

## STRUKTUR MODAL DALAM KEUANGAN SYARIAH

Ulfa Ni'matus Sa'adah, Muhamad Wahyudin, Muhammad Husaini  
(STAI Almuhammad Cepu)

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mendeskripsikan struktur modal dalam keuangan syariah. Struktur modal perusahaan merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan yang mengulas tentang cara perusahaan mendanai aktivitasnya struktur modal mengarah pada pendanaan perusahaan yang menggunakan utang jangka panjang, saham preferen ataupun modal pemegang saham. Jenis penelitian ini adalah *library research*. Hasil penelitian ini adalah teori struktur modal berupa teori Teori Miller dan Modigliani (M&M) *Propositions*, teori *packing order* dan teori signaling.

**Kata Kunci: Struktur Modal, Keuangan Syariah**

#### A. PENDAHULUAN

Struktur modal perusahaan merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan yang mengulas tentang cara perusahaan mendanai aktivitasnya struktur modal mengarah pada pendanaan perusahaan yang menggunakan utang jangka panjang, saham preferen ataupun modal pemegang saham. Pada hakikatnya, struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan lebih menggambarkan target komposisi utang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan.<sup>1</sup>

Struktur modal pada tiap perusahaan ditetapkan dengan memperhitungkan berbagai aspek atas dasar kemungkinan akses dana, keberanian perusahaan menanggung risiko, rencana

strategis pemilik, serta analisis biaya dan manfaat yang diperoleh dari setiap sumber dana. Pada setiap sumber dana yang dapat dipergunakan oleh perusahaan melekat kelebihan dan kekurangannya terkait status perusahaan.

Modal merupakan suatu elemen penting dalam suatu perusahaan, disamping sumber daya manusia, mesin, material dan sebagainya. Suatu perusahaan selalu membutuhkan modal dan tetap dibutuhkan jika perusahaan bermaksud melakukan ekspansi oleh karena itu perusahaan harus menentukan berapa besarnya modal yang diperlukan untuk membiayai usahanya. Kebutuhan dana bisa dipenuhi dari berbagai sumber, pada dasarnya sumber modal diklasifikasikan dalam dua jenis yaitu utang dan ekuitas. Komposisi keduanya dalam struktur pendanaan jangka panjang

---

<sup>1</sup>Bernstein, Leopold A., John J. Wild, *Financial Statement Analysis : Theory, Application, and Interpretation*, 6th edition, Mc Grow-Hill, 1998, 56

suatu perusahaan disebut struktur modal perusahaan.<sup>2</sup>

Keputusan struktur modal dalam perusahaan merupakan hal yang penting. Pentingnya struktur modal ini karena adanya pilihan kebutuhan antara memaksimalkan return atau menimalkan biaya modal dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Struktur modal perusahaan adalah kombinasi dari saham-saham yang berbeda (saham biasa dan saham preferen) atau bauran seluruh sumber pendanaan jangka panjang (ekuitas dan utang) yang digunakan perusahaan.

Pada umumnya, suatu perusahaan dapat memilih berbagai alternative struktur modal. Persoalannya adalah apakah perusahaan akan menggunakan utang yang besar atau hanya menggunakan utang yang sangat kecil. Sumber sumber pendanaan yang dapat digunakan antara lain: leasing, warrant, convertible, bond, forward contracts atau trade bond swaps. Persoalannya adalah banyaknya pilihan ini akan mendingkan perusahaan untuk melakukan berbagai alternatif kombinasi pendanaan. Dalam penelitian ini peneliti hanya berusaha untuk menemukan kombinasi yang akan memaksimalkan nilai pasar perusahaan. Nilai pasar adalah sama dengan nilai pasar saham ditambah nilai pasar utang. Apabila besarnya nilai utang konstan, maka setiap peningkatan nilai saham akan meningkatkan nilai

perusahaan apabila nilai utang berubah, maka Struktur modal akan berubah pula. Perubahan dalam struktur modal akan menguntungkan bagi pemegang saham, jika nilai perusahaan meningkat. Hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan telah menjadi subyek perdebatan yang cukup ramai.

Salah satu yang menjalankan aktivitas keuangan Syariah adalah bank Syariah yang merupakan lembaga keuangan yang berorientasi pada laba (profit). Laba bukan hanya kepentingan pemilik atau pendiri tetapi juga sangat penting untuk pengembangan usaha bank syariah. Laba bank Syariah terutama diperoleh dari selis antara pendapatan atas penanaman dana dan biaya-biaya yang dikeluarkan selama periode tertentu. Untuk dapat memperoleh hasil yang optimal, bank syariah dituntut untuk melakukan pengelolaan dananya secara efisien dan efektif. baik atas dana-dana yang dikumpulkan dari masyarakat (Dana pihak ketiga), serta dana modal pemilik / pendiri bank Syariah maupun atas pemanfaatan atau penanaman dana.

Pola dalam manajemen dana bank Syariah. ada beberapa perbedaan pola manajemen dana antara bank konvensional dengan bank syariah perbedaan tersebut dapat ditemukan dalam uraian, lembaga keuangan Syariah akan terlihat baik dalam mengelola manajemen keuangan, minimal dapat dilihat dan erperihinya tingkat likuiditas, rentabilitas, dan solvabilitas yang baik adalah.

---

<sup>2</sup>Brigham & Houston. (1999). *Intermediate Financial Management*. New York: The Dryden Press.

modal dan pola struktur modal.

## B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dipaparkan di atas, maka rumusan masalah penelitian ini adalah:

1. Apa saja teori-teori Struktur Modal?
2. Bagaimana Pola Struktur Modal?

## C. Tujuan dan Manfaat Penelitian

### 1. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk dapat:

- a. Menganalisis dan menjelaskan teori-teori Struktur Modal.
- b. Menganalisis dan menjelaskan Pola Struktur Modal.

### 2. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan baik secara teoritik maupun praktik.

- a. Aspek teoritis, hasil penelitian ini dapat mengisi kesenjangan literatur-literatur yang telah ada khususnya dalam bidang keuangan Islam dan menambah *khazanah* ilmu pengetahuan.
- b. Aspek praktis, hasil penelitian secara praktis dapat digunakan oleh manajer keuangan khususnya yang fokus terhadap teori struktur

## METODOLOGI PENELITIAN

### A. Jenis Penelitian

Berdasarkan tujuannya, penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian *library research*.

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Pembahasan mengenai struktur modal ini sangat penting untuk dipahami karena berkaitan dengan pengambilan keputusan dalam memilih jenis-jenis sumber dana baik diperoleh dari dalam perusahaan sendiri maupun diluar perusahaan.

### 1. TEORI-TEORI STRUKTUR MODAL

Pada umumnya suatu perusahaan dapat memilih berbagai alternative struktur modal. Persoalannya adalah apakah perusahaan akan menggunakan utang yang besar atau hanya menggunakan utang yang sangat kecil. Sumber-sumber pendanaan yang dapat digunakan antara lain: leasing, warrant, convertible, bond, forward contracts atau trade bond swaps. Persoalannya adalah banyaknya pilihan ini akan mendingkan perusahaan untuk melakukan berbagai alternatif kombinasi pendanaan. Dalam penelitian ini peneliti hanya berusaha untuk menemukan kombinasi yang akan memaksimalkan nilai pasar perusahaan. Nilai pasar adalah sama dengan nilai pasar saham ditambah nilai pasar utang. Apabila besarnya nilai utang konstan, maka setiap peningkatan nilai saham akan meningkatkan nilai perusahaan

apabila nilai utang berubah, maka Struktur modal akan berubah pula. Perubahan dalam struktur modal akan menguntungkan bagi pemegang saham, jika nilai perusahaan meningkat. Hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan telah menjadi subyek perdebatan yang cukup ramai. berikut beberapa penjelasan mengenai pengertian Struktur Modal oleh pakar ekonomi.

### 1. Pengertian Struktur Modal

Manajemen keuangan melalui aktivitas perusahaan yang bersangkutan dengan upaya mendapatkan dana dan menggunakan dana tersebut seefisien mungkin. Modal merupakan komponen dana jangka panjang suatu perusahaan yang meliputi semua komponen di sisi kanan neraca perusahaan kecuali hutang lancar.

Definisikan Menurut Struktur Modal (Capital Structure) sebagai komposisi modal perusahaan dilihat dari sumbernya khususnya yang menunjukkan porsi dari modal perusahaan yang berasal dari sumber utang (kreditur) dan sekaligus porsi modal yang berasal dari pemilik sendiri (owners' equity).<sup>3</sup> Sedangkan menurut Struktur modal merupakan perimbangan antara hutang dengan modal yang dimiliki perusahaan. Kemudian ditambahkan oleh Brealey bahwa struktur modal, sebagai penggalangan dana yang dibutuhkan oleh suatu perusahaan untuk investasi

dan kegiatan operasional perusahaannya.<sup>4</sup>

struktur modal sebagai perimbangan antara penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari saham preferen dan saham biasa. Struktur modal yang optimal yang secara langsung akan mempengaruhi nilai perusahaan.<sup>5</sup>

Struktur modal perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen yaitu:

1. Hutang jangka panjang yaitu hutang yang masa jatuh tempo pelunasannya lebih dari 10 tahun. Komponen ini terdiri dari hutang hipotek dan obligasi.

2. Modal pemegang saham terdiri dari saham preferen (preferred stock) dan saham biasa (common stock). Dari pandangan tersebut dapat dikatakan bahwa struktur modal merupakan pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri baik dari sumber internal maupun eksternal.

### 2. Teori-teori Struktur Modal

Untuk memudahkan pola struktur modal maka perlu memahami teori Struktur modal. Menurut Willian L. Megginson (1996) dalam ilmu keuangan dikenal beberapa teori

---

<sup>3</sup>Handayani, Wiwik dan Andi Sulisty Haribowo. 2008. *Asuhan Keperawat pada Kliendengan Gangguan Sistem Hematologi*. Jakarta : Salemba Medika

---

<sup>4</sup>Brealey, Myers dan Marcus, 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Kelima. Jakarta: Penerbit Erlangga.

<sup>5</sup>Dermawan Sjahrial. 2009. *Manajemen Keuangan*, edisi 3. Jakarta: Mitra Wacana Media.

Struktur modal yang dikenal oleh perusahaan dalam menetapkan Struktur modal yaitu 1. Teori Miller dan Modigliani, 2. Teori Pecking Order Hypotesis dan 3. Signaling.

#### 1. Teori Miller dan Modigliani (M&M) Propositions

Teori Miller dan Modigliani atau yang dikenal dengan teori M&M merupakan dasar dari teori keuangan modern. Teori ini memberikan sebuah definisi operasional dari biaya modal dan dasar teori investasi “an operational definition of the cost of capital and workable theory of invesment” yang secara eksplisit mengakui ketidakpastian dan memberikan dukungan sebagai dasar prinsip dari maksimalisasi nilai pasar. Dengan kata lain teori MM ini mencoba menjelaskan bagaimana hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.<sup>6</sup> Teori M&M membuat beberapa asumsi baik secara eksplisit dan implisit yaitu.

- a. Semua aset secara fisik dimiliki oleh perusahaan.
- b. Di pasar modal tidak terjadi friksi. Tidak ada pajak perusahaan atau pajak pendapatan personal, tidak ada biaya dalam membeli dan menjual sekuritas, dan tidak ada biaya kebangkrutan
- c. Perusahaan hanya dapat mengeluarkan 2 jenis sekuritas yaitu ekuitas yang berisiko (risky equity) dan hutang yang bebas risiko (risk-free debt)
- d. Baik individu maupun perusahaan dapat meminjam dan meminjamkan

dana pada tingkat bunga bebas risiko (risk-free interest rate).

- e. Investor memiliki ekspektasi yang homogen tentang pergerakan profit perusahaan di masa depan
- f. Tidak ada pertumbuhan, sehingga semua pola arus kas (cash flow) bersifat anuitas sampai jangka waktu tidak terbatas
- g. Semua perusahaan dapat digolongkan menjadi satu dari beberapa kelas return yang sama sehingga return semua perusahaan di kelas yang sama adalah proporsional, dan berkorelasi dengan sempurna, dengan perusahaan lain di kelas tersebut

Teori M&M ini secara eksplisit mengakui tidak adanya hubungan (irrelevance) dari pendanaan dan investasi. Dalam arti bahwa menggunakan hutang atau tanpa hutang dalam mendanai investasi perusahaan tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller dan Fama dan Miller , Kebijakan investasi diasumsikan tetap. Selama jumlah aliran kas perusahaan tetap, maka nilai dari perusahaan tidak akan berubah dengan ada atau tidak adanya perjanjian yang protective, dengan aliran kas yang tetap, keuntungan yang dimiliki bondholder akan hilang ke pemegang saham dan sebaliknya. Perjanjian hanya akan mengubah distribusi kumpulan payoffs dan adanya pilihan pendanaan tidak berhubungan terhadap nilai perusahaan Miller mencoba menjelaskan teori dengan menggunakan analogi sederhana yaitu ”

*Think of the firm as gigantic tub of whole milk. The farmer can sell the*

---

<sup>6</sup> Miller, M.H & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares. Journal of Business. 34: 411-413.

*whole milk as it is. Or he can separate out the cream, and sell it at a considerably higher price than the whole milk brings." He continues, "The Modigliani – Miller, proposition says that if there were no cost of separation, (and, of course, no government dairy support program), the cream plus the skim milk would bring the same price as the whole milk."*

"Bayangkan sebuah perusahaan sebagai sebuah bak raksasa susu. Para petani dapat menjual semua susu yang ada atau memisahkan cream dan menjualnya dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan semua susu yang ada. Miller kemudian melanjutkan bahwa proposisi dari Modigliani dan Miller menyatakan, jika tidak terdapat biaya dari pemisahan (dan, tentu saja program bantuan pemerintah ke perusahaan susu) maka harga cream ditambah skim milk akan sama dengan harga semua susu yang ada. Inti dari pernyataan ini adalah bahwa meningkatkan hutang (cream) menurunkan nilai dari saham yang beredar (skim milk) – menjual cash flow kepada kepada pemegang saham yang berdampak pada nilai ekuitas perusahaan akan lebih kecil, dan pada dasarnya nilai total perusahaan adalah tetap. Teori Miller dan Modigliani memiliki 2 proposisi. Proposisi I dari teori Miller dan Modigliani ini mengasumsikan bahwa perusahaan j, yang berasal dari kelas c, diharapkan akan memperoleh pendapatan operasional (Net Operating Income, NOI) rata – rata NOI<sub>j</sub> setiap periode kondisi di masa yang datang dapat diprediksi.

## 2. *Pecking Order Hypothesis*

Teori ini dikembangkan oleh Stewart Myers. Ada 4 asumsi dari teori ini yaitu.<sup>7</sup>

- a. Kebijakan dividen adalah kaku. Manajer akan berusaha menjaga tingkat pembayaran dividen yang konstan, dan tidak akan menaikkan atau menurunkan dividen sebagai bentuk respon akan fluktuasi laba sekarang yang bersifat sementara.
- b. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (laba ditahan dan penyusutan) dibandingkan pendanaan eksternal seperti hutang dan saham.
- c. Jika perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih dari pendanaan saham yang paling aman terlebih dahulu.
- d. Jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal yang lebih banyak maka perusahaan akan memilih dengan memakai hutang yang aman, kemudian dengan hutang yang berisiko, convertible securities, preferred stock, dan terakhir adalah saham umum.

Model ini lebih fokus pada motivasi manajer perusahaan dibandingkan prinsip valuasi dari pasar modal. Dalam bentuknya yang paling sederhana, teori Pecking Order ini telah ada selama beberapa tahun, namun banyak ditolak oleh para ekonomi modern karena kelihatannya tidak rasional. Teori Pecking Order yang sederhana menganggap ada pengaruh yang buruk dari ketidaksempurnaan pasar (biaya transaksi tinggi, investor

---

<sup>7</sup>Myers, S. C. dan Majluf N. S. 1984. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*. Vol. 13.

yang tidak memiliki informasi, dan manajer yang sangat tidak sensitif terhadap valuasi pasar atas saham perusahaan) yang sulit menerima sebagai gambar akurat dari pasar modal yang modern.

Myers memberikan pandangan pembenaran dari teori pecking order ini berdasarkan informasi asimetris (Myers and Majluf. Myers dan Majluf memberikan dua asumsi utama tentang manajer perusahaan. Pertama adalah mereka mengasumsikan bahwa manajer perusahaan lebih mengetahui tentang penghasilan perusahaan sekarang dan kesempatan investasi dibandingkan investor luar. Kedua adalah bahwa manajer bertindak berdasarkan kepentingan terbaik dari pemegang saham yang ada.

### 3. Teori Signaling

Signalling merupakan kegiatan pendanaan manajer yang dipercaya dapat merefleksikan nilai dari saham perusahaan. Pada umumnya pendanaan dengan hutang dianggap sebagai signal positif sehingga manajer percaya bahwa saham “undervalued”. Sebagai contoh anggap manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan sekarang.

Dalam hal ini akan menguntungkan bagi para stockholder untuk menggunakan hutang dibandingkan dengan menerbitkan saham. Karena dengan penggunaan hutang ini dianggap sebagai signal

positif. Sedangkan adanya penerbitan saham dianggap sebagai signal negatif sehingga manajemen percaya bahwa saham “overvalued”. Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, underwriting cost (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan hutang. Teori ini dikembangkan oleh Ross.<sup>8</sup> Ross menyarankan perusahaan dengan leverage yang besar dapat dipakai manajer sebagai signal yang optimis akan masa depan perusahaan. Teori signalling ini muncul karena adanya permasalahan asimetris informasi<sup>10</sup>. Karena kondisi asimetris informasi ada dari waktu ke waktu, perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi tanpa harus menjual saham pada harga rendah. Dengan demikian akan mengirimkan signa yang sangat mempengaruhi harga saham.

Adanya asumsi bahwa pasar keuangan tidak merefleksikan semua informasi khususnya informasi yang belum tersedia di publik, maka memungkinkan bagi manajer untuk memilih dalam penggunaan kebijakan pendanaan untuk menyampaikan informasi ke pasar. Manajer sebagai pihak dalam yang memiliki akses informasi tentang ekspektasi aliran kas perusahaan, akan memilih signal yang tidak terlalu ambigu tentang masa depan perusahaan jika mereka memiliki insentif yang tepat. Untuk melihat

---

<sup>8</sup> Ross, S., 1977. The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Spring: 23-40.

bagaimana proses bekerja insentif ini, maka kita asumsikan manajer dilarang untuk memperdagangkan sekuritas dari perusahaan mereka. Hal ini menjaga mereka dari keuntungan dengan mengeluarkan signal yang salah, seperti mengumumkan berita buruk dan menjual singkat (short sale) walaupun mereka tahu perusahaan bagus. Myers dan Majluf juga membuat model signalling yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Manajer lebih baik dari sipapapun, diasumsikan mengetahui nilai "sebenarnya" perusahaan di masa depan. Disamping itu, manajer juga diasumsikan bertindak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham lama yaitu orang yang memiliki saham di perusahaan ketika keputusan diambil. Pemegang saham lama ini juga diasumsikan pasif atau tidak melakukan apapun untuk mengubah portofolio mereka. Untuk lebih mudah, maka kita asumsikan tingkat bunga adalah nol, dan tidak ada pajak, biaya transaksi, atau pasar tidak sempurna.

## 2. KOMPONEN- KOMPONEN STRUKTUR MODAL

### 1. 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 , " hutang jangka panjang merupakan salah satu dari bentuk pembiayaan jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari

satu tahun, biasanya 5-20 tahun".<sup>9</sup> 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

<sup>9</sup>Sundjaja, Inge Barlian. 2003. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Literata Lintas Media



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 ).

## 2. Modal Sendiri.

Sruktur modal konservatif, susunan modal menitik beratkan 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, "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, adalah.

- 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, 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, 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.

## 3. Manajemen Struktur modal.

Dalam menentukan struktur modal perusahaan , manajemen juga menerapkan analisis 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, khususnya 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. Konservatisme manajemen.

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

3. Pengawasan hutang yang besar dapat berakibat semakin ketat pengawasan dari pihak kreditor ( misalnya, melalui kontrak perjanjian atau covenant). 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 flotation cost untuk jaminan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan lebih banyak hutang dibanding 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 modal akan meningkat. Perusahaan harus mempertimbangkan suatu tingkat penggunaan hutang yang masih memberikan kemungkinan menambah hutang di masa mendatang dengan biaya yang relatif rendah

## 4. Kebijakan Struktur Modal

1. Pada pertemuan tahunan Financial Management Association (FMA) pada tahun 1989, disimpulkan 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 tentang struktur 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 meningkatkan keuntungan perusahaan oleh karena itu, struktur modal yang optimal akan menyeimbangkan risiko dan keuntungan perusahaan.

4. Metode lain yang tidak jarang digunakan dalam menentukan struktur

modal perusahaan adalah analisis 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 industrin 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 optimal 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

### **3. FAKTOR FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL**

Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi Struktur Modal antara lain.

#### **1. Struktur Aktiva (Tangibility)**

Kebanyakan perusahaan industri yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanent yaitu modal sendiri, sedangkan hutang bersifat pelengkap. Perusahaan yang semakin besar aktivanya terdiri dari aktiva lancar akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan utang. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh struktur

aktiva terhadap struktur modal suatu perusahaan.

## 2. Growth Opportunity

Growth Opportunity yaitu kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi pada hal-hal yang menguntungkan. Teori Agency menggambarkan hubungan yang negative antara Growth Opportunity dan leverage. Perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi cenderung akan melewatkan kesempatan dalam berinvestasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan.

## 3. Ukuran Perusahaan (Firm Size)

Perusahaan besar cenderung akan melakukan diversifikasi usaha lebih banyak dari pada perusahaan kecil. Oleh karena itu kemungkinan kegagalan dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil. Ukuran perusahaan sering dijadikan indicator bagi kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dalam ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya.

## 4. Profitabilitas

Teori Pecking Order mengatakan bahwa perusahaan lebih menyukai internal funding. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi tentu memiliki dana internal yang lebih banyak dari pada perusahaan dengan profitabilitas rendah.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi investasi menggunakan utang yang relative

kecil.<sup>10</sup> Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh berarti semakin rendah utang.

## 5. Risiko Bisnis

Risiko Bisnis akan mempersulit perusahaan dalam melaksanakan pendanaan eksternal, sehingga secara teori akan berpengaruh negative terhadap leverage perusahaan.

## Kesimpulan

Menurut Lawrence, Gitman. Definisi struktur modal adalah " capital structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm ".<sup>11</sup> Ada dua macam tipe modal menurutnya yaitu modal hutang ( debt capital) dan modal sendiri (equity 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

<sup>10</sup>Brigham, Houston. 2001. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Buku 2*, Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat

<sup>11</sup> Gitman, J. Lawrence.(2000).*Principles of Managerial Finance, 10<sup>th</sup> Edition*.SanDiego State University.USA.

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*. Selain teori - teori mengenai struktur modal, dijelaskan pula mengenai mengenai struktur modal, komponen-komponen struktur modal, analisis subyektif dalam manajemen struktur modal dan catatan tentang kebijakan struktur modal.

Dari uraian yang telah di tulis maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Bahwa Struktur Aktiva (Tangibility), Growth Opportunity, Ukuran Perusahaan (Firm Size), Profitabilitas dan Risiko Bisnis baik secara simultan maupun parsial mempunyai pengaruh pada Keputusan Struktur Modal Suatu Perusahaan.
2. Dari faktor-faktort tersebut mempunyai pengaruh satu dengan yang lainnya. Sehing dengan demikian Para Investor, Kreditor maupun Managemen Perusahaan hendaknya memberikan perhatian

yang lebih kepada informasi atas faktor-faktor yang mempengaruhi tersebut

## DAFTAR PUSTAKA

### Buku

- Ang, Robert.1997.*Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*.Jakarta:Media Staff Indonesia.
- Atmaja, Lukas Setia, 2008, *Manajemen Keuangan*, Buku I, Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Edy, Sutrisno. 2012. *Manajemen Sumber Daya Manusia*. Jakarta: Kencana
- Horne, James C. Van dan John M. Wachowicz Jr. 2010.*Fundament of Financial Management Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*.Edisi 12 Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Martono dan Agus Harjito. 2006. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua. Yogyakarta: Ekonisia.
- Manurung, Mandala, dan Pratama Rahardja. 2004. *Uang, Perbankan, dan Ekonomi Moneter (Kajian Kontekstual Indonesia)*. Lembaga Penerbit FEUI. Jakarta.
- Muhammad, 2005. Pengantar Akuntansi Syariah 2. Jakarta: Salemba Empat. 290 hal.259
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz, Jr., 1998, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Alih Bahasa : Heru Sutojo, Buku Dua, Edisi Kesembilan, Salemba Empat, Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2010. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi

Keempat. Cetakan Kesepuluh.  
Yogyakarta: BPFE.

### **Jurnal dan Artikel**

- 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.