimbangan utang dan ekuitas, yang tercermin pada struktur modal, pada tahapan selanjutnya diinvestasikan pada aktiva. Investasi yang optimal ditunjukkan oleh

perbandingan ukuran risiko dan imbal hasil yang memadai. Imbal hasil dari suatu proyek ditunjukkan oleh besarnya return on investment (ROI) dan ratio keuangan lain yang sejenis. Angka ROI yang besar menunjukkan keuntungan perusahaan yang besar dengan investasi atau aktiva tertentu atau keuntungan tertentu dengan investasi atau aktiva yang kecil. Di dalam praktek investasi yang menguntungkan selalu berkaitan dengan risiko yang tinggi dan risiko yang tinggi ini membawa implikasi pada tingginya imbal hasil yang dituntut oleh investor. Semakin tinggi risiko yang dihadapi investor, semakin tinggi imbal hasil yang diminta pemilik dana atau dengan pernyataan lain, semakin berrisiko suatu proyek investasi, semakin tinggi biaya modal. Di dalam skenario ini terlihat jelas keterkaitan kebijakan penghimpunan dana atau kebijakan penyusunan struktur modal dengan kebijakan investasi. Sebagaimana telah lazim didiskusikan di dalam telaah manajemen keuangan, *capital budgeting* pada prinsipnya adalah menginvestasikan dana pada saat ini, yang biasanya bernilai nominal tinggi, pada aset tetap dan membuat proyeksi aliran kas masuk dari investasi tersebut di masa-masa yang akan datang. Di dalam bisnis, perbandingan kas keluar dan kas masuk termasuk isu sentral di dalam penerimaan atau penolakan usulan investasi. Bilamana dari hasil analisis usulan investasi diperoleh hasil total aliran kas masuk lebih besar dari total aliran kas keluar maka usulan atau proposal tersebut dapat diterima dan sebaliknya bilamana total aliran kas masuk lebih kecil dari total aliran kas keluar, maka proposal investasi ditolak. Dengan terdapatnya referensi waktu yang berbeda antara kas keluar dan kas masuk pada *capital budgeting* ini maka proses pembandingannya harus didahului dengan penyamaan referensi waktu. Untuk menyamakan referensi waktu manajer keuangan lazimnya akan menghitung nilai sekarang dari kas masuk, meskipun secara filosofis penyamaan waktu *cash flow* tidak harus ditarik pada nilai sekarang, atau dengan kata lain waktu yang dipilih dapat ditentukan pada posisi manapun, yang penting kedua kelompok aliran kas berada pada titik tersebut. Diskusi pokok atau tema sentral di dalam *capital budgeting* adalah penghitungan nilai investasi (*cost*) atau *cash out flow* yang terjadi pada saat ini, proyeksi aliran kas masuk atau *cash in flow* yang terjadi di waktu-waktu yang akan datang, serta penentuan angka pendiskonto yang dipergunakan untuk menentukan nilai sekarang dari *future cash in flow*. Analisis dari harga perolehan atau *cost* dilakukan dengan menghitung secara teliti biaya pendirian atau penyiapan proyek investasi yang diusulkan. Penghitungan *cash in flow* pada prinsipnya adalah menghitung laba akuntansi tetapi dengan mengabaikan beban yang tidak bersifat mengeluarkan kas atau *out of pocket expenses*, seperti beban penyusutan atau depresiasi. Angka pendiskonto yang adil dan layak adalah biaya modal rata-rata atau *weighted average cost of capital* dari seluruh sumber dana atau sumber modal yang dipergunakan di dalam membiayai usulan investasi dimaksud. Biaya modal dari sudut pandang lain adalah imbal hasil yang diharapkan (*expected rate of return*) investor yang mendanai proyek investasi tersebut. Dari sini dapat dilihat implikasi bahwa biaya dana atau biaya modal dari sumber ekuitas akan lebih tinggi dari sumber dana utang karena karakteristik ekuitas dipandang lebih berrisiko oleh investor. Hal ini akan berdampak pada tingginya biaya modal atau angka pendiskonto

cash in flow jika komposisi pendanaan investasi lebih diberatkan pada modal saham atau ekuitas. Pemilihan angka pendiskonto *cash in flow* yang tidak tepat, di dalam arti terlalu tinggi atau terlalu rendah, akan membiaskan kesimpulan dari analisis pada *capital budgeting*.

Penghimpunan dana sebagai cerminan dari keputusan penyusunan struktur modal atau *capital structure* dapat dilakukan dengan 2 (dua) cara utama, yakni menggunakan ekuitas dan atau utang. Kedua sumber utama ini di dalam khazanah manajemen keuangan disebut sebagai modal atau kapital. Penyebutan di awal untuk penggunaan istilah atau terminologi ini dimaksudkan untuk menghindari salah pengertian bahwa modal hanyalah yang berwujud ekuitas. Klasifikasi utang perusahaan umumnya diakitkan dengan waktu jatuh temponya. Utang berjangka waktu pendek, atau tidak melebihi periode akuntansi, biasa disebut utang lancar atau *current liability* sedangkan klasifikasi utang lainnya adalah utang jangka menengah (*mid term notes*) dan utang jangka panjang. Utang jangka panjang dapat berbentuk kredit investasi dari bank atau sumber lainnya dan dapat juga berbentuk obligasi atau *bond*. Kedua utang jangka panjang mempunyai jatuh tempo jauh di atas periode akuntansi, misalnya 5, 10, atau bahkan 15 tahun atau lebih. Perbedaan antara kredit investasi dan obligasi adalah penentuan komponen pembayaran kembalinya. Di dalam setiap pembayaran angsuran kredit investasi terdapat unsur pembayaran bunga dan sebagian dari pokok utang (*principal*). Metode penghitungan bunga dapat dilakukan dengan basis bunga efektif ataupun basis flat. Pada penghitungan bunga dengan basis efektif, besarnya nominal beban bunga adalah tarif bunga dikalikan saldo pinjaman sedangkan pada metode *flat* penghitungan bunga diratakan pada setiap periode pembayaran, berapapun saldo pokok masih tersisa. Pada pembayaran obligasi, sebelum jatuh tempo, komponen yang dibayar secara periodik adalah bunga (kupon) obligasi tersebut sementara pokok dari obligasi dibayarkan sekaligus pada akhir periode pinjaman atau pada saat jatuh tempo. Komposisi utang dan ekuitas sangat dipengaruhi prospek dan risiko bisnis perusahaan yang bersangkutan. Hal ini juga berkaitan dengan biaya modal (*cost of capital*) dari masing-masing sumber dana tersebut. Sebagaimana telah disinggung di depan, biaya modal ekuitas lebih tinggi dikarenakan permintaan investor yang mengalami ketidakpastian imbal hasil dana yang ditanamkannya. Secara umum imbal hasil yang diharapkan investor ekuitas adalah dividen an atau kenaikan harga saham (*capital gain*) yang realisasinya banyak dipengaruhi volatilitas bisnis. Di dalam analisis yang mengkaitkan laba bersih operasi (*net operating income* atau *earning before interest and tax*) dan laba per lembar saham (*earning per share*), penggunaan saham atau ekuitas dibenarkan dan disarankan pada tingkat *net operating income* yang rendah. Karena sifat pembayaran dividen yang variabel, pada tingkat keuntungan atau laba yang rendah perusahaan dapat menurunkan tingkat pembagian dividen sedangkan pada tingkat keuntungan tinggi perusahaan berpotensi akan dituntut membayar dividen yang tinggi. Berbeda halnya dengan obligasi dengan sifat pembayaran bunga yang tetap pada berbagai tingkat keuntungan. Setinggi apapun keuntungan, bunga obligasi yang dibayarkan akan selalu konstan pada tarif bunga yang telah ditetapkan. Namun demikian pada keuntungan yang rendah perusahaan tetap dituntut membayar bunga pada angka yang konstan. Dengan

demikian penggunaan porsi obligasi yang besar dibenarkan dan disarankan pada tingkat keuntungan yang tinggi. Sebagai tambahan, imbal hasil yang diperoleh investor utang (kreditur) yang berupa suku bunga atas sekuritas yang dibelinya dikarenakan bersifat tetap, dan dengan demikian dari sudut pandang investor sekuritas ini berrisiko relatif rendah. Hal ini membawa implikasi pada tarif imbal hasil yang lebih rendah dibandingkan ekuitas. Dari sudut pandang perusahaan biaya modal utang lebih rendah dari biaya modal ekuitas.

Keputusan penetapan porsi laba ditahan dan dividen berkaitan dengan keputusan pada struktur modal. Semakin besar dividen, semakin kecil laba ditahan dan hal ini akan mengurangi sumber dana investasi. Rendahnya laba ditahan akan memperkecil porsi ekuitas pada struktur modal. Negosiasi besarnya laba ditahan, atau dengan kata lain negosiasi mengenai besarnya dividen, bertolak dari sudut pandang mengenai relevansi kedua hal tersebut. Perusahaan dengan prospek bisnis bagus, di dalam artian mempunyai portofolio dan pertumbuhan asset yang bagus, akan mudah meyakinkan pemegang saham untuk tidak mengambil keuntungan di dalam bentuk dividen saat ini karena manajemen dapat memberikan janji untuk meningkatkan imbal hasil pemegang saham melalui peningkatan harga saham, meskipun tidak dengan probabilitas 100% atau dengan kata lain ada kemungkinan tidak sesuai dengan janji tersebut karena faktor risiko. Dibandingkan dengan penerbitan saham baru, sumber modal ekuitas berupa laba ditahan mempunyai biaya modal (*cost of capital*) yang lebih rendah karena mengambil laba ditahan sebagai modal tidak disertai dengan biaya penerbitan atau emisi sebagaimana penerbitan saham baru. Namun demikian biaya modal sumber dana ini lebih tinggi dibanding sumber dana utang. Keuntungan atau kelebihan penggunaan utang sebagai sumber dana adalah bahwa pembayaran bunga utang dapat dipergunakan untuk mengurangi pajak. Di dalam praktek penetapan porsi sumber modal berbiaya murah, di dalam hal ini utang, sulit mencapai angka maksimum dikarenakan faktor eksternal di luar kendali manajemen. Faktor eksternal tersebut adalah persepsi risiko gagal bayar (*default risk*) perusahaan yang tinggi di mata investor bilamana perusahaan banyak membukukan utang. Kendala lain adalah ketentuan otoritas, misalnya yang terjadi pada dunia perbankan mengenai besarnya modal minimum atau *capital adequacy ratio* yang harus dipatuhi. Faktor karakter pemilik perusahaan atau pemegang saham yang memiliki *risk avert* yang tinggi juga merupakan penghambat penggunaan laba ditahan sebagai sumber modal perusahaan. Oleh karena itu sekalipun utang merupakan sumber modal berbiaya murah dan berbeban tetap, perusahaan tetap selalu menggunakan ekuitas sebagai sumber modal, terutama dari laba ditahan.

Berkaitan biaya modal, risiko dan imbal hasil investasi pada aktiva tetap dan aktiva lancar, dan pengambilan keputusan penetapan laba ditahan, manajer keuangan perlu melakukan dan menyusun struktur modal yang dianggap paling baik atau optimal di dalam rangka mencapai tujuan manajemen keuangan, sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan nilai atau harga saham perusahaan. Untuk itu perlu kajian mendalam mengenai pengaruh struktur modal pada kinerja perusahaan yang diukur melalui profitabilitas dan harga

saham dan sekaligus perlu dikaji determinan atau faktor-faktor penentu struktur modal tersebut.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Menurut Van Horne (2002:253) “struktur modal atau *capital structure* adalah proporsi utang, saham preferen, dan saham biasa pada neraca perusahaan”. Dari definisi ini dapat difahami bahwa struktur modal adalah perimbangan atau komposisi dari kewajiban-kewajiban keuangan perusahaan, yakni perimbangan atau komposisi antara utang dan ekuitas.

Dasar teoretik mengenai faktor-faktor penentu struktur modal salah satunya disampaikan oleh Ross et al. (2005: 427) yang menyebutkan bahwa “keberadaan pajak korporasi tetapi dengan tanpa biaya kebangkrutan berimplikasi nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan leverage”. Dari pernyataan Ross dan kawan-kawan tersirat bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan lebih diuntungkan dengan keberadaan pajak korporasi dibandingkan dengan perusahaan dengan dominasi ekuitas pada permodalannya. Hal ini dapat difahami karena pembayaran bunga akan mengurangi pajak.

Pecking Order Theory sebagaimana ditulis McGuigan et al., (2009: 432) menyatakan bahwa “perusahaan-perusahaan lebih menyukai menggunakan lebih dahulu sumber modal internal dan baru kemudian sumber modal eksternal. Prioritas pertama sumber modal eksternal adalah utang. Dari teori ini dapat diambil pengertian bahwa sekalipun utang bukan merupakan prioritas utama pemenuhan modal, namun masih tetap merupakan hal yang diutamakan di dalam penyusunan komposisi permodalan perusahaan. Dari sisi upaya administrasi dan kewajiban legal, penerbitan atau emisi sekuritas obligasi masih mirip dengan penerbitan saham baru. Namun demikian kelebihan obligasi, sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, adalah biaya modal yang rendah. Dengan demikian hal ini dapat menjadi alasan rasional untuk menempatkan obligasi sebagai prioritas kedua setelah laba ditahan dan menjadi pilihan lebih dahulu dibandingkan penerbitan saham baru.

Titman et al. (2011: 502) menyatakan bahwa “beban bunga adalah tax deductible”. Pernyataan ini mengkonfirmasi bahwa penggunaan utang di dalam struktur modal dapat dibenarkan karena mempunyai keuntungan dapat mengurangi beban pajak perusahaan.

Berkaitan pengaruh *capital structure*, di dalam hal ini *debt/assets ratio*, pada harga saham Weston et al. (1996: 620-621), menyatakan bahwa “struktur modal optimal adalah struktur modal yang memaksimisasi harga saham dan struktur ini ditunjukkan oleh *debt/assets ratio* yang lebih rendah dari *debt/assets ratio* yang menghasilkan ekspektasi *earning per share* tertinggi”. Dengan kata lain, bilamana *debt/total assets ratio* lebih tinggi dari itu maka harga saham akan turun. Dari sudut pandang lain, sampai dengan titik tertentu peningkatan utang atau *debt* akan meningkatkan harga saham namun setelah itu peningkatan utang akan menurunkan harga saham. Peningkatan porsi utang akan meningkatkan tarif biaya modal bersamaan dengan meningkatnya risiko beta (*systematic* atau *market risk*). Dari skenario yang disampaikan Weston et al. tersebut juga dapat diketahui bahwa peningkatan *debt/assets ratio* sampai batas tertentu juga berpengaruh

positif pada *earning per share* tetapi kemudian juga mengalami penurunan bilamana porsi utang sudah sedemikian tinggi, misalnya 60%.

"*Return on investment* (ROI) atau *return on total assets* (ROA) ratio adalah perbandingan laba bersih setelah pajak dengan *total asset*" (McGuigan et al, 2009: 70) sedangkan Tobin's Q menurut Ross et al., (2005:41) adalah "seluruh nilai pasar dari utang dan ekuitas dibagi nilai pengganti (*replacement value*) dari seluruh aset". Dikarenakan di dalam ROI dan ROA terdapat unsur laba bersih setelah pajak, maka ratio ini relevan dijadikan ukuran kinerja keuangan perusahaan yang dipengaruhi oleh struktur modal mengingat nilai laba bersih setelah pajak dipengaruhi oleh besarnya beban bunga dan pajak. Lebih teknis Subramanyam dan Wild (2009:37) menyatakan bahwa "*return on investment* merupakan kelompok ratio yang terdiri dari 2 (dua) ratio, yaitu *return on assets* (ROA) dan *return on common equity* (ROE). ROA adalah $\{\text{net income} + \text{interest expense} \times (1 - \text{Tax rate})\} / \text{Average total Assets}$. ROE adalah $\text{Net income} / \text{average shareholder's equity}$ ". Perbedaan definisi ini tidak mengurangi nilai penetapan ROI dan ROA sebagai variabel yang nilainya ditentukan oleh struktur modal perusahaan.

Eldomiaty (2007) menyampaikan laporan hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan mengambil kejadian pada ekonomi yang sedang berkembang. Secara spesifik penelitian dilakukan pada *leverage* perusahaan di Mesir dengan menggunakan asumsi tiga teori struktur modal: *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *free cash flow theory*. Temuan penelitian menyebutkan: (1) perusahaan menggunakan utang jangka pendek dan utang jangka panjang untuk melakukan pengungkitan (*leverage*) dengan lebih banyak bergantung pada utang jangka pendek. Penentu struktur modal menurut *trade-off theory* adalah pajak, *debt/equity ratio*, dan risiko kebangkrutan. Sedangkan penentu struktur modal menurut *pecking-order theory* adalah pertumbuhan dan profitabilitas. Variabel keputusan peminjaman (*borrowing*) tidak dipengaruhi menurut anggapan *free cash flow*.

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal menurut *pecking order theory* diteliti oleh Chen dengan menggunakan sampel 305 perusahaan di Taiwan pada 2009. Hasil penelitian ini menyebutkan bahwa faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah profitabilitas dan tingkat pertumbuhan. Profitabilitas berpengaruh negatif pada struktur modal dan hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas akan mengakibatkan semakin kecil pendanaan dengan pinjaman. Variabel pertumbuhan mempunyai hubungan positif dengan struktur modal. Di sisi lain, ukuran perusahaan memoderasi pengaruh pajak pada struktur modal.

Berkaitan implikasi dari struktur modal, selain beban bunga yang merupakan pengurang pajak, Titman et al. (2011:502) juga menyebutkan bahwa "perusahaan dengan utang juga lebih berpeluang mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*)".

Beberapa penelitian telah dilakukan berkaitan struktur permodalan dan pengaruhnya pada nilai perusahaan dan hal-hal terkait lainnya.

Hasan et al., (2014) membahas pengaruh struktur modal pada kinerja perusahaan di Bangladesh selama periode 2007-2012. Dengan mengambil sampel

sebanyak 36 perusahaan yang terdaftar di Dhaka Stock Exchange, para peneliti menemukan bahwa (1) ratio utang jangka pendek terhadap total aktiva berhubungan positif dengan *earning per share* (EPS), (2) EPS berhubungan negatif dengan utang jangka panjang, (3) terdapat hubungan negatif antara *return on asset* (ROA) dan struktur permodalan, (4) tidak terdapat hubungan struktur permodalan dan *return on equity* (ROE), (5) tidak terdapat hubungan antara struktur modal dan Tobin's Q, serta (6) di luar hubungan EPS dan ratio utang jangka pendek terhadap total aktiva, struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan kinerja keuangan perusahaan.

Javed et al., (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh struktur modal pada kinerja perusahaan dengan mengambil sampel 63 perusahaan yang terdaftar di Karachi Stock Exchange dengan periode pengamatan 2007 - 2011. Kesimpulan dari penelitian ini adalah bahwa struktur modal berpengaruh pada kinerja perusahaan. Secara rinci temuan penelitian ini adalah, (1) struktur modal berpengaruh positif pada *return on asset* (ROA), (2) *debt over assets* (DTA) mempunyai pengaruh positif pada *return on equity* (ROE), (3) *equity over assets ratio* (EQA) mempunyai hubungan negatif dengan *return on equity* (ROE), (4) *long-term debt over assets ratio* (LDA) mempunyai hubungan negatif dengan *return on equity* (ROE), (5) *debt over assets* (DTA) berhubungan negatif dengan *return on sales* (ROS), (6) *equity over assets* (EQA) ada keterkaitan negatif dengan *return on sales* (ROS), dan (7) *long term debt over asstes* (LDA) mempunyai pengaruh positif pada *return on sales* (ROS). [Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Pakistani Firms.

Hussain dan Gull (2011) menyajikan hasil penelitian mengenai hubungan antara struktur modal dan harga saham dengan mengambil industri semen sebagai basis penelitian. Sampel diambil sebanyak 11 perusahaan dengan periode pengamatan 2005 - 2009. Temuan penelitian ini adalah bahwa terdapat hubungan negatif antara struktur modal dan harga saham. Struktur modal di dalam penelitian ini diwakili oleh ratio keuangan berupa *debt to equity ratio* (DER), *debt to asset ratio* (DAR), dan *interest coverage ratio*.

Mireku dan kawan-kawan (2014) menyampaikan hasil penelitian yang mengulas mengenai hubungan struktur modal dan kinerja keuangan dengan mengambil kejadian di Ghana dengan periode pengamatan 2002 - 2007. Sampel penelitian ini sebanyak 15 perusahaan terdaftar di Ghana Stock Exchange. Kelebihan tulisan ini adalah bahwa peneliti menggunakan 2 (dua) definisi struktur modal, yaitu (1) berdasarkan nilai pasar, dan (2) berdasarkan nilai buku. Kinerja keuangan yang digunakan di dalam penelitian ini sebanyak 6 (enam). Banyak kinerja perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan *leverage* yang merupakan representasi struktur modal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan sedikit utang lebih banyak mendapatkan *profit margin* dan lebih baik kinerja keuangannya. Penelitian ini juga menemukan bahwa struktur modal yang didasarkan pada nilai pasar mempunyai hubungan lebih kuat dengan kinerja keuangan dibandingkan yang didasarkan nilai buku.

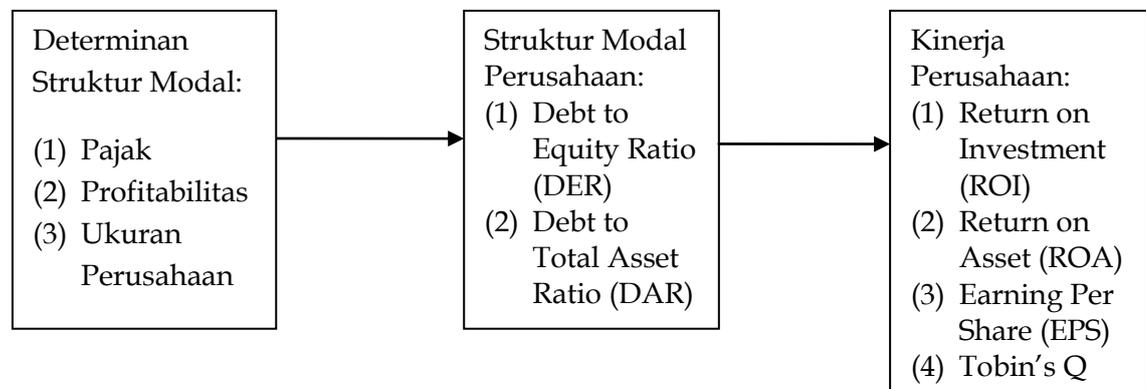
Collins et al., (2012) menyajikan laporan hasil penelitian yang membahas hubungan struktur modal dan nilai pasar perusahaan pada perusahaan non keuangan dengan periode pengamatan 2005 - 2009. Hasil penelitian menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara nilai pasar dan *debt-equity*

ratio yang merupakan salah satu representasi struktur modal. Di sisi lain *total-debt/total-capital* mempunyai hubungan negatif dengan nilai pasar. Temuan lain adalah bahwa ukuran (*size*) mempengaruhi nilai pasar. Secara umum dapat disimpulkan bahwa *leverage* perusahaan mempengaruhi nilai pasar.

Berdasarkan teori-teori dan penelitian terdahulu yang sudah dipaparkan sebelumnya, maka pemikiran yang mendasari penulisan paper ini adalah mencoba merangkum dan mengidentifikasi hal-hal yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan, yakni faktor apa saja yang menentukan struktur modal, yang di dalam hal ini diwakili oleh leverage ratio, dan bagaimanakah pengaruh penetapan struktur modal pada kinerja keuangan perusahaan. Determinan dari struktur modal meliputi pajak, profitabilitas, dan ukuran perusahaan sedangkan struktur modal ditunjukkan oleh *leverage ratio* yang diwakili oleh *debt to equity ratio (DER)* dan *debt to total asset ratio (DAR)*.

Kinerja perusahaan di dalam paper ini diwakili oleh return on investment, return on asset, earning per share, dan Tobin's Q. Secara grafis kerangka pemikiran paper ini dapat dilihat pada Gambar 1 di bawah.

Gambar 1.
Kerangka Pemikiran
Determinan dan Pengaruh Struktur Modal



Hipotesis yang dikembangkan di dalam tulisan ini adalah:

- H1: Pajak berpengaruh pada penetapan struktur modal. Semakin tinggi pajak maka semakin tinggi komposisi utang di dalam struktur modal. Hal ini berkaitan dengan pembayaran bunga pinjaman yang merupakan *tax deductible expenses*.
- H2: Profitabilitas mempunyai hubungan positif dengan penggunaan ekuitas sebagai sumber modal perusahaan. Hal ini berkaitan dengan *Pecking Order Theory* yang menyebutkan manajer keuangan akan cenderung menggunakan laba ditahan sebagai sumber modal perusahaan.
- H3: Ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan utang karena perusahaan dengan asset besar akan mempunyai jaminan atau garansi yang lebih besar terhadap utangnya.

- H4: Struktur modal (komposisi *debt to equity ratio* atau *debt to total asset ratio*) yang optimum akan berpengaruh positif pada *return on investment*.
- H5: Struktur modal (komposisi *debt to equity ratio* atau *debt to total asset ratio*) yang optimum akan berpengaruh positif pada *return on asset*.
- H6: Struktur modal (komposisi *debt to equity ratio* atau *debt to total asset ratio*) yang optimum akan berpengaruh positif pada *earning per share*.
- H7: Struktur modal (komposisi *debt to equity ratio* atau *debt to total asset ratio*) yang optimum akan berpengaruh positif pada Tobin's Q.

METODE

Metode yang dipergunakan di dalam penulisan paper ini adalah metode kualitatif dengan riset pustaka. Pembahasan dilakukan dengan membandingkan berbagai riset dengan harapan suatu riset dapat mengkonfirmasi atau mengkoreksi temuan-temuan riset lainnya. Analisis juga dilakukan dengan perbandingan terhadap teori-teori yang sudah baku dan sudah diorganisasikan pada *text-book* yang relevan dengan topik pembahasan.

Pemaparan dimaksudkan untuk menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi atau determinan dari struktur modal dan selanjutnya menjelaskan pengaruh struktur modal pada kinerja perusahaan berdasarkan hasil penelitian dan kajian sebelumnya. Pajak, profitabilitas, dan ukuran perusahaan merupakan determinan struktur modal, sedangkan struktur modal menunjukkan ratio *leverage* atau besarnya penggunaan utang di dalam membiayai aktiva atau perbandingan utang dengan ekuitas. Dengan struktur modal yang optimal akan dicapai kinerja keuangan yang baik dengan indikator berupa imbal hasil atas investasi (ROI), imbal hasil atas ekuitas (ROE), keuntungan per lembar saham (EPS), imbal hasil atas aktiva (ROA), harga saham, dan Tobin's Q (harga pasar ekuitas dibagi aktiva).

Menurut penelitian-penelitian terdahulu dan kajian-kajian sebelumnya apakah variabel yang mempengaruhi dan dipengaruhi oleh struktur modal mempunyai relasi yang kuat dan dengan arah hubungan yang konsisten. Permasalahan lain yang dapat ditarik adalah apakah jika terjadi inkonsistensi arah hubungan antar variabel, hal itu selanjutnya dapat diterangkan dengan pendekatan kontingensi, di dalam arti arah hubungan tersebut bersyarat. Bila persyaratan yang diperlukan tidak terjadi maka arah hubungan akan berlawanan dengan yang diharapkan.

Tujuan dari penulisan paper ini adalah untuk memberikan argumentasi teoretik mengenai timbulnya variasi hubungan antara struktur modal perusahaan dengan determinan dan juga dengan variabel-variabel lain yang dipengaruhinya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Variabel utama penentu atau determinan struktur modal yang digunakan di dalam pembahasan ini adalah tingkat pajak, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Pajak di dalam pengertian ini adalah pajak keuntungan atau pajak penghasilan, yaitu bagian dari keuntungan perusahaan yang dibayarkan kepada otoritas atau negara sebagai pemenuhan kewajiban legal. Profitabilitas menunjukkan selisih dari penerimaan dengan biaya dan beban perusahaan

selama periode akuntansi yang di dalam penyajian tulisan ini dinisbahkan atau diratiokan pada investasi atau aktiva. Ukuran perusahaan direpresentasikan dari besarnya aktiva. Dengan demikian dapat diasumsikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin besar volume usaha dan semakin besar reputasi. Sebagaimana telah disampaikan pada sub bab sebelumnya, utang atau *debt* merupakan salah satu penyusun permodalan perusahaan yang penting. Dengan demikian dinamika perubahan kuantitas utang akan menyebabkan struktur permodalan mengalami perubahan. Semakin tinggi utang, dengan asumsi ekuitas tetap, maka akan kontribusi utang pada sumber dana investasi semakin besar. Di dalam perspektif keterkaitan dengan pajak, pembayaran bunga utang merupakan *tax deductible expenses* atau beban perusahaan yang mengurangi pajak. Dengan demikian semakin tinggi volume utang maka akan semakin tinggi pengurangan pajak dan hal ini menjadi faktor pendorong bagi manajemen untuk lebih banyak menggunakan utang di dalam komposisi struktur modalnya. Dorongan penggunaan utang yang tinggi ini diperkuat oleh argumen bahwa tarif biaya modal (*cost of capital*) dari utang lebih rendah dari ekuitas. Dengan demikian pertimbangan beban pajak akan meningkatkan nilai *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to total asset ratio* (DAR). Atau dengan kata lain meningkatkan *leverage* atau peningkatan komposisi utang pada struktur modal.

Profitabilitas atau kemampuan perusahaan yang ditunjukkan oleh ratio keuntungan bersih setelah pajak dibagi dengan investasi atau dengan aktiva. Dengan asumsi investasi atau aktiva tetap, maka semakin tinggi keuntungan setelah pajak, maka semakin tinggi ratio profitabilitas. Tingginya keuntungan perusahaan menjadikannya mampu menyediakan sumber pendanaan investasi yang mudah. Apabila manajemen dapat meyakinkan pemegang saham bahwa mereka mempunyai proposal investasi yang baik di waktu mendatang, maka pemegang saham akan menunda permintaan dividen mereka dan lebih mempercayakan keuntungan saat ini untuk dijadikan ekuitas tambahan atau dijadikan laba ditahan (*retained earning*). Peningkatan laba ditahan akan menggeser komposisi atau struktur modal menjadi *less leveraged* atau berkurang intensitas utangnya. Sebenarnya di dalam kasus ini sering terjadi perdebatan, karena menurut aturan biaya modal, urutan pemilihan sumber pendanaan atau sumber modal dimulai atau dipreferensikan yang berbiaya paling murah, yaitu utang. Namun demikian sanggahan dapat diberikan karena tingkat utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko bisnis karena faktor beban tetap keuangan yang dapat membawa perusahaan pada kesulitan keuangan atau *financial distress*. Penganut *pecking order theory* akan lebih memilih laba ditahan sebagai sumber modal yang diprioritaskan. Hal ini karena relatif mudah dilakukan dan sejalan dengan upaya pencegahan kesulitan keuangan. Dengan demikian, bagi perusahaan dengan kondisi keuangan yang sehat, profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan tingkat *leverage* atau penggunaan utang di dalam struktur modal. Semakin tinggi profitabilitas, semakin rendah komposisi utang perusahaan karena peningkatan penggunaan laba ditahan sebagai sumber modal. Namun demikian hal ini tidak terjadi pada perusahaan yang kondisi keuangannya kurang memuaskan yang ditandai dengan rendahnya profitabilitas. Peningkatan komposisi utang pada struktur modal perusahaan

yang kurang sehat tidak disebabkan karena meningkatnya utang, tetapi lebih disebabkan oleh menurunnya keuntungan yang berimplikasi menurunnya laba ditahan atau *retained earning*.

Ukuran perusahaan perusahaan adalah cerminan dari volume usaha yang berujung pada efisiensi. Perusahaan besar menjalankan bisnis dengan skala besar dan hal ini akan membawa implikasi pada tingginya efisiensi karena tercapainya skala ekonomis (*economies of scale*). Volume usaha yang tinggi dapat menekan biaya tetap per unit *output* sehingga dapat menekan harga pokok penjualan (*cost of goods sold*). Dengan harga pokok penjualan yang rendah perusahaan mampu meningkatkan profitabilitas dan memperkuat kinerja keuangan. Kondisi ini memudahkan manajemen melakukan emisi surat berharga utang ataupun ekuitas dan dengan demikian akan memudahkan akses pada kedua sumber modal tersebut. Bagi penganut efisiensi biaya modal, apabila menghadapi dua alternatif sumber modal, maka akan diprioritaskan sumber modal berbiaya murah, di dalam hal ini utang. Dengan demikian bilamana ukuran perusahaan besar, maka manajemen akan meningkatkan utang sejauh belum mencapai titik risiko bisnis yang tinggi. Dengan demikian ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan leverage. Semakin besar ukuran perusahaan akan semakin tinggi komposisi utang di dalam struktur modalnya. Namun demikian jika manajemen adalah penganut *pecking order theory*, ukuran perusahaan tidak menjamin menambah komposisi utang.

Pembahasan kaitan struktur modal perusahaan dengan variabel yang dipengaruhinya tidak terlepas dari pembahasan mengenai hubungan struktur modal dengan determinannya. Profitabilitas dan harga saham sangat dipengaruhi oleh struktur modal yang optimal yang ditandai dengan biaya modal (*cost of capital*) yang minimum. Tarif biaya modal utang, yaitu tingkat bunga, yang rendah akan mengurangi beban bunga dan pada gilirannya akan meningkatkan keuntungan. Dengan kata lain semakin tinggi komposisi utang, maka akan semakin tinggi keuntungan dengan representasi keuntungan per lembar saham (*earning per share = EPS*). Hal ini disebabkan karena tambahnya pendapatan yang disebabkan kenaikan investasi yang dibiayai dengan utang tidak menambah jumlah lembar saham. Di dalam pembahasan EBIT-EPS Analysis disebutkan bahwa bilamana EBIT berada di atas titik *indifference*, dengan kata lain pada EBIT yang tinggi, pembiayaan investasi sebaiknya menggunakan utang. EBIT adalah *earning before interest and tax* atau laba bersih operasi. Pada EBIT di bawah *indifference point* sebaiknya tidak menggunakan utang karena keuntungan yang rendah tidak memadai untuk menutup efek beban tetap yang ditimbulkan utang. Namun demikian peningkatan utang ini tidak dapat dilakukan terus menerus dikarenakan penambahan utang akan meningkatkan risiko dan pada gilirannya kreditur akan meningkatkan tarif bunga yang lebih tinggi pada tingkat leverage yang tinggi. Dengan dikenainya tarif bunga yang lebih tinggi akan menyebabkan manajemen mengurangi laju penambahan utang agar keuntungan sebelum bunga dan pajak tidak habis terpakai untuk membayar beban bunga. Dengan demikian jika dikaitkan dengan keuntungan atau imbal hasil investasi, *leverage* mempunyai hubungan positif sampai level tertentu dan mempunyai hubungan negatif pada level yang sudah mendekati atau memasuki fase *financial distress*.

Keuntungan atau profitabilitas, beban pajak, ukuran perusahaan, dan struktur modal adalah variabel-variabel fundamental keuangan penentu harga saham. Semakin *favorable* variabel tersebut maka semakin tinggi harga saham. Struktur modal optimum akan memberikan kepercayaan kepada investor bahwa perusahaan akan terus dapat bertumbuh dengan risiko keuangan yang rendah. Berkaitan risiko, struktur modal optimum adalah titik penggunaan utang yang cukup tinggi untuk menghemat pajak dengan biaya modal rendah tetapi juga tidak terlalu tinggi sehingga beban tetap keuangan mengurangi kinerja perusahaan. Titik optimum ini akan meningkatkan kepercayaan investor sehingga akan mendorong pembelian saham perusahaan yang bersangkutan dan hal ini mengakibatkan harga saham yang stabil pada nilai yang tinggi dan memenuhi persyaratan *blue chip stock*. Semakin tingginya harga saham di pasar mengakibatkan nilai ekuitas semakin meningkat melalui komponen *paid-in capital* atau agio saham. Hal ini akan mendorong meningkatnya Tobin's Q ratio yang menggambarkan ratio antara nilai pasar ekuitas dibagi dengan total aktiva.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Variasi kesimpulan hasil dari berbagai penelitian mengenai struktur modal tidak menunjukkan inkonsistensi dari perilaku manajer keuangan terhadap tujuan manajemen keuangan. Kebijakan keuangan, di dalam hal ini penentuan struktur modal, dipengaruhi oleh banyak faktor, baik eksternal maupun internal perusahaan. Fenomena bisnis pada aspek keuangan, di dalam hal ini struktur modal, tidak bersifat linear di dalam arti bahwa sekalipun penambahan utang dapat membawa dampak positif tetapi hal ini tidak dapat terus menerus dikarenakan ada variabel lain yang membatasi, baik yang berasal dari faktor eksternal maupun faktor internal. Dari faktor eksternal variabel yang dapat diidentifikasi adalah peningkatan tarif bunga utang dan dari faktor internal adalah konsep yang dianut manajer keuangan dan karakteristik pemegang saham di dalam menghadapi risiko. Bilamana manajer keuangan lebih memilih *pecking order theory*, maka sekalipun perusahaan mempunyai peluang meningkatkan utang manajer tersebut tetap akan memilih laba ditahan sebagai prioritas penyusunan modal perusahaan. Pengaruh struktur modal pada keuntungan atau imbal hasil dan harga pasar bervariasi. Pada kasus suku bunga tinggi peningkatan utang akan menyebabkan penurunan keuntungan sehingga penyusunan modal dengan dominasi ekuitas akan lebih *profitable*.

Saran

Saran yang dapat diberikan dari pembahasan ini adalah bahwa di dalam memahami fenomena social atau bisnis, termasuk di dalamnya fenomena struktur modal, agar mempergunakan pendekatan kontingensi dengan memperhatikan asumsi yang mendasari konsep yang dianut di dalam analisis.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Zvie; Kane, Alex; and Marcus, Alan J. 2008. Investment. McGraw-Hill.
Chen, Li-Ju dan Chen, Shun-Yu. How the Pecking Order Theory Explain Capital Structure.

- Collins, Oboh Sankay; Filibus, Isa Envulu; dan Clement, Adekoya Adeleke. 2012. Corporate Capital Structure and Corporate Market Value: Empirical Evidence from Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*. Vol 4. No 12.
- Eldomiaty, Tarek I. 2007. Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from an Emerging Economy. *International Journal of Commerce & Management*.
- Hussain, M Neha dan Gull, Sana. 2011. Impact of Capital Structure on Stock Price of Cement Price Sector in Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research Business*. Vol 3. No. 3. July.
- Javed, Tariq; Younas, Waqar; dan Imran, Muhammad. 2014. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*. Vol 3. No 5.
- Keown, Arthur J.; Martin, John D.; and Petty, J. William. *Foundation of Finance The Logic and Practice of Financial Management*. 7th Ed. Prentice Hall. 2011.
- McGuigan, James R., Kretlow, William J., Moyer, R. Charles. 2009. *Contemporary Corporate Finance*. South Western Cengage Learning.
- Mireku, Kwame; Mensah, Samuel; dan Ogoe Emmanuel. 2014. The Relationship between Capital Structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Management*. Vol 9. No. 6.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W; dan Jordan Bradford D. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance*. 6th Ed. McGraw-Hill.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; dan Jaffe, Jeffrey. 2005. *Corporate Finance*. 7th Ed. McGraw-Hill.
- Subramanyam, K.R. dan Wild, John J. 2009. *Financial Statement Analysis*. 10th Ed. McGraw Hill.
- Titman, Sheridan; Keown, Arthur J.; dan Martin, John D. 2011. *Financial Management Principles and Applications*. 11th Ed. Prentice Hall.
- Van Horne, James C. 2002. *Financial Management & Policy*. 12th Ed. Prentice Hall.
- Weston, J. Fred; Besley, Scott; dan Brigham, Eugene F. 1996. *Essentials of Managerial Finance*. 11th Ed. The Dryden Press.