

BAB II KERANGKA TEORITIS

2.1 Teori *Capital Structure* dan Implikasinya

Dalam dunia keuangan, definisi dari struktur modal biasanya mengacu pada bagaimana sebuah perusahaan mengelola pendanaan untuk asset-asetnya melalui berbagai kombinasi dari modal sendiri (*equity*), utang (*debt*), serta melalui *hybrid securities*. Struktur modal perusahaan kemudian adalah komposisi atau struktur dari utang-utang yang dimilikinya. Sebagai contoh, perusahaan yang menjual US\$ 20 miliar dalam *equity* serta US\$ 80 miliar dari utang dikatakan memiliki 20% *equity-financed* dan 80% *debt-financed*. Rasio *debt to total financing* sebesar 80% di dalam contoh ini dinamakan dengan *leverage* perusahaan. Pada prakteknya, struktur modal dipengaruhi oleh banyak faktor yang kompleks.

Secara umum, teorema Modigliani-Miller (*M&M propositions*) yang akan lebih lanjut dijelaskan kemudian memberikan kontribusi yang cukup besar dalam membentuk basis pemikiran modern terkait struktur modal. Walaupun teori mereka dipandang hanya bersifat teoritis karena faktanya teorema mereka tidak mengikutsertakan berbagai faktor penting dalam membuat keputusan struktur modal secara praktek. Sampai saat ini, ada beberapa pendekatan teoritis yang dikenal terkait dengan struktur modal, khususnya pandangan mengenai *optimal capital structure* dalam suatu perusahaan. Teori-teori tersebut akan dijelaskan secara rinci dibawah ini, yaitu:

A. Pendekatan Tradisional

Pendekatan tradisional memiliki keyakinan bahwa memang ada suatu proporsi struktur modal yang optimal. Dengan kata lain, struktur modal memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (*value of the firm*). Struktur modal dapat diubah-ubah agar perusahaan nantinya mampu memperoleh nilai perusahaan yang optimal. Pada teori ini diasumsikan terjadi perubahan struktur modal dan peningkatan nilai total perusahaan melalui penggunaan *financial leverage* (dengan cara meningkatkan proporsi hutang dibandingkan dengan modal sendiri).

B. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Pada tahun 1950-an, dua orang ekonom di dalam tulisannya yang berjudul "*fundamental contributions to the theory of corporate finance*" menentang pandangan pendekatan tradisional terhadap struktur modal. Mereka berpendapat bahwa sesungguhnya struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Teorema yang mereka berikan menjadi dasar pemikiran modern mengenai struktur modal. Teori mereka pada dasarnya ingin menjelaskan bahwasanya dengan asumsi tidak ada pajak, *bankruptcy costs*, tidak adanya informasi asimetris antara pihak manajemen dengan para pemegang saham, dan pasar dimana perusahaan terlibat dalam kondisi efisien, maka sebenarnya value yang bisa diraih oleh perusahaan tidak terkait dengan bagaimana perusahaan melakukan strategi pendanaan. Jadi, tidak ada masalah bila pendanaan dibiayai oleh modal ataupun utang. Oleh karenanya, sifat kebijakan dividen yang dilakukan pun akan menjadi tidak relevan bagi perusahaan. Teori ini memiliki dua proposisi masing-masing untuk kondisi tanpa adanya *corporate taxes* dan dengan adanya *corporate taxes*.

Teori ini sebenarnya memiliki beberapa asumsi umum yang harus diperhatikan, yaitu sebagai berikut:

1. Perusahaan dengan kelas yang sama mempunyai risiko bisnis sama dimana risiko bisnis tersebut diukur dengan standar deviasi dari laba sebelum bunga dan pajak;
2. Investor mempunyai harapan yang sama atau homogen terhadap laba dan risiko perusahaan serta memiliki ekspektasi yang sama terhadap EBIT dimasa yang akan datang; dan
3. Surat hutang seperti obligasi dan penyertaan dalam bentuk saham diperdagangkan pada pasar yang sempurna (*perfect capital market*).

KONDISI I : WITHOUT CORPORATE TAXES

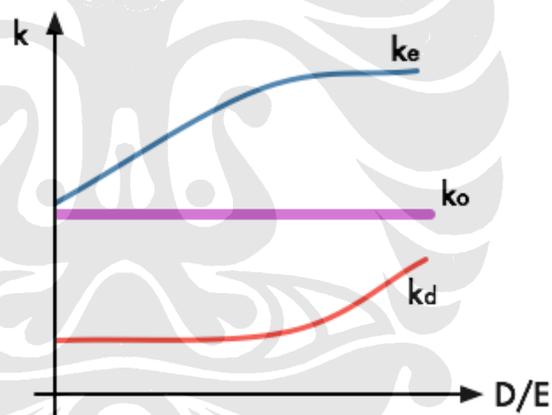
Proposisi I

Disini formula yang dipakai adalah $V_a = V_b$ dimana V_a adalah nilai dari perusahaan A dan V_b adalah nilai dari perusahaan B. Nilai yang dimaksud disini adalah harga yang harus dibayar investor jika ingin membeli sebuah perusahaan.

Untuk melihat bagaimana teori ini benar, misalkan seorang investor sedang mempertimbangkan untuk membeli perusahaan A atau B dimana tingkat pengembalian dari investasi tersebut diperkirakan akan sama. Seharusnya dengan situasi seperti itu, harga untuk membeli perusahaan B harus sama dengan harga untuk membeli perusahaan A dikurangi utang yang dimiliki perusahaan B. Secara implisit, asumsi tambahan yang digunakan disini adalah *cost of borrowing* dari seorang investor akan sama dengan yang dimiliki oleh perusahaan. Pada kenyataannya hal ini tidak pernah terjadi akibat adanya *asymmetric information* dan pasar yang dihadapi adalah bukan pasar yang efisien.

Proposisi 2

Gambar 2.1
Model Proposisi II Modigliani&Miller



Asumsi proposisi ini adalah perusahaan memiliki utang yang berisiko. Ketika terjadi peningkatan *Debt to Equity Ratio* (DER; *Leverage*), nilai dari *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) tetap konstan. Secara matematis, hubungan di dalam konsep ini adalah sebagai berikut:

$$k_e = k_0 + \frac{D}{E} (k_0 - k_d) \quad (2.1)$$

Dimana:

- k_e adalah *required rate of return on equity, or cost of equity*.

- k_0 adalah *cost of capital for an all equity firm*.
- k_d adalah *required rate of return on borrowings, or cost of debt*.
- D / E adalah *the debt-to-equity ratio (DER)*

Dari persamaan diatas, kita dapat langsung mengetahui semakin besar angka DER, semakin besar pula angka *cost of equity*. Hal ini disebabkan karena risiko yang dihadapi oleh pemegang ekuitas akan lebih besar bila perusahaan mempunyai utang karena jika perusahaan mengalami *default* atau kebangkrutan, perusahaan harus terlebih dulu memberi prioritas penyelesaian kewajiban pada *debtholders*, baru kemudian *stockholders*. Rumus diatas juga diturunkan dari teori WACC serta dengan beberapa asumsi berikut:

- tidak ada pajak;
- tidak ada biaya transaksi; dan
- individu maupun perusahaan meminjam dengan tingkat bunga yang sama.

Proposisi ini memang terlihat tidak relevan dengan kondisi yang ada karena bagaimanapun tidak mungkin ada situasi seperti itu dalam dunia nyata, Namun, teori ini masih dipelajari karena teorema ini telah mengajarkan sesuatu yang sangat penting, yaitu struktur modal memang berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena asumsi diatas hampir mustahil terwujud di dalam prakteknya. Hanya masalahnya saat ini adalah bagaimana cara menentukan determinan-determinan dari struktur modal yang optimal dan bagaimana mereka mempengaruhi pembentukan struktur modal yang optimal. Tentu ini akan melibatkan sangat banyak faktor dan variabel dalam penentuannya.

KONDISI II: WITH CORPORATE TAXES

Pada awal tahun 1960-an, kedua ekonom tersebut memasukkan unsur pajak ke dalam analisis mereka. Setelah asumsi tanpa pajak sebelumnya diubah, mereka memiliki kesimpulan bahwa ternyata nilai perusahaan yang mempunyai hutang lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan tanpa hutang. Dua proposisi dibawah ini akan menjelaskan bagaimana hal itu bisa disimpulkan.

Proposisi 1

Jika perusahaan dihadapkan pada situasi seperti ini, maka persamaan yang telah dijelaskan sebelumnya mengenai kesamaan nilai dari dua perusahaan dengan struktur modal yang berbeda menjadi berubah. Dalam kasus ini, persamaan yang dipakai adalah sebagai berikut:

$$V_L = V_U + T_C D \quad (2.2)$$

Dimana

- V_L adalah nilai dari perusahaan yang menggunakan utang (*levered firm*)
- V_U adalah nilai dari perusahaan yang tidak memiliki utang (*unlevered firm*).
- $T_C D$ adalah *tax rate* (T_C) dikalikan dengan nilai utang perusahaan (D)
- Penggunaan istilah $T_C D$ mengasumsikan sifat utang adalah perpetual

Dari persamaan diatas kita bisa menyimpulkan bahwa ada keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki utang di dalam struktur modal mereka. Keuntungan ini mengarah kepada *tax shields* yang salah satunya bisa diterapkan pada pembayaran bunga atas utang perusahaan yang memang bersifat *deductible* di dalam konsep perpajakan. Sebagai konsekuensinya, pajak yang dibayarkan pun akan lebih rendah karena adanya *deductible expense* berupa pembayaran bunga utang sehingga pada akhirnya angka *net income* perusahaan pun menjadi lebih tinggi bila dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mempunyai utang dalam struktur modal mereka. Ini disebabkan karena di sisi lain pembayaran dividen yang dilakukan *unlevered firms* tidak bersifat *deductible expense* atas pajak yang harus dibayarkan, sehingga tidak ada *tax benefit* yang mereka dapatkan seperti halnya pembayaran bunga.

Proposisi 2:

Di dalam proposisi kedua, penjelasan sebelumnya mengenai hubungan antara *cost of equity* dengan *leverage* masih tetap digunakan (saat *cost of equity* naik, angka *leverage* juga akan naik karena risiko dari equity juga naik, atau sebaliknya). Meskipun hubungan mereka tetap sama, tetapi formula yang

digunakan berbeda dari sebelumnya. Formula yang dipakai dalam kasus ini adalah:

$$r_E = r_0 + \frac{D}{E}(r_0 - r_D)(1 - T_C) \quad (2.3)$$

Dimana

- r_E adalah *required rate of return on equity, or cost of equity*.
- r_0 adalah *cost of capital* untuk semua *all equity firm*.
- r_D adalah *required rate of return on borrowings, or cost of debt*.
- D / E adalah *debt-to-equity ratio* (DER).
- T_c adalah *tax rate* yang dihadapi perusahaan

Dengan formula seperti diatas, secara implisit kita dapat mengetahui bahwa ada perbedaan mengenai penggunaan WACC. Teori ini menjelaskan bahwa dengan memasukkan unsur pajak dalam perhitungan dan meningkatkan jumlah pinjaman dengan biaya yang rendah, maka perusahaan akan lebih menguntungkan untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaan dibandingkan dengan ekuitas. Tentunya ini juga disebabkan karena adanya *tax shields* yang dinikmati perusahaan atas utangnya sehingga nilai WACC akan terus menurun dan bahkan mencapai angka nol ketika perusahaan memiliki struktur modal 100% berasal dari utang. Namun, yang harus diingat adalah bahwa formula ini mempunyai beberapa asumsi, yaitu:

- perusahaan dikenakan pajak dengan tingkat rate T_C pada laba setelah bunga,
- tidak ada biaya transaksi yang dikenakan, dan
- individu maupun perusahaan meminjam dengan tingkat bunga yang sama

Dalam prakteknya, penggunaan teori ini dengan asumsi pajak tersebut memang sangat kontroversial. Implikasi teori Modigliani & Miller diatas adalah sebaiknya perusahaan selalu berupaya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya dalam melakukan kegiatan pendanaan untuk meminimalkan WACC. Namun, dalam kenyataannya tidak ada perusahaan yang mempunyai hutang yang sangat besar dan berlebihan (misalnya 99% debt, 1% equity) karena ada risiko kebangkrutan yang dijelaskan oleh teorema berikutnya.

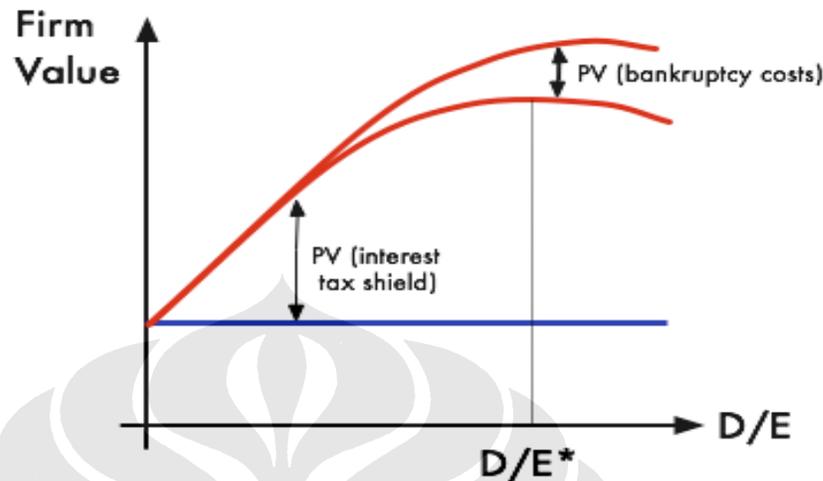
C. Trade-Off Theory

Teori ini sebenarnya mengacu pada suatu pemikiran bahwa perusahaan harus memilih berapa jumlah pendanaan yang berasal dari utang dan berapa yang dari ekuitas yang akan digunakan untuk menyeimbangkan antara *cost benefits* keduanya. Tujuan penting dari teorema ini adalah untuk menjelaskan suatu fakta bahwa perusahaan biasanya dibiayai sebagian dari utang dan sebagian lagi dari ekuitas.

Pada satu sisi, memang ada keuntungan yang didapatkan dari berhutang berupa *tax shields* yang akan memperbesar laba bersih. Tetapi, di sisi lain perusahaan juga harus ingat bahwa semakin tinggi mereka melakukan pendanaan melalui utang, semakin besar pula risiko mereka untuk mengalami kesulitan keuangan karena membayar bunga tetap yang terlalu besar bagi para *debtholders* setiap tahunnya dengan kondisi laba bersih yang belum pasti (*bankruptcy costs of debt*). Ditambah lagi risiko *non-bankruptcy costs* seperti misalnya ditinggalkan karyawan, supplier yang menawarkan kontrak yang kurang menguntungkan, pemegang saham yang menuntut kenaikan *Earnings Per Share* (EPS), dll. Keuntungan marginal dari menambah utang akan menurun seiring dengan bertambahnya utang, sementara biaya marginal akan meningkat.

Jadi, kesimpulannya adalah perusahaan harus mencari titik optimal proporsi pendanaan utang dan ekuitas yang harus digunakan yang nantinya mampu meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan. Secara grafik, konsep teorema ini dapat dilihat pada gambar 2.2.

Gambar 2.2
Model Grafis *Trade-Off Theory*



Seiring dengan berjalannya waktu, teorema ini juga banyak dipertanyakan tingkat relevansi empirisnya. Jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan biasanya besar dan ini pasti, sementara di sisi lain *bankruptcy costs* relatif lebih kecil peluangnya karena mayoritas perusahaan sangat menghindari untuk bangkrut karena mereka akan membutuhkan biaya yang sangat besar untuk itu. Jika memang teori ini benar, maka seharusnya perusahaan cenderung mempunyai jumlah utang yang relatif jauh lebih besar daripada yang kita observasi pada prakteknya (MH Miller, 1977). Pendapat lain terkait dengan teorema ini mengatakan bahwa fluktuasi harga saham dan variasi di dalam struktur modal sebenarnya sangat dipengaruhi oleh harga aset-aset dan bukan hanya dari utang dan ekuitas. Walaupun diterpa dengan banyak kritik dan opini, teorema ini tetaplah dominan untuk menjelaskan bagaimana perusahaan menyusun struktur permodalan mereka.

D. Pecking Order Theory

Teorema ini pertama kali dikembangkan oleh Stewart C. Myers dan Nicolas Majluf pada tahun 1984 yang menjelaskan bahwa preferensi untuk menggunakan sumber pendanaan dari dalam perusahaan (*internal financing*) akan lebih besar daripada menggunakan sumber pendanaan lainnya seperti utang dan

penerbitan ekuitas baru. Teori trade-off memiliki implikasi bahwa bisnis akan selalu mempunyai tingkatan dari sumber pendanaan yang dibutuhkan. Secara empiris, memang belum ada bukti jelas yang dapat menunjukkan preferensi urutan sumber pendanaan perusahaan. Namun, beberapa penulis telah menemukan bahwa ada contoh-contoh aplikasi dari teorema ini yang bisa dijadikan acuan untuk mengatakan bahwa teori ini cukup mampu untuk memprediksi kondisi di lapangan. Perdebatan diantara para ahli pun masih belum usai. Pada satu sisi, Fama dan French (2002) menemukan bahwa teori pecking order lebih baik dalam menjelaskan data dibandingkan teori trade-off. Di sisi lain, Goyal dan Frank (2005) menunjukkan bahwa teori pecking order belum mampu untuk menjelaskan preferensi tersebut. Mungkin hal ini bisa juga dikarenakan terjadinya *assymetric information* menjadi masalah yang cukup sulit untuk dianalisis pada masing-masing perusahaan.

Memang bila kita pikirkan secara logika, para manajer pasti akan berpikir dalam kerangka trade-off antara pengematan pajak dengan biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) dalam penentuan struktur modal. Dalam kenyataan yang lebih empiris, mungkin memang jarang manajer keuangan yang berpikir seperti itu. Berbagai penelitian dalam jurnal-jurnal keuangan yang membahas mengenai perilaku struktur modal perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat umumnya mengarah pada sebuah kesimpulan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah. Secara lebih spesifik, perusahaan mempunyai tingkat urutan preferensi dalam penggunaan dana, baik untuk kebutuhan membiayai proyek baru ataupun melakukan kebijakan dividen. Skenario urutan dalam *Pecking Order Theory*, yaitu:

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi.
3. Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar

dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain.

4. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Perusahaan akan memulai dengan hutang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian saham atau ekuitas baru sebagai pilihan terakhir.

Teori tersebut memang tidak mengindikasikan tentang target struktur modal yang digunakan secara umum pada perusahaan. Teori tersebut hanya menjelaskan urutan preferensi pendanaan. Manajer keuangan disini diasumsikan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana murni hanya ditentukan oleh kebutuhan investasi. Teori pecking order bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil karena perusahaan-perusahaan seperti itu memiliki banyak surplus *cash flow* internal yang dapat dipakai sebagai sumber pendanaan nantinya

E. Teori Asimetri Informasi dan Signaling

Konsep signaling dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi dengan bobot dan kualitas yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Suatu pihak tertentu (biasanya pihak internal manajemen, dll) mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Lingkup teori ini diantaranya mencakup:

- **Myers (1977)**

Menurut Myers (1977), ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar. Manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Oleh karena itu, struktur modal memiliki pengaruh yang berbeda bagi manajer dan pihak luar perusahaan.

- **Signaling (Ross, 1977)**

Ross (1977) mengembangkan sebuah model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar.

Jika manajer memiliki keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, manajer tersebut tentunya ingin mengkomunikasikan hal tersebut kepada para investor. Manajer bisa menggunakan utang yang lebih banyak, yang nantinya berperan sebagai sinyal yang lebih terpercaya. Ini karena perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, sinyal yang mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai prospek yang prospektif di masa depan. Jadi, kita dapat menyimpulkan dari penjelasan di atas bahwasanya hutang merupakan tanda atau signal positif dari perusahaan.

F. Teori Lain

- Pendekatan Teori Keagenan (*Agency Approach*)

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer sebenarnya adalah konsep *free-cash flow*. *Free-cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua investasi dengan nilai NPV positif didanai. Tetapi, ada kecenderungan bahwa manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free-cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan terkait *free-cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

- Pendekatan Interaksi Produk/Input dengan Pasar

Model ini bermula dari teori organisasi industri, dan relatif baru dibandingkan teori lainnya. Ada dua kategori dalam pendekatan ini:

- (1) Menjelaskan hubungan antara struktur modal perusahaan dengan strategi; dan
- (2) Menjelaskan hubungan antara struktur modal dengan karakteristik produk atau input.

- Kontes atas Pengendalian Perusahaan

Beberapa penemuan pendekatan ini adalah perusahaan yang menjadi target (dalam pengambilalihan) akan meningkatkan tingkat hutangnya, dan mengakibatkan kenaikan harga saham. Tingkat hutang berhubungan negatif dengan kemungkinan sukses tender offer (penawaran terbuka pada proses pengambilalihan usaha).

2.2 Hasil Riset dan Bukti-Bukti Kontemporer

Disamping teori-teori besar tersebut, terdapat pula beberapa hasil riset mengenai *capital structure* di dunia internasional. Misalnya, penelitian untuk mengobservasi teori De Angelo dan Masulis (1980) yang mengatakan bahwa perusahaan cenderung untuk mengubah-ubah level hutang untuk mendekati atau menjauhi rata-rata industri sehingga *optimum debt level* dapat tercapai. Hasilnya adalah bahwa dengan menggunakan metode statistik *value line*, *COMPUSTAT*, serta dengan menghitung *leverage ratio* atas dasar nilai buku dan pasar dari *equity*, ternyata hipotesis awalnya tidak terbukti. Disini ditemukan bahwa *debt level* dari perusahaan-perusahaan di dalam industri yang sama cenderung sama dan pasar tidak menganggap rata-rata *leverage* industri berkaitan langsung dengan *financial leverage* perusahaan-perusahaan di dalamnya (Hatfield, Cheng, & Davidson, 1994).

Namun, penelitian lain yang dilakukan oleh Jianjun Miao (2005, p. 29-30) menunjukkan hasil yang berbeda. Dengan menggunakan *competitive equilibrium model of industry dynamics and capital structure*, beliau menyimpulkan lima poin penelitiannya:

1. Industri dengan perkembangan teknologi tinggi relative memiliki rata-rata leverage yang rendah, *turnover rates* yang rendah, dan output yang lebih banyak;
2. Industri yang mempunyai *risky technology* relative memiliki rata-rata leverage yang rendah, *turnover rates* yang tinggi, dan output yang lebih banyak;
3. Industri dengan *bankruptcy costs* yang tinggi memiliki rata-rata leverage yang rendah, turnover rendah, serta output yang rendah;

4. Industri dengan biaya tetap operasional yang tinggi memiliki rata-rata leverage yang rendah, turnover tinggi, tetapi output yang rendah;
5. Industri dengan *entry costs* yang tinggi memiliki rata-rata leverage yang tinggi, turnover rendah, serta output yang rendah;

Jadi, kesimpulan yang ada pada penelitian ini mengenai struktur modal bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Hatfield, Cheng, dan Davidson pada tahun 1994. Ternyata memang ada faktor lain yang mendukung perusahaan untuk mengubah-ubah *capital structure* agar bisa tetap optimal. Dalam kasus ini adalah perkembangan teknologi. Dengan berbagai ilustrasi mengenai teori-teori serta penelitian yang dilakukan terkait dengan penentuan *optimal capital structure* mungkin sudah cukup memberikan gambaran bahwa memang pandangan seseorang terhadap suatu teori struktur modal bisa jadi akan berbeda satu sama lainnya.

2.3 Rasio-Rasio Keuangan

Palepu, Healy, dan Bernard (2004) menyatakan bahwa analisis terhadap laporan keuangan bisa dilakukan dengan berbagai cara. Cara umum yang paling sering dilakukan adalah melalui rasio-rasio keuangan. Analisis dengan menggunakan rasio keuangan perusahaan pada saat ini dan di masa lalu mampu memberikan landasan atau *benchmarking* dalam membuat prediksi mengenai performa keuangan perusahaan di masa yang akan datang. Analisis rasio ini memiliki tujuan utama untuk mengevaluasi ketepatan atau efektivitas dari kebijakan perusahaan pada lingkup area yang bersangkutan. Analisis rasio keuangan dapat dikatakan baik dan efektif jika mampu menghubungkan angka-angka finansial dalam laporan keuangan dengan faktor-faktor bisnis perusahaan. Untuk itu, tentunya analisis dengan menggunakan rasio keuangan dilakukan dengan memanfaatkan informasi akuntansi serta berusaha menginterpretasikan keterkaitan antara angka yang satu dengan angka yang lain yang digunakan untuk tujuan perbandingan kinerja finansial perusahaan. Keuntungan lain menggunakan rasio keuangan dalam analisis adalah mampu meminimalkan bias dari masalah ukuran perusahaan / *size effect* (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008). Dengan melakukan analisis rasio, investor tentu dapat diketahui kekuatan dan kelemahan

keuangan perusahaan sehingga dapat membantu mereka untuk membuat pertimbangan dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Ini karena sejatinya tidak ada yang dapat mengetahui secara pasti dan sangat detail kondisi keuangan atau hasil kegiatan operasi suatu perusahaan di masa depan. Untuk itu, para investor dapat menggunakan analisis ini untuk meramalkan kinerja perusahaan yang dapat dicapai serta melihat prospek pertumbuhannya di masa depan. Analisis rasio keuangan ini dapat digunakan sebagai peringatan awal (*early warning system*) atau sebagai salah satu sinyal (*signalling*) mengenai kemajuan atau kemunduran kondisi keuangan perusahaan.

Menurut pakar yang lain, analisis rasio keuangan melibatkan dua jenis perbandingan (Van Horne, 2005). Pertama adalah *trend analysis*, dimana analis dapat membandingkan rasio keuangan sekarang dengan angka dari masa lalu maupun yang diharapkan di masa depan untuk perusahaan yang sama. Investor/analis dapat melihat komposisi dari perubahan apa saja yang terjadi di perusahaan serta dapat menentukan apakah telah terjadi peningkatan atau penurunan dari kondisi keuangan dan kinerja perusahaan selama periode waktu tertentu. Cara yang kedua adalah berusaha perbandingan rasio-rasio suatu perusahaan dengan perusahaan lain yang sejenis atau dengan rata-rata industri pada waktu tertentu. Perbandingan dengan cara seperti ini mampu memberikan gambaran mengenai kondisi keuangan dan performa perusahaan secara relatif dengan yang lain. Sehingga investor dapat menilai perusahaan mana di dalam industri yang performanya lebih baik atau lebih buruk.

Dalam melakukan analisis laporan keuangan, ada beberapa hal tambahan yang harus diperhatikan dalam menggunakan angka dari rasio keuangan (Van Horne, 2004):

- a. Beberapa data akuntansi yang digunakan dalam penghitungan rasio ini masih merupakan angka-angka yang merupakan estimasi/perkiraan dari pihak manajemen yang mengandalkan *judgment* dan subjektivitas. Misalnya depresiasi, cadangan piutang tak tertagih, dll. Sehingga angka-angka tersebut mungkin saja tidak dapat sepenuhnya mencerminkan kondisi sebenarnya.

- b. Investor sebaiknya menghindari "rule of thumb" dari nilai-nilai rasio ini. Analisis harus dilakukan juga dengan memperhatikan jenis bisnis dan perusahaan tersebut.
- c. Dalam menggunakan rasio dari beberapa perusahaan sejenis dalam satu industri mungkin tidak homogen. Perbedaan yang ada mungkin juga dapat berupa *line product* yang dijual. Beberapa perusahaan bisa saja memiliki berbagai lini produk sehingga sulit bagi mereka untuk dimasukkan dalam kategori industri tertentu. Selain itu perusahaan dalam satu industri juga dapat berbeda dalam segi ukuran perusahaan.

2.3.1 Rasio Profitabilitas

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari kegiatan bisnis yang dilakukan. Hasilnya, investor dapat melihat seberapa efisien perusahaan menggunakan asset dan dalam melakukan operasinya untuk menghasilkan keuntungan. Contoh rasio-rasio yang termasuk kategori rasio ini adalah:

a. NPM (*Net Profit Margin*)

Net Profit Margin mengukur berapa besar *profit*/keuntungan yang dihasilkan dari setiap Rupiah penjualan yang dilakukan. Secara umum, semakin tinggi *margin* yang dihasilkan dibandingkan kompetitor, maka akan semakin baik bagi perusahaan. Disamping itu, nilai NPM bisa menunjukkan strategi harga yang dilakukan perusahaan, serta menggunakan NPM dalam analisis juga dapat membantu melihat perusahaan-perusahaan di berbagai industri untuk melihat industri mana yang secara relatif lebih menguntungkan. Beberapa perusahaan (seperti *retailer*) mungkin saja memiliki *margin* yang rendah, namun dengan volume penjualan yang tinggi atau sebaliknya. Selain itu, *net profit margin* yang semakin menurun dapat menunjukkan indikasi terjadinya perang harga (*price wars*) di dalam industri yang mengakibatkan turunnya *profit* dari suatu perusahaan. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}}$$

b. OM (*Operating Margin*)

Konsep ini berfungsi untuk melihat tingkat efektivitas dan efisiensi operasi perusahaan untuk menghasilkan laba. *Operating income* adalah perbedaan antara pendapatan operasional dengan beban operasional. Namun, konsep ini juga biasa disebut dengan EBIT atau laba operasional. Ini benar hanya jika perusahaan tidak mempunyai pendapatan lain selain pendapatan operasional. Seharusnya, semakin besar rasio ini, semakin baik kondisi perusahaan. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Operating margin atau Return on sales (ROS)} = \frac{\text{Operating income}}{\text{Net sales}}$$

c. ROA (*Return on Asset*)

Rasio ini mampu memberikan tolak ukur untuk menilai efektivitas dan efisiensi dari kegiatan operasional perusahaan. Rasio ini melihat seberapa baik pihak manajemen mampu memberdayakan asset yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan keuntungan operasional sehingga dapat memberikan gambaran efisiensi operasi perusahaan secara keseluruhan. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Return On Assets} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

d. ROE (*Return on Equity*)

Rasio ini sangat penting bagi para pemilik (*owners*) perusahaan. Ini disebabkan karena rasio ini mengukur seberapa besar tingkat pengembalian yang diberikan perusahaan bagi pemegang ekuitas. Atau dengan kata lain mengukur keuntungan/pengembalian keuntungan yang dihasilkan perusahaan kepada ekuitas/modal para pemegang saham. Semakin tinggi nilainya, maka perusahaan dikatakan semakin baik dalam meningkatkan kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth*). Nilai ROE yang menurun adalah salah satu bukti bahwa investasi baru yang dilakukan perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang

lebih rendah dibandingkan investasi di masa lalu. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}}$$

Nilai ROE yang tinggi ini tentu juga menunjukkan tingkat keberhasilan perusahaan sehingga dapat menghasilkan peningkatan harga saham. Hal ini selanjutnya mengakibatkan perusahaan dapat mudah menarik dana baru melalui investor baru atau dari investor lama yang tertarik untuk menambah modalnya di perusahaan serta melakukan ekspansi usaha yang pada akhirnya menghasilkan peningkatan keuntungan perusahaan.

2.3.2 Rasio Likuiditas

Rasio ini memberikan informasi mengenai kondisi likuiditas perusahaan, yaitu memberikan gambaran mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya pada saat jatuh tempo. Jika perusahaan tidak mampu, maka perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan walaupun performa laba secara keseluruhan tergolong baik. Likuiditas ini juga mencerminkan seberapa cepat suatu aktiva dapat dikonversi menjadi kas. Contoh rasio-rasio yang termasuk kategori rasio ini adalah:

a. *Current Ratio* (CR)

Rasio ini berupaya membandingkan aktiva lancar dengan kewajiban lancar yang dimiliki perusahaan. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban lancar perusahaan dengan melikuidasi aktiva lancar perusahaan. *Current ratio* merupakan rasio kunci dalam mengukur tingkat likuiditas jangka pendek perusahaan. Rasio ini merupakan rasio yang sangat perlu diperhatikan oleh kreditor atau pemberi pinjaman karena mereka berharap bahwa suatu perusahaan menghasilkan surplus kas yang positif sehingga pinjaman yang mereka berikan dapat terbayar secara baik beserta bunganya. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Dalam menggunakan rasio ini kita juga harus melihat jenis industri yang bersangkutan. Beberapa kategori industri mungkin saja sudah cukup dengan rasio likuiditas tertentu yang sebaliknya dapat merupakan ancaman/dianggap berkinerja kurang baik bagi perusahaan di dalam industri yang lain. Hal ini disebabkan karena beberapa perusahaan mungkin saja memiliki siklus produksi yang panjang, jumlah persediaan yang besar, dll. Selain itu, kelemahan yang cukup signifikan dari hanya menggunakan rasio ini adalah bahwa rasio ini tidak membedakan antara jenis-jenis aktiva lancar itu sendiri. Beberapa jenis aktiva lancar jauh lebih likuid dibandingkan aktiva lancar yang lain sehingga beberapa analis menggunakan *Quick Ratio* (QR).

b. *Quick Ratio* (QR)

Rasio ini mirip dengan *Current Ratio*. Rasio ini dihitung dengan mengurangi nilai persediaan dari jumlah aktiva lancar perusahaan dan membagi hasilnya dengan kewajiban lancar. Hal ini disebabkan karena tingkat likuiditas dari persediaan beberapa jenis perusahaan berbeda-beda (ada yang sangat likuid, ada yang kurang likuid) sehingga dapat menimbulkan masalah dalam membandingkan yang tidak sejenis. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Quick ratio} = \frac{(\text{Current assets} - [\text{Inventories} + \text{Prepayments}])}{\text{Current liabilities}}$$

2.3.3 Rasio Struktur Modal & Solvabilitas

Rasio solvabilitas umumnya digunakan untuk melihat seberapa baik kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Rasio ini sering disebut *financial leverage ratios*. Beberapa rasio yang termasuk dalam kategori ini antara lain:

a. DER (*Debt to Equity Ratio*)

Rasio ini mengukur struktur modal yang dimiliki perusahaan dan membuat perbandingan antara dana yang diberikan oleh kreditor (hutang) dengan dana yang berasal dari pemilik (ekuitas). Semakin besar hutang perusahaan, maka akan semakin besar risiko suatu perusahaan. Hal ini disebabkan karena dengan adanya hutang, maka perusahaan berkewajiban untuk membayar sejumlah bunga tertentu serta melunasi pokok hutangnya di masa depan. Di sisi lain, arus kas masuk perusahaan mungkin masih tidak pasti di masa depan sehingga berpotensi menimbulkan *default*. Semakin besar hutang perusahaan maka akan semakin besar resiko yang ditanggung. Namun, biaya hutang biasanya lebih kecil dibandingkan biaya ekuitas. Dengan adanya pinjaman ini, perusahaan dapat melakukan ekspansi sehingga berpotensi untuk meningkatkan profitabilitas dan memiliki potensi pertumbuhan lebih besar. Teori struktur modal secara lebih detail telah dijelaskan pada poin sebelumnya. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

b. *Debt to Total Asset Ratio*

Rasio ini mengukur seberapa besar proporsi asset perusahaan yang dibiayai melalui hutang. Nilai rasio yang semakin tinggi menunjukkan bahwa sebagian besar asset yang dimiliki perusahaan dibiayai melalui hutang. Perusahaan dengan rasio DTA yang tinggi berarti memiliki tingkat *leverage* yang tinggi. Para kreditor dapat menggunakan angka ini untuk menganalisa apakah perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar kembali hutangnya ketika mereka jatuh tempo. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt to Total Assets} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

c. *Interest Cover/Times Interest Earned Ratio (TIER)*

Rasio ini mengukur seberapa baik kemampuan perusahaan dalam membayar bunga atas pinjaman yang dilakukan perusahaan. Perusahaan yang menguntungkan biasanya memiliki tingkat *interest coverage* yang tinggi walaupun memiliki jumlah hutang yang besar. Tingkat *interest coverage* ini dipengaruhi antara lain oleh laba operasi, jumlah hutang, dan tingkat suku bunga efektif. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expense}}$$

2.3.4 Rasio Pasar/ Multiplier

a. Price Earning Ratio (PER)

Rasio ini mampu menunjukkan berapa besar angka pengganda/kelipatan dari harga saham terhadap laba per lembar saham (*earnings per share*). Angka ini menunjukkan seberapa besar investor bersedia membayar untuk setiap Rupiah laba perusahaan. Beberapa investor melihat bahwa nilai PER yang tinggi menunjukkan bahwa harga saham tersebut sudah terlalu mahal atau bahkan terlalu *overvalued*, namun perlu diingat bahwa dari rasio ini juga terlihat tingkat prospek pertumbuhan laba perusahaan di masa depan sehingga investor rela membayar lebih mahal. Pada umumnya, rasio PER yang tinggi menunjukkan ekspektasi investor yang tinggi terhadap pertumbuhan laba perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Price Earnings Ratio} = \frac{\text{Market Stock Price}}{\text{Earnings Per Share}}$$

Dalam menggunakan rasio ini, para investor juga sebaiknya berhati-hati karena setiap industri memiliki prospek pertumbuhan yang berbeda-beda sehingga sulit untuk menilai rasio ini secara pasti. Nilai PER yang rendah tidak selalu berarti bahwa saham perusahaan tersebut *undervalued*. PER yang rendah mungkin juga dapat disebabkan akibat laba perusahaan yang bersangkutan tidak mengalami

pertumbuhan, mengalami perlambatan pertumbuhan atau bahkan mengalami kesulitan finansial. Namun, kita dapat menggunakan rasio ini sebagai perbandingan terhadap nilai di masa lalu atau dengan perusahaan yang sejenis. Selain itu, nilai PER ini juga dapat menjadi bias karena menggunakan laba akuntansi yang dapat dimanipulasi karena pada dasarnya setiap perusahaan berupaya untuk memaksimalkan nilai keuntungan yang ada di dalam laporan keuangan.

b. *Price to Book Value (PBV)*

Sering disebut juga dengan *Price to Equity Ratio* atau *Market to Book Ratio*. Rasio ini membandingkan nilai pasar ekuitas perusahaan dengan nilai bukunya. Nilai PBV yang tinggi biasanya menunjukkan bahwa investor berharap bahwa manajemen menciptakan nilai yang lebih tinggi dari asset yang ada. Investor juga menggunakan angka PBV yang rendah untuk menilai apakah saham suatu perusahaan *undervalued* dibandingkan perusahaan-perusahaan sejenis. Namun, seperti halnya dalam menggunakan PER, nilai PBV yang terlalu rendah dapat dijadikan indikasi bahwa perusahaan tersebut sedang mengalami masalah keuangan atau secara eksternal mungkin pasar tidak menilai saham perusahaan tersebut secara benar. Rasio ini juga tidak secara langsung menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas atau laba bagi pemegang saham. Sama seperti dengan rasio yang lain, nilai PBV dapat bervariasi untuk berbagai industri tergantung tingkat pertumbuhannya. Rumus untuk mencari rasio ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Price to Book Value} = \frac{\text{Market Share Price}}{\text{Book Value Equity per Share}}$$

2.4 Laporan Arus Kas (*Cash Flow Statement*)

Seorang investor dapat memperoleh informasi mengenai pergerakan arus kas masuk dan keluar perusahaan dalam suatu periode dari laporan arus kas. Kas menjadi penting karena dia seolah-olah merupakan "darah" perusahaan yang mencerminkan aset lancar yang paling likuid. Dalam standar yang ada terdapat

dua metode penyusunan laporan arus kas, yaitu metode langsung dan tidak langsung. Pada banyak praktek di Indonesia, laporan arus kas disusun dengan *direct method* (metode langsung). Selain itu, di dalam laporan arus kas juga terdapat tiga komponen arus kas, yaitu arus kas yang berasal dari aktivitas operasi, aktivitas pendanaan, aktivitas investasi (Kieso, Weygandt, & Warfield 2006). Penjelasan singkat tiga arus kas tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Aktivitas operasi, melibatkan efek kas dari transaksi yang termasuk dalam penghitungan laba bersih, seperti penerimaan kas dari penjualan barang, pembayaran kas kepada supplier, atau pembayaran beban gaji karyawan.
- b. Aktivitas investasi, termasuk pemberian dan penerimaan pembayaran hutang dari pihak lain, pembelian dan penjualan investasi dan asset produktif jangka panjang.
- c. Aktivitas pembiayaan, termasuk penerimaan kas dari kreditor dan pembayaran hutang, memperoleh modal dari pemilik, pembayaran dividen.

Manfaat dalam menggunakan laporan arus kas ini sebagai alat bantu analisis laporan keuangan ini juga telah dibuktikan oleh beberapa penelitian seperti yang dilakukan Bowen (1986) seperti dikutip oleh Meythi (2006), dimana informasi mengenai arus kas memiliki beberapa manfaat dalam pengambilan keputusan seperti memprediksi kesulitan keuangan, menilai risiko untuk keputusan pinjaman, memprediksi tingkat/rating kredit, menilai perusahaan, serta memberikan informasi ke pasar modal mengenai kondisi terkini perusahaan.

2.5 Return Saham

Menurut Jones (2004), total *return* adalah pengukuran persentase yang membandingkan semua arus kas dari sebuah sekuritas dibandingkan dengan harga belinya. Konsep ini biasa disebut dengan *Stocks Total Return*:

$$\text{Stocks TR} = \frac{\text{Pe} - \text{Pb} + \text{Dt}}{\text{Pb}}$$

Dimana :

D_t = *dividend during the-t period*

P_b = *beginning price of the stock (Buying Price)*

$P_e = \text{ending price of the stock (Current Market Price)}$

2.6 Teorema Pasar Efisien

Dalam pasar yang efisien, setiap informasi baru yang muncul akan segera direnspons oleh pasar dan hal ini dapat langsung merefleksikan harga sekuritas dari suatu perusahaan. Hal ini berarti dalam pasar yang efisien investor tidak mungkin, secara rata-rata, menggunakan informasi yang bersifat *private* tersebut dalam membuat keputusan membeli atau menjual suatu sekuritas untuk memperoleh *abnormal profit* ataupun kesempatan melakukan arbitrase. Perubahan dalam harga sekuritas ini dapat positif atau negatif sesuai dengan informasi yang ada. Teori pasar efisien secara langsung juga dapat membantu menjelaskan dampak harga sekuritas terhadap pandangan investor mengenai nilai suatu perusahaan. Harga sekuritas yang cenderung naik dan stabil akan membuat para investor menilai baik kinerja perusahaan tersebut dan berinvestasi lebih jauh di dalamnya. Ini tentu akan meningkatkan nilai bisnis dari perusahaan tersebut karena nilai kapitalisasi pasar (harga saham dikalikan jumlah saham beredar) dari perusahaan, sebagai salah satu faktor penentu besarnya *enterprise multiple*, juga akan meningkat. Informasi sempurna yang didapatkan oleh investor juga secara objektif mampu membantu proses pengambilan keputusan investasi mereka. Secara teoritis, bentuk efisiensi pasar dibagi menjadi tiga kategori, yaitu:

a. *Weak form efficiency*

Pasar dikatakan dengan dalam kondisi efisiensi lemah ketika harga historis dan data volume perdagangan sudah terefleksikan pada harga saham, sehingga investor tidak dapat membuat *abnormal profit* dengan menggunakan harga masa lalu dalam mengambil keputusan investasi, kapan untuk membeli dan menjual sekuritas. Pengertian lain menyebutkan bahwa jenis pasar ini terjadi jika pasar hanya menyediakan informasi mengenai *past performance* dari perusahaan tanpa adanya informasi *current* dan *future performance* sehingga sulit bagi investor untuk memprediksi kinerja perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, bila pasar dalam kondisi ini, maka analisis teknikal tidak dapat digunakan sebagai alat bantu prediksi.

b. Semi-strong form efficiency

Ketika pasar telah sepenuhnya merefleksikan seluruh informasi yang tersedia dan diketahui publik seperti informasi *earnings*, dividen, *stock split*, pengembangan produk baru, dll. Hal ini mengakibatkan investor tidak dapat memperoleh *abnormal profit* dengan menggunakan pengumuman informasi publik yang baru. Sehingga bila pasar dalam kondisi seperti ini, maka analisa teknikal maupun fundamental sudah tidak dapat digunakan lagi. Namun, perlu diingat bahwa informasi-informasi yang bersifat *private* atau tidak tersosialisasi secara sempurna kepada publik, dimana informasi tersebut bila diketahui publik seharusnya bisa mengubah keputusan pihak-pihak yang berinvestasi, dapat mengakibatkan masih ada segelintir investor yang mampu mendapatkan *abnormal profit*.

c. Strong form efficiency

Pasar dikatakan dalam kondisi efisien kuat ketika harga saham telah merefleksikan seluruh informasi, baik yang tersedia secara publik maupun non publik (*private*).

2.7 Teori Nilai Perusahaan (*Value of The Firm*) dan Implikasinya

Value of the firm atau nilai dari suatu perusahaan sangat berperan penting di dalam melakukan analisis fundamental, analisis portofolio, valuasi bisnis, *financial modeling*, dll terhadap suatu perusahaan. Ada banyak lingkup pengertian terkait dengan nilai perusahaan ini, namun dalam penelitian ini kami membatasi definisi dari nilai perusahaan sebagai *enterprise value*. Yang dimaksud dengan *enterprise value* adalah suatu pengukuran ekonomis yang menggambarkan keseluruhan nilai pasar dari suatu bisnis. Konsep ini seringkali dikatakan sebagai “*Enterprise value is a sum of claims of all the security-holders: debtholders, preferred shareholders, minority shareholders, common equity holders, and others.*”

Secara umum, *enterprise value* dapat dihitung dengan menambahkan beberapa komponen berikut:

1. Nilai kapitalisasi pasar dari perusahaan;
2. Nilai dari pendanaan utang perusahaan (termasuk obligasi dan pinjaman bank);
3. Nilai dari utang lain-lain termasuk defisit dalam dana pensiun perusahaan.

Tiga komponen diatas lalu dikurangi dengan nilai dari aset-aset yang sifatnya likuid seperti kas dan investasi jangka pendek. Selain konsep umum diatas, ada pula beberapa tanggapan dan opini mengenai istilah *enterprise value* ini, diantaranya:

1. Semua komponen biasanya diukur dengan nilai pasar walaupun tidak tertutup kemungkinan dengan nilai buku;
2. Kas perusahaan sifatnya mengurangi karena ketika kas dibayarkan sebagai dividen, hal ini akan mengurangi biaya bersih dari pembeli bisnis tersebut;
3. Nilai dari minority interest seharusnya akan menambah *enterprise value* karena hal itu menggambarkan klaim atas aset-aset perusahaan saat dikonsolidasi;
4. *Enterprise value* sebaiknya juga memasukkan unsur-unsur khusus seperti *unfunded pension liabilities, executive stock options, environmental provisions, abandonment provisions*, dll karena mereka juga bersifat klaim atas aset perusahaan;
5. *Enterprise value* mungkin dapat negatif dalam kasus-kasus tertentu, misalnya saat terlalu banyak kas yang dimiliki perusahaan;
6. *Enterprise value* memiliki pengertian yang sama dengan Net Present Value (NPV) dari perusahaan.

Secara teori, ada beberapa manfaat dalam menghitung nilai perusahaan dengan memakai konsep *enterprise value*, diantaranya adalah:

1. Secara teoritis, ada kemungkinan pengukuran *enterprise value* tidak begitu terpengaruh oleh struktur modal. Oleh karena itu, pengukuran dengan metode ini bisa dipakai untuk membandingkan perusahaan-perusahaan dengan struktur modal yang berbeda. Meskipun begitu, banyak faktor lain yang terlibat sehingga kondisinya mungkin berbeda pada setiap industri suatu negara;
2. Konsep ini juga digunakan untuk membandingkan tingkat pengembalian antar perusahaan sejenis dengan risiko yang disesuaikan karena pada prakteknya

investor tidak selalu dapat mengukur nilai utang perusahaan secara tepat. Oleh karena itu, diperlukan penyesuaian risiko atas struktur modal perusahaan yang berbeda;

3. Calon pembeli dari perusahaan memakai konsep ini untuk mengukur berapa sebenarnya uang yang diperlukan untuk membeli seluruh bisnis perusahaan (bukan hanya ekuitas dari perusahaan) karena mungkin saja mereka akan ingin segera mengubah struktur modal perusahaan setelah membelinya;
4. Nilai *enterprise value* yang rendah memberikan indikasi bahwa perusahaan mungkin berada dalam kondisi *undervalued* sehingga calon investor yang cermat dapat segera mengambil keputusan untuk membeli perusahaan tersebut.

2.8 Riset dan Penelitian Sebelumnya Mengenai Hubungan Struktur Modal, Rasio Keuangan, *Return Saham*, dan Nilai Perusahaan

Peneliti – Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
Modigliani, F.; Miller, M. (1958)	<i>The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment</i>	Komposisi struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi <i>value of the firm</i> atas perusahaan bersangkutan dengan asumsi tanpa adanya <i>corporate taxes</i> .
Miller, M.; Modigliani, F. (1963)	<i>Corporate income taxes and the cost of capital: a correction</i>	Dengan adanya <i>corporate taxes</i> , perusahaan mampu mendapatkan <i>tax-benefits</i> yang mengakibatkan <i>value of the firm</i> perusahaan yang sifatnya <i>levered</i> akan lebih besar dibandingkan yang <i>unlevered</i> .
Myers, S.C. (1984)	<i>The Capital Structure Puzzle</i>	Perusahaan memiliki preferensi untuk melakukan pendanaan internal dalam investasi baru dibanding penerbitan hutang

		<p>maupun ekuitas baru karena biaya yang lebih rendah sehingga dapat meningkatkan <i>net income</i> yang akan berdampak pada peningkatan <i>value of the firm</i>.</p>
DeAngelo, H.; R.W. Masulis (1980)	<i>Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation</i>	<p>Perusahaan cenderung untuk mengubah-ubah level hutang untuk mendekati atau menjauhi rata-rata industri sehingga <i>optimum debt level</i> dapat dicapai untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.</p>
Jianjun Miao (2005)	<i>Optimal Capital Structure and Industry Dynamics</i>	<p><i>Technological development</i> dan <i>industry dynamics</i> adalah salah satu faktor penting yang mendukung perusahaan untuk tetap dapat mencapai kondisi <i>optimal capital structure</i> agar <i>value of the firm</i> menjadi tetap optimal.</p>
Capon, Noel ; Farley, John ; Hoenig, Scott (1990)	<i>Determinants of Financial Performance : A Meta-Analysis</i>	<p>Performa keuangan perusahaan dapat mempengaruhi nilai suatu perusahaan di mata investor.</p> <p>Faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja tersebut diantaranya <i>industry concentration</i> (berhubungan positif), <i>growth</i> (berhubungan positif), <i>market share</i> (berhubungan positif), <i>size</i> (relatif tidak berhubungan),</p>

		<p><i>capital investment intensity</i> (berhubungan positif pada level industri, namun negatif pada level perusahaan/bisnis),</p> <p><i>advertising intensity</i> (berhubungan positif).</p>
<p>Chaganti, Rajeswararao; Damanpour, Fariborz (1991)</p>	<p><i>Institutional Ownership, Capital Structure, And Firm Performance</i></p>	<p>Kinerja keuangan perusahaan juga dipengaruhi oleh factor struktur kepemilikan. Perusahaan yang dimiliki oleh <i>institutional investors</i> relatif mempunyai nilai DER yang rendah serta nilai ROE, ROA, dan PER yang lebih tinggi dibanding <i>individual investors</i>. Namun, struktur kepemilikan tidak signifikan mempengaruhi total <i>stock return</i> dari perusahaan tersebut.</p>
<p>Emery, Douglas; Gehr Jr., Adam (1988)</p>	<p><i>Tax Options, Capital Structure, and Miller Equilibrium : A Numerical Illustration</i></p>	<p>Untuk meningkatkan <i>value of the firm</i>, perusahaan bisa menambah <i>additional securities</i> diluar dari <i>existing debts and equities</i>. Misalnya saja dengan saham preferen, warrants, <i>convertible securities</i>, dll. Namun, hal ini hanya mungkin dilakukan bila korelasi antara <i>additional</i> dan <i>existing securities</i> tidak positif sempurna. Disamping itu, untuk mendapatkan kontribusi</p>

		<i>tax-benefits</i> yang maksimal, perusahaan setidaknya harus menjamin bahwa hutang yang dimilikinya cukup besar untuk membuat <i>default</i> perusahaan.
Hatfield, Gay; Cheng, Louis; Davidson, Wallace (1994)	<i>The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm And Industry Debt Ratios on Market Value</i>	<i>debt level</i> dari perusahaan-perusahaan di dalam industri yang sama cenderung sama dan pasar tidak menganggap rata-rata <i>leverage</i> industri berkaitan langsung dengan <i>financial leverage</i> yang akan memberikan <i>optimal capital structure</i> perusahaan-perusahaan di dalamnya sehingga <i>value of the firm</i> tidak akan berbeda signifikan
Soliha, Euis ; Taswan (2002)	<i>Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya</i>	Di dalam nilai perusahaan yang diukur dalam lingkup <i>Price to Book Value</i> (PBV), kebijakan hutang memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan <i>insider ownership</i> juga mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
Susetyo, Arif (2006)	<i>Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Go-Public di BEJ Periode 2000-2003</i>	Struktur modal dapat secara langsung ataupun tidak langsung mempengaruhi nilai perusahaan. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi

		kebijakan struktur modal, yaitu: Risiko bisnis (negatif dan signifikan), Struktur aktiva positif dan signifikan), Profitabilitas (negatif dan signifikan), dan Ukuran perusahaan (positif dan signifikan).
Sujoko; Soebiantoro, Ugy (2007)	<i>Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan</i>	Dalam dimensi nilai perusahaan yang diukur melalui Tobin's Q, beberapa faktor yang signifikan mempengaruhi nilai perusahaan adalah <i>institutional ownership</i> , tingkat suku bunga pasar, <i>market growth</i> , tingkat profitabilitas dari perusahaan, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, <i>relative market shares</i> , dan kebijakan struktur modal perusahaan.
Ulupui, I.G.K.A (2005)	<i>Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas Terhadap Return Saham (Studi Pada Kategori Industri Barang Konsumsi di BEJ)</i>	Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi <i>return</i> saham dalam industri yaitu <i>current ratio</i> (positif, signifikan), ROA (positif, signifikan), DER (positif, tidak signifikan), TATO (negatif, tidak signifikan)
Tri Anggraini, Ike (2007)	<i>Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Foods And</i>	Variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal diantaranya adalah

	<i>Beverages di BEJ</i>	profitabilitas (positif, tidak signifikan), likuiditas (negatif, signifikan), <i>tangible assets</i> (negatif, signifikan), ukuran perusahaan (negatif, tidak signifikan), <i>operating leverage</i> (positif, signifikan), dan <i>growth sales</i> (negatif, tidak signifikan)
Suharli, Michell; Oktrina, Megawati (2005)	<i>Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusahaan Publik di Jakarta</i>	Struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap <i>return</i> dari investasi atas saham. Sedangkan likuiditas dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap <i>return</i> investasi saham
Ariyanto, Taufik (2002)	<i>Pengaruh Struktur Pemegang Saham Terhadap Struktur Modal</i>	Struktur pemegang saham memiliki hubungan negatif dengan struktur modal. Aspek profitabilitas juga berhubungan negatif dengan struktur modal perusahaan
Wachyu Adi, Wahid (2007)	<i>Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEJ.</i>	Nilai <i>debt to equity ratio</i> , <i>price earning ratio</i> , dan <i>price to book value ratio</i> memiliki hubungan negatif dengan <i>return</i> saham, sedangkan nilai <i>earnings per share</i> berhubungan positif dengan <i>return</i> saham