

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

#### **2.1 Pengertian Struktur Modal**

Dalam dunia usaha, peningkatan kegiatan usaha selalu menghadapi masalah yang pelik. Salah satu masalah utama yang dihadapi oleh pimpinan atau pemilik perusahaan ialah menyediakan modal yang diperlukan untuk menunjang kegiatan perusahaan.

Secara umum, dibutuhkan modal yang teratur dan permanen untuk menjalankan perusahaan. Oleh sebab itu, seorang pimpinan harus dapat menyediakan modal yang cukup ketika aktifitas perusahaan meningkat dan sekaligus dapat mengatasi agar tidak terjadi kelebihan modal dalam bentuk kas pada saat aktifitas perusahaan sedang menurun. Modal dapat diperoleh dari hasil operasi perusahaan maupun dari luar. Kegagalan dalam memperoleh modal akan menimbulkan hambatan, meski hal ini juga turut dipengaruhi oleh faktor pengelolaan dalam meningkatkan mutu produksi dan faktor lain yang sifatnya eksternal.

Menurut Neil Seitz (1999) struktur modal merupakan gabungan dari sumber hutang jangka panjang yang meliputi hutang, saham biasa, dan saham umum. Hal senada juga diungkapkan oleh Ross bahwa struktur modal adalah gabungan dari hutang jangka panjang dan sekuritas yang perusahaan yang dipakai untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Sedangkan menurut ( Wild et al, 2005 ) struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara ekuitas ( pendanaan sendiri ) dan utang pada suatu perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan merupakan salah satu aspek yang berpengaruh dalam menciptakan nilai bagi perusahaan. Oleh karena itu penting bagi

perusahaan untuk membuat kebijakan pendanaan yang tepat. Salah satu langkah yang diambil perusahaan adalah dengan memiliki manajemen keuangan. Tanggung jawab utama seorang manajer keuangan (*financial manager*) dalam suatu perusahaan adalah merencanakan sumber dan penggunaan dana untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*the value of the firm*). Keputusan manajemen keuangan terdiri dari 3 bagian yaitu<sup>1</sup> :

1. Keputusan Investasi yang terdapat pada sisi kiri dari neraca. Manajemen keuangan berperan dalam menentukan jenis aset apa yang akan diinvestasikan oleh perusahaan .
2. Keputusan Pendanaan yang terdapat pada sisi kanan dari neraca yang terdiri dari kewajiban dan sekuritas. Manajemen keuangan berperan untuk menentukan bagaimana perusahaan mendapatkan modal yang dipakai untuk membiayai investasi perusahaan.
3. Keputusan Manajerial yang meliputi keputusan investasi dan pendanaan perusahaan dari hari-ke-hari seperti seberapa besar ukuran perusahaan atau seberapa cepat pertumbuhan perusahaan.

Dengan demikian manajemen keuangan ini dapat memastikan bahwa perusahaan didanai dengan biaya modal paling rendah dan, investor yakin mereka menanamkan uangnya di pasar modal dengan adanya jaminan hasil maksimal pada tingkat risiko yang paling kecil serta, pembuat kebijakan publik dapat membuat peraturan dan pajak yang meningkatkan output secara keseluruhan dengan tingkat risiko terkecil<sup>2</sup>. Dengan meniadakan kondisi pasar tidak sempurna, struktur modal yang optimal akan meminimalkan biaya rata – rata modal. Oleh karena itu dalam mencari struktur modal

---

<sup>1</sup> Emery, Douglas R dan John D. Finnerty, "Corporate Financial Management", (Prentice Hall, Inc, 1997) p.4.

<sup>2</sup> Megginson, William L "Corporate Finance", (Addison –Wesley Educational Publisher ,Inc ,1996) p.305

yang optimal, sangat penting untuk mempertimbangkan tingkat suku bunga, tingkat pajak, biaya kebangkrutan, *agency relation* dan asimetrik informasi antara manajer dan investor<sup>3</sup>.

## 2.2 Sumber - Sumber Pendanaan

Berikut ini merupakan sumber utama dari dana yang dapat dipakai untuk melaksanakan kegiatan perusahaan<sup>4</sup>:

### 1. Dari dalam perusahaan (sumber dana internal)

Dana yang berasal dari dalam perusahaan adalah dana atau *funds* yang berbentuk atau dihasilkan di dalam perusahaan. Dana yang berasal dari dalam perusahaan terdiri dari berbagai jenis antara lain :

- Keuntungan yang ditahan
- Penyusutan
- Saham pemilik
- dan lain – lain

### 2. Dana dari luar perusahaan (sumber dana eksternal)

Dana yang berasal dari luar perusahaan terdiri dari 2 golongan, yaitu :

- Sumber Dana Jangka Pendek

Sumber dana jangka pendek ini diperoleh antara lain dari kredit dagang, kredit bank, surat – surat berharga, dan lain – lain.

- Sumber Dana Jangka Panjang

---

<sup>3</sup> Seitz, Neil and Mitch Ellison, "Capital Budgeting and Long Term Financing Decision," 3<sup>rd</sup> ed, (Harcourt College Publisher, 1999)

<sup>4</sup> Manullang, M "Pengantar Manajemen Keuangan," (Andi Yogyakarta, 2005) p.2

Sumber dana jangka panjang dapat diperoleh dari berbagai sumber antara lain

- Pinjaman Obligasi

Pinjaman obligasi adalah pinjaman jangka waktu yang panjang. Jadi, debitor mengeluarkan surat pengakuan hutang yang mempunyai nilai nominal tertentu.

- Pinjaman Hipotek

Pinjaman hipotek adalah pinjaman jangka panjang. Disini, kreditor diberi hak hipotek terhadap suatu barang tidak bergerak dan apabila debitor tidak memenuhi kewajibannya maka barang tersebut dapat dijual dan hasil penjualan tersebut digunakan untuk menutup tagihannya.

Struktur modal setiap perusahaan berbeda satu sama lain. Komposisi dari modal dipengaruhi oleh faktor – faktor sebagai berikut<sup>5</sup>:

1. Sifat kegiatan perusahaan
2. Faktor – faktor ekonomi
3. Peraturan pemerintah yang berhubungan dengan pengendalian kredit
4. Suku bunga yang berlaku
5. Jumlah uang yang beredar
6. Tersedianya bahan – bahan di pasar
7. Kebijaksanaan di dalam perusahaan

Sedangkan menurut Riyanto (2001) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu :

---

<sup>5</sup> Ibid

### 1. Tingkat bunga

Tingkat bunga yang berlaku saat manajemen akan menentukan struktur modal akan mempengaruhi jenis modal yang akan digunakan apakah memakai saham atau obligasi.

### 2. Stabilitas earning

Stabilitas dan besarnya earning yang diperoleh perusahaan akan menentukan apakah perusahaan dibenarkan menggunakan utang tetap atau tidak.

### 3. Susunan aktiva

Pada kebanyakan industri manufaktur di mana sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap akan cenderung menggunakan modal sendiri dibandingkan dengan modal asing atau hutang hanya sebagai pelengkap.

### 4. Risiko aktiva

Risiko yang melekat kepada setiap aktiva belum tentu sama. Semakin panjang jangka waktu penggunaannya maka risiko semakin besar.

### 5. Jumlah modal yang dibutuhkan

Jumlah modal yang diperlukan atau dibutuhkan akan mempengaruhi struktur modal. Jika modal yang dibutuhkan adalah besar maka dirasakan perlu bagi perusahaan untuk menggunakan sekuritas secara bersamaan.

### 6. Keadaan pasar modal

Kondisi pasar modal sering mengalami perubahan yang disebabkan oleh berbagai faktor. Oleh karena itu dalam rangka memperoleh dana melalui penjualan sekuritas, perusahaan harus memperhatikan kondisi pasar modal.

## 7. Sifat manajemen

Bagi manajemen yang optimis akan masa depan perusahaan akan berani menanggung risiko besar sehingga akan lebih menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan.

## 8. Besarnya perusahaan

Suatu perusahaan besar dimana sahamnya tersebar sangat luas, penambahan saham untuk memenuhi kebutuhan dana tidak banyak mempengaruhi kekuasaan atau pengendalian pemegang saham mayoritas. Perusahaan besar pada umumnya lebih menyukai penerbitan saham baru dalam memenuhi kebutuhan dananya.

### 2.3 Pola Struktur Modal

Sebelum kita mengetahui teori tentang struktur modal, maka penting terlebih dahulu untuk mengetahui pola struktur modal yang ada di dunia. Berdasarkan riset ada beberapa pola dari struktur modal di seluruh dunia yaitu <sup>6</sup>:

1. Struktur modal di beberapa negara berbeda – beda.
2. Pola struktur modal setiap industri juga berbeda.
3. Hutang berbanding terbalik dengan *profitabilitas*.
4. Pajak mempengaruhi struktur modal, namun bukan satu –satunya faktor yang menentukan.
5. Pada saat *financial stress* hutang akan menurun.

---

<sup>6</sup> Megginson, William L”*Corporate Finance*,”(Addison –Wesley Educaional Publisher ,Inc ,1996) p.306 - 312

6. Para *shareholder* mengasumsikan bahawa menaikkan hutang adalah *good news* dan menurunkan hutang adalah *bad news*.
7. Pengaruh *transaction cost* dalam menerbitkan sekuritas adalah sangat kecil terhadap struktur modal.
8. Kepemilikan terkonsentrasi vs difus (tersebar).
9. Struktur modal optimal merupakan target struktur modal bagi perusahaan.

Dengan mengetahui pola struktur modal ini, maka akan memudahkan kita untuk memahami teori struktur modal.

## **2.4 Teori – Teori Struktur Modal**

Menurut William L. Megginson (1996) dalam ilmu keuangan dikenal beberapa teori – teori struktur modal yang dikenal oleh perusahaan dalam menetapkan struktur modal yaitu : 1) Teori Miller dan Modigliani 2) Teori Pecking Order Hypothesis 3) Teori Signalling

### **2.4.1 Teori Miller dan Modigliani**

Teori Miller dan Modigliani (1958) atau yang dikenal dengan teori MM 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 investment*”. 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. Teori MM membuat beberapa asumsi baik secara eksplisit dan implisit yaitu :

1. Semua aset secara fisik dimiliki oleh perusahaan
2. 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.
3. Perusahaan hanya dapat mengeluarkan 2 jenis sekuritas yaitu ekuitas yang berisiko (*risky equity*) dan hutang yang bebas risiko (*risk-free debt*).
4. Baik individu maupun perusahaan dapat meminjam dan meminjamkan dana pada tingkat bunga bebas risiko (*risk-free interest rate*).
5. Investor memiliki ekspektasi yang homogen tentang pergerakan *profit* perusahaan di masa depan.
6. Tidak ada pertumbuhan, sehingga semua pola arus kas (*cash flow*) bersifat anuitas sampai jangka waktu tidak terbatas.
7. 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 MM 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 (1958) dan Fama dan Miller (1972) 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 (1991) mencoba menjelaskan teori dengan menggunakan analogi sederhana yaitu " *Think of the firm as gigantic tub of whole milk. The farmer can sell the 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-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 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-Modigliani ini mengasumsikan bahwa perusahaan  $j$ , yang berasal dari kelas  $\mathcal{C}$ , diharapkan

akan memperoleh pendapatan operasional (Net Operating Income, NOI) rata – rata  $NOI_j$  setiap periode kondisi di masa yang datang dapat diprediksi. Kita akan memberikan notasi nilai pasar dari hutang (debt) sebagai  $D_j$  dan nilai ekuitas dengan  $S_j$ , dan nilai total dari sekuritas yang beredar sebagai  $V_j$  sehingga:

$$V_j = (S_j + D_j) = NOI_j / \rho_k^7$$

Modigliani dan Miller membuktikan proposisi I dengan memakai argumen arbitrase.<sup>8</sup>

M & M mengatakan bahwa kesempatan arbitrase akan ada jika nilai pasar dari kombinasi hutang dan saham dari perusahaan yang *levered*, berbeda dari perusahaan yang memiliki *ekuitas* yang identik. Hal ini didukung oleh Stiglitz (1974) dimana ia mengatakan bahwa nilai pasar tidak dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Stiglitz menjelaskan dengan menganggap struktur modal perusahaan optimal namun perusahaan tidak memilihnya. Hal ini mengakibatkan investor dapat menyediakan struktur modal optimal kepada pasar dengan membeli sekuritas perusahaan dan kemudian menerbitkan *personal account*. Jika nilai pasar dari perusahaan kurang daripada nilai dengan struktur modal optimal tersebut, maka investor akan memperoleh keuntungan arbitrase. Karena setiap investor memiliki insentif untuk *exploit* dan karena biaya untuk *exploit* tidak ada maka keberadaan mereka tidak konsisten dalam keseimbangan pasar.

Proposisi II MM mengatakan require return hutang adalah tetap. Walaupun ada peningkatan biaya ekuitas namun tidak akan mengubah biaya rata – rata modal karena proporsi hutang juga akan meningkat. Apabila biaya rata – rata modal berubah sebagai dampak keputusan struktur modal, maka adanya konsep arbitrase akan mengembalikan

---

<sup>7</sup>artinya adalah nilai pasar perusahaan adalah independen terhadap struktur modal, diberikan dengan capitalizing expected return pada tingkat  $\rho$  sesuai dengan kelasnya.

<sup>8</sup> Dalam ekonomi arbitrase adalah proses membeli barang di suatu pasar dengan harga yang rendah dan kemudian menjual di pasar lain dimana barang yang identik dijual dengan harga yang lebih tinggi.

biaya rata – rata modal ke keseimbangan. Dengan mengasumsikan  $k_j$  sebagai expected return, tingkat ekuitas perusahaan adalah fungsi linear dari rasio hutang terhadap ekuitas maka diperoleh persamaan :  $k_j = \rho_c + (\rho_c - r)D_j / S_j$ <sup>9</sup>

### 2.4.2 Pecking Order Hypothesis

Teori ini dikembangkan oleh Stewart Myers (1984). Ada 4 asumsi dari teori ini yaitu :

1. 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.
2. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal ( laba ditahan dan penyusutan) dibandingkan pendanaan eksternal seperti hutang dan saham.
3. Jika perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal , maka perusahaan akan memilih dari pendanaan hutang terlebih dahulu.
4. 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

---

<sup>9</sup> ekspektasi yield satu lembar saham sama dengan tingkat kapitalisasi  $\rho_c$  yang sesuai dengan ekuitas yang berada dalam satu kelas ditambah premium yang berhubungan dengan risiko keuangan sama dengan debt-to ekuitas dikali selisih antara  $\rho_c$  dan  $r$

kelihatannya tidak rasional. Teori Pecking Order yang sederhana menganggap ada pengaruh yang buruk dari ketidaksempurnaan pasar (biaya transaksi tinggi, investor yang tidak memiliki informasi, dan manajer yang sangat tidak sensitif terhadap valuasi pasar atas saham perusahaan) yang sulit diterima sebagai gambar akurat dari pasar modal yang modern. Myers memberikan pandangan pembenaran dari teori pecking order ini berdasarkan informasi asimetris (Myers and Majluf 1984). 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.

Kedua asumsi ini sangat penting karena asumsi informasi asimetris mengimplikasikan bahwa manajer yang mengembangkan atau menemukan kesempatan investasi yang bagus dengan NPV positif tidak mampu untuk menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar karena pernyataan manajer tersebut tidak akan dipercaya. Setelah itu, semua team manajemen memiliki dorongan untuk mengumumkan proyek baru supaya harga beli saham naik, sehingga mereka dapat menjual saham pada harga yang lebih tinggi dan karena investor tidak mampu mem-verifikasi klaim tersebut dalam waktu yang lama terungkap, mereka akan memberi nilai rata – rata rendah terhadap semua saham semua perusahaan dan akan membeli saham baru yang diterbitkan hanya pada saat diskon besar dari nilai *ekuilibrium* tanpa informasi asimetris. Manajer perusahaan memahami masalah ini, dan pada kasus tertentu akan menolak untuk menerima kesempatan investasi dengan NPV positif jika di dunia ini melibatkan

penerbitan saham baru karena ini akan memberikan nilai proyek yang terlalu banyak kepada pemegang saham baru dengan membebankan kepada pemegang saham yang lama.

Investor tidak dapat mempercayai manajer, sehingga mereka akan menempatkan nilai kecil pada saham biasa dan manajer akan dipaksa melepaskan kesempatan investasi yang bernilai karena tidak dapat menyampaikan informasi pribadi kepada investor lama secara kredibel. Ditambah lagi, masalah informasi dalam pasar keuangan adalah masalah yang disebabkan oleh sifat manusia, sehingga tidak dapat diatasi dengan pengurangan biaya transaksi atau pasar modal lainnya. Solusi dari permasalahan ini menurut Myers dan Majluf adalah menahan *financial slack* yang cukup agar dapat mendanai proyek secara internal.

*Financial slack* merupakan kas perusahaan dan surat berharga yang dipegang perusahaan seperti kapasitas hutang yang tidak dipakai. Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak akan pernah menerbitkan hutang berisiko atau sekuritas untuk mendanai investasi proyeknya dengan begitu perusahaan dapat mengatasi masalah informasi yang asimetris antara manajer dan investor. Selain itu, menurut aturan investasi optimal dari Fisherian sekali lagi menekankan, karena manajer dapat menerima semua proyek yang NPV positif tanpa membahayakan investor lama. Yang terpenting adalah model ini memberikan penjelasan mengenai pola dari perusahaan yang profitabilitasnya tinggi menahan labanya sebagai ekuitas dan meningkatkan cadangan kas mereka. Mereka membangun *financial slack* dan *financial flexibility*.

Model Myers dan Majluf juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap peningkatan dan penurunan hutang, karena perusahaan yang memiliki kesempatan

investasi berharga berusaha mendanai proyeknya secara internal, atau menggunakan sekuritas yang rendah risiko jika masih harus memperoleh pendanaan eksternal, hanya perusahaan yang akan menerbitkan sekuritas adalah perusahaan dengan manajer yang menganggap saham perusahaan *overvalued*. Investor sangat paham akan insentif ini dan juga sadar bahwa manajer terinformasi dengan baik tentang prospek perusahaan bila dibandingkan dengan dirinya sendiri, dan oleh sebab itu investor selalu berusaha menanggapi pengumuman penerbitan saham sebagai "berita buruk" (sebagai tanda bahwa manajemen menganggap saham perusahaan akan *over-valued*).

Namun teori Pecking Order ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu tidak dapat menjelaskan semua aturan dalam struktur modal yang diamati. Sebagai contoh, jika dibandingkan dengan trade-off theory adalah ketidakmampuannya untuk menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan dan biaya menerbitkan sekuritas dan kesempatan investasi perusahaan berpengaruh terhadap rasio aktual hutang. Apalagi teori ini mengindahkan agency problem yang signifikan dapat dengan mudah meningkat ketika manajer perusahaan mengakumulasi begitu banyak *financial slack* sehingga mereka menjadi kebal dari peraturan pasar. Ini dapat terjadi jika perusahaan tidak memiliki kebutuhan untuk meningkatkan pendanaan eksternal yang baru, dan dengan demikian tidak dapat dihukum secara langsung melalui harga saham yang rendah. Meskipun begitu, Pecking Order Hypothesis terlihat lebih baik dalam menjelaskan aspek tertentu dari pola struktur modal yang diamati dibandingkan model yang lain, dan ini tentunya menjadi pilihan pendanaan perusahaan (sekuritas apa yang dipilih untuk diterbitkan) dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

Hasil penelitian Singh dan Hamid (1992) dan Singh (1995) menemukan bahwa perusahaan di negara berkembang cenderung lebih menggunakan ekuitas dibandingkan hutang dalam pendanaan perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil Huang dan Song (2002) yang meneliti keputusan leverage pada 799 perusahaan China. Mereka menemukan bahwa tingkat hutang perusahaan negara berkembang adalah rendah. Menurut Razan dan Zingales (1995) bahwa ukuran perusahaan merupakan proxy dari informasi asimetris antara perusahaan dan pasar. Oleh karena itu, semakin besar perusahaan, semakin kompleks organisasinya, maka semakin tinggi biaya asimetris informasi sehingga semakin sulit perusahaan yang besar untuk memperoleh pendanaan eksternal. Dengan kata lain bahwa perusahaan yang besar lebih menggunakan pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal

### **2.4.3 Teori Signaling**

Signalling merupakan kegiatan pendanaan manajer dipercaya 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 (1979). 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 signal 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 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 walaupun mereka tahu perusahaan bagus.

---

<sup>10</sup> Situasi dimana manajer lebih mengetahui informasi tentang operasi dan prospek perusahaan ke depannya dibandingkan investor luar.



Myers dan Mjiluf (1984) juga membuat model signalling yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Manajer lebih baik dari siapapun, diasumsikan mengetahui nilai "sebenarnya" perusahaan di masa depan. Disamping itu, manajer juga diasumsikan bertindak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham lama yaitu orang memiliki saham di perusahaan ketika keputusan diambil. Pemegang saham lama ini juga diasumsikan pasif atau tidak melakukan apapun untuk mengubah portofolio mereka<sup>11</sup>. Untuk lebih mudah, maka kita asumsikan tingkat bunga adalah nol, dan tidak ada pajak, biaya transaksi, atau pasar tidak sempurna.

Untuk memulai analisis, kita anggap 2 kondisi yang sama yaitu (*good news atau bad news*). Perusahaan dengan aset likuid  $L_i$  dan tangible aset  $A_i$ . Perusahaan tidak memiliki proyek NPV yang positif, dan tidak ada hutang. Informasi asimetris tercipta karena pihak dalam diasumsikan mengetahui keadaan yang sesungguhnya akan perusahaan. Sedangkan pasar tidak mengetahui apapun akan ekspektasi nilai perusahaan. Jika perusahaan tidak melakukan apapun, maka pasar sebagai pihak lain akan menghitung ekspektasi nilai perusahaan sebagai berikut :

$$V_0 = \sum p_i (L_i + A_i) = 0.5(250) + 0.5(130) = 190$$

Nilai ini sama dengan nilai klaim dari pemegang saham lama.

Untuk membangun ekspektasi rasional dari keseimbangan signalling maka kita akan melihat tabel payoff dari pemegang saham lama dalam 2 kondisi tindakan yaitu 1) tidak melakukan apa – apa; 2) mengeluarkan 100 saham kepada pemegang saham baru. Kita akan melihat bahwa walaupun pemegang sama lama memiliki insentif mengeluarkan insentif dalam menerbitkan saham ketika perusahaan overvalued, mereka tahu akan ada

---

<sup>11</sup> jika pemegang saham secara sistematis mengubah portofolio mereka untuk memutar keputusan manajemen, maka keputusan pendanaan manajer akan tidak relevan

berita buruk datang, mereka mencoba menerbitkan saham maka memberikan signal ke pasar dan akhirnya mengurangi keuntungan informasi.

$$(V_0 | \text{good news, do nothing}) = L_1 + A_1 = 250$$

Sedangkan , ketika menerbitkan 100 saham baru, nilanya adalah :

$$(V_0 | \text{bad news, issue equity}) = V_0 (1 + A_1 + E) = 190 (350) 229,31$$

	Tidak melakukan apa - apa	Menerbitkan ekuitas
Berita Baik	250*	229.31
Berita Buruk	130	150.69*

Berdasarkan tabel payoff diatas maka tindakan optimal yang dilakukan tidak melakukan apa – apa ketika kabar baik akan datang dan menerbitkan saham ketika kabar buruk akan terjadi karena perusahaan dianggap overvalued.

## 2.5 Separating Principle

Teori M & M didukung oleh *separating principle* bahwa *capital investment* tidak berhubungan (*independen*) dengan bagaimana investasi tersebut didanai (*financing*). Prinsip separation muncul dalam *capital budgeting* sebagai reaksi untuk membuat investasi yang tidak menarik menjadi kelihatan menarik dengan menggunakan dana yang bersumber dari hutang. Sebagai contoh, anggap perusahaan Pitt dengan modal \$1 juta, didanai hutang 40 %, dan 60 % saham. Maka biaya hutang setelah pajak dan saham adalah 15 % dan 8 %, sehingga biaya rata – rata modal (*WACC*) adalah :

$$WACC = 0.6(0.15) + (0.4)(0.08) = 12.2 \%$$

Manager perusahaan Pitt berusaha membenarkan \$200.00 capital investment, namun investasi hanya memiliki internal rate of return sebesar 12.1 %. Manajer kemudian akan membenarkan bahwa investasi tersebut dapat didanai seluruhnya dengan menggunakan hutang. Untuk dapat melihat bahwa ini adalah keputusan yang salah, maka kita akan memakai prinsip separation, bayangkan apa yang akan terjadi jika Pitt berinvestasi di proyek ini. Dengan mengasumsikan bahwa perusahaan dengan struktur modal optimal yang sebelumnya, maka biaya saham akan meningkat menjadi 16 % sesuai dengan peningkatan *leverage* dan biaya hutang akan meningkat menjadi 9 %. Biaya rata – rata modal (WACC) aset baru dengan pembiayaan dari seluruh hutang adalah :

$$WACC = 0.5(0.16) + 0.5(0.09) = 12.5 \%$$

Penambahan biaya modal (*marginal cost of capital*) jika investasi didanai secara eksklusif dengan hutang, Pitt harus mendapatkan return setelah pajak sebesar 12.5 % dari \$1.200.000 aset, sedangkan sebelumnya hanya meminta return sebesar 12.1 % dari \$1.000.000 aset. Sehingga, keuntungan yang diinginkan setelah pajak meningkat menjadi

$$Increase\ in\ require\ benefit = 0,125(\$1.200.000) - 0.122(\$1.000.000) = \$28.000$$

Jika perusahaan berada pada struktur modal yang optimal maka akan mengurangi marginal cost of capital dari proyek baru yang didanai secara campuran. Namun jika struktur modal tidak optimal maka kita tidak perlu untuk membuat agar investasi memiliki struktur modal yang optimal. Keuntungan dapat diperoleh dengan memindahkan struktur modal optimal dengan mengeluarkan satu jenis sekuritas dan kemudian membeli kembali. Hal ini akan memaksimalkan kesejahteraan *shareholders* dan berdampak terciptanya struktur modal yang optimal dengan mengurangi biaya rata –

rata modal kemudian, memilih investasi dengan *internal rate of return* diatas dari biaya rata – rata modal.

Mengingat adanya *flotation cost* dan *economic of scale* , dalam menerbitkan saham, perusahaan dapat bergerak disekitar struktur modal optimal dengan mengeluarkan hutang sekali pada saat butuh uang dan menerbitkan sekuritas kemudian. Prinsip separation masih terjadi dalam kasus ini karena pergerakan dalam struktur yang optimal bersifat sementara dan hanya bertujuan untuk mengurangi biaya transaksi.

Namun ada pengecualian dari teori separation dimana teori menjadi tidak berlaku. Investasi bisa memindahkan kesejahteraan dari kreditur kepada pemegang saham, dan sebaliknya, dan perpindahan kesejahteraan ini harus dipertimbangkan dalam *capital budgeting*. *Capital investment* juga dapat mengubah karakteristik risiko dari perusahaan, dan mengubah rasio hutang optimal. Disamping itu beberapa investasi juga dapat menciptakan kesempatan untuk pendanaan yang khusus seperti *industrial revenue bonds*, dan keuntungan tersebut harus diperhatikan.

## **2.6 Hasil Penelitian Sebelumnya**

Sejauh ini ada beberapa penelitian empiris untuk melihat hubungan antara komponen aktiva dan pasiva. Penelitian ini dimulai karena adanya teori M & M yang menyatakan bahwa pendanaan yang direfleksikan oleh pasiva tidak berhubungan dengan investasi yang direfleksikan oleh aktiva. Para ahli ekonomi berpendapat bahwa teori MM kurang rasional. Disamping itu juga karena adanya beberapa asumsi yang mendasarinya teori MM yang susah untuk terpenuhi.

Salah satu penelitian dilakukan John D. Stowe; Collin J. Watson; Terry D. Robertson untuk menguji korelasi antara aktiva dan pasiva dengan menggunakan analisis kanonikal. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 510 perusahaan pada tahun 1977. Sampel penelitian ini termasuk semua perusahaan di Standard and Poor's Compustat Tapes dengan penjualan paling sedikit \$500 juta. Dalam penelitian ini ada 4 variabel aktiva dan 4 variabel pasiva. Hasil penelitian ini adalah adanya hubungan antara aktiva dan pasiva, sebagai contoh bahwa persediaan berhubungan positif dengan hutang; aktiva jangka panjang berhubungan dengan hutang jangka panjang.

Simonsson et al juga meneliti korelasi antara aktiva dan pasiva terhadap bank komersial dengan menggunakan analisis kanonikal. Sampel dari penelitian ini adalah sebanyak 435 bank domestik Amerika Serikat dengan jumlah aktiva melebihi \$300 juta. Mereka membagi bank menjadi 2 bagian yaitu bank besar (260 bank) dan bank sangat besar (175 bank). Hasil penelitian untuk bank besar menunjukkan bahwa ternyata proporsi varians variabel aktiva dapat diprediksi variabel pasiva sebesar 32 % dan sebaliknya proporsi varians variabel pasiva dapat diprediksi variabel aktiva sebesar 37 %. Sedangkan untuk bank sangat besar menunjukkan bahwa ternyata proporsi varians variabel aktiva dapat diprediksi variabel pasiva sebesar 46 % dan sebaliknya proporsi varians variabel pasiva dapat diprediksi variabel aktiva sebesar 39 %.

Hasil dari penelitian ini sejalan dengan Pyle yang menemukan adanya hubungan antara aktiva dan pasiva. Penelitian ini menunjukkan bahwa lindung nilai (*hedging*) aktiva dan pasiva dilakukan oleh bank di negara Amerika Serikat bertujuan untuk mengantisipasi risiko tingkat bunga. Maisel dan Jacobson juga menunjukkan bahwa selama periode 1962 – 1975, ancaman kebangkrutan diakibatkan ketidakstabilan ekonomi

yang timbul karena ketidakcocokan durasi aktiva dan pasiva. Demikian juga dengan Ho Saunders juga berpendapat bahwa *hedging* neraca merupakan respon yang rasional terhadap ketidakpastian tingkat bunga. Adanya isu kecukupan modal penting terhadap perbandingan struktur dan lamanya kedua sisi neraca. Mereka mengatakan bahwa risiko tingkat bunga yang tidak di-*hedging* berdampak akan penambahan modal ekuitas.

Hasil penelitian Bradley, Jarrel dan Kim (1984) serta penelitian Titman dan Wessel (1988) juga menunjukkan adanya interaksi antara investasi dan pendanaan. Menurut mereka karakteristik perusahaan seperti *profitability*, volatilitas perusahaan, jaminan aktiva, kesempatan pertumbuhan dan keunikan teknologi sebagai hasil investasi mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Dengan kata lain adanya manfaat pajak atas penggunaan pendanaan dari hutang, pendanaan campuran akan membuat perbedaan cara dalam menerima atau menolak proyek (Myers : 1974). Hal ini jelas mengindikasikan penolakan atas teori MM yang menyatakan tidak adanya hubungan antara kebijakan investasi dan pendanaan perusahaan.

Brennan dan Schwartz (1984) juga mengembangkan suatu model yang memungkinkan adanya fleksibilitas operasi dan pendanaan. Namun fokus dari model ini hanya valuasi perusahaan yang menetapkan *bond covenant* akan membatasi kebijakan pendanaan yang pada akhirnya mempengaruhi kebijakan investasi. David C Mauer et al juga meneliti interaksi pendanaan perusahaan dan kebijakan investasi dengan kerangka dinamik. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan memiliki dampak yang kecil terhadap kebijakan investasi perusahaan.