

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Umum Kebijakan Struktur Modal

2.1.1. Pengertian Struktur Modal

Struktur modal menurut Bambang Riyanto (2001) adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan pertimbangan atau perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Menurut Houston dan Brigham (2001), struktur modal merupakan rasio keuangan perusahaan yang membandingkan sumber pendanaan perusahaan yaitu yang berasal internal berupa saham dan yang berasal dari eksternal berupa hutang. Dana yang diperoleh dari hutang atau saham akan digunakan untuk membiayai investasi perusahaan maupun kegiatan investasi lainnya.

Menurut Sawir (2005), struktur modal adalah pendanaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus, modal dan akumulasi ditahan. Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Weston dan Copeland (1992) memberikan definisi struktur modal sebagai pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi laba

ditahan. Bila perusahaan memiliki saham preferen, maka saham tersebut akan ditambahkan pada modal pemegang saham.

Dari beberapa definisi di atas dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Tujuan pokok manajemen struktur modal adalah menciptakan suatu kombinasi sumber dana permanen sedemikian rupa sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sumber-sumber dana yang mempunyai beban tetap, yaitu obligasi, utang dan saham preferen harus proporsional dikombinasikan dengan saham umum sesuai dengan kebutuhan investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

2.1.2. Teori Struktur Modal

Berikut teori-teori yang mendukung definisi struktur modal, yaitu:

1. Teori MM Tanpa Pajak

Teori struktur modal modern yang pertama adalah teori Modigliani dan Miller (teori MM). Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka (Brigham dan Houston, 2001) yaitu:

- a) Tidak terdapat *agency cost*.
- b) Tidak ada pajak.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

- c) Investor dapat berhutang dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perusahaan.
- d) Investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai prospek perusahaan di masa depan
- e) Tidak ada biaya kebangkrutan
- f) *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan dari hutang.
- g) Para investor adalah price-takers.
- h) Jika terjadi kebangkrutan maka aset dapat dijual pada harga pasar (*market value*).

Dengan asumsi-asumsi tersebut, MM mengajukan dua preposisi yang dikenal sebagai preposisi MM tanpa pajak, yaitu:

- Preposisi I: nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah struktur modal dari suatu perusahaan tidak relevan, perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan *weighted average cost of capital* (WACC) perusahaan akan tetap sama tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan memadukan hutang dan modal untuk membiayai perusahaan.
- Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat apabila perusahaan melakukan atau mencari pinjaman dari pihak luar.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Risk of the equity bergantung pada resiko dari operasional perusahaan (*business risk*) dan tingkat hutang perusahaan (*financial risk*).

Brealey, Myers dan Marcus (1999) menyimpulkan dari teori MM tanpa pajak ini yaitu tidak membedakan antara perusahaan berhutang atau pemegang saham berhutang pada saat kondisi tanpa pajak dan pasar yang sempurna. Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya. Dengan kata lain, manajer keuangan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan merubah proporsi *debt* dan *equity* yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

2. Teori MM dengan Pajak

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak.

Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi yaitu:

- Preposisi I: nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga hutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah pembiayaan dengan hutang sangat

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen hutang.

- Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan hutang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan hutang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah, sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya.

Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai hutang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya. Inilah yang melatarbelakangi teori MM mengatakan agar perusahaan menggunakan hutang sebanyak-banyaknya, karena MM mengabaikan biaya kebangkrutan.

3. Trade-off Theory

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)". Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan dan biaya kesulitan keuangan tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Dalam kenyataannya jarang manajer keuangan yang berpikir demikian.

4. Pecking Order Theory

Menurut Myers (2001), *pecking order theory* menyatakan bahwa "Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah." Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory* dikutip oleh Smart, Megginson, dan Gitman (2004), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu:

- a) Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b) Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
- c) Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak

terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.

- d) Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia. *Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

5. Equity Market Timing

Teori yang diungkapkan oleh Baker dan Wurgler (2002) ini mengemukakan bahwa “Perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali *equity* pada saat *market value* rendah”. Praktik inilah yang kemudian disebut sebagai *equity market timing*.

Tujuan dari melakukan *equity market timing* ini adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi sementara yang terjadi pada *cost of equity* terhadap *cost of other forms of capital*. Menurut Baker dan Wurgler

(2002), "Struktur modal adalah hasil kumulatif dari usaha melakukan equity market timing di masa lalu". Baker dan Wurgler menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat hutang rendah adalah perusahaan yang menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan perusahaan dengan tingkat hutang tinggi adalah perusahaan yang menerbitkan *equity* pada saat *market value* rendah.

Baker dan Wurgler menggunakan *market-to-book ratio*, yang umumnya digunakan sebagai proxy untuk mengukur kesempatan investasi, namun dalam teorinya *market-to-book ratio* juga digunakan untuk melihat apakah nilai suatu ekuitas itu *overvalued* atau *undervalued*. Baker dan Wurgler membangun suatu model variabel yaitu *external finance weighted-average market-to-book ratio*. Variabel ini adalah rata-rata tertimbang dari *market-to-book ratio* suatu perusahaan di masa lampau. Variabel ini digunakan oleh Baker dan Wurgler untuk melihat usaha dari suatu perusahaan dalam melakukan *equity market timing*.

2.1.3. Komponen Struktur Modal

Komponen struktur modal dibagi menjadi 2 macam yaitu hutang jangka panjang dan modal sendiri.

1. Hutang Jangka Panjang

Jumlah hutang di dalam neraca akan menunjukkan besarnya modal pinjaman yang digunakan dalam operasi perusahaan. Modal pinjaman ini dapat berupa hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, tetapi pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dibandingkan dengan hutang jangka pendek. Menurut Sundjaja dan Barlian (2003), “hutang jangka panjang merupakan salah satu dari bentuk pembiayaan jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun, biasanya 5 – 20 tahun”. Pinjaman hutang jangka panjang dapat berupa pinjaman berjangka (pinjaman yang digunakan untuk membiayai kebutuhan modal kerja permanen, untuk melunasi hutang lain, atau membeli mesin dan peralatan) dan penerbitan obligasi (hutang yang diperoleh melalui penjualan surat-surat obligasi, dalam surat obligasi ditentukan nilai nominal, bunga per tahun, dan jangka waktu pelunasan obligasi tersebut).

Mengukur besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai 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 di dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

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

- a) Biaya hutang terbatas, walaupun perusahaan memperoleh laba besar, jumlah bunga yang dibayarkan besarnya tetap.
- b) Hasil yang diharapkan lebih rendah daripada 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 struktur keuangan dapat dicapai dengan memasukkan peraturan penebusan dalam perjanjian obligasi.

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

- a) Hutang dapat memberikan prioritas baik dalam hal pendapatan 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

Menurut Wasis (1981), dalam struktur modal konservatif, susunan modal menitikberatkan pada modal sendiri karena pertimbangan bahwa penggunaan hutang dalam pembiayaan perusahaan mengandung resiko yang lebih besar dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Menurut Sundjaja dan Barlian (2003), “modal sendiri atau *equity capital* adalah dana jangka panjang perusahaan yang disediakan oleh pemilik 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 pemilik perusahaan 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.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo. Ada 2 (dua) sumber utama dari modal sendiri yaitu:

a) Modal saham preferen

Saham preferen memberikan para pemegang sahamnya beberapa hak istimewa yang menjadikannya lebih senior atau lebih diprioritaskan daripada pemegang saham biasa. Oleh karena itu, perusahaan tidak memberikan saham preferen dalam jumlah yang banyak. Beberapa keuntungan penggunaan saham preferen bagi manajemen menurut Sundjaja at. al (2003) adalah sebagai berikut:

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

b) Modal saham biasa

Pemilik perusahaan adalah pemegang saham biasa yang menginvestasikan uangnya dengan harapan mendapat

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

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 dan Barlian (2003), yaitu :

- a) Saham biasa tidak memberi dividen tetap. Jika perusahaan dapat memperoleh laba, pemegang saham biasa akan memperoleh dividen.
- b) Saham biasa tidak memiliki tanggal jatuh tempo.
- c) Saham biasa menyediakan landasan penyangga atas rugi yang diderita para kreditornya, maka penjualan saham biasa akan meningkatkan kredibilitas perusahaan.
- d) Saham biasa dapat, pada saat-saat tertentu, dijual lebih mudah dibandingkan bentuk hutang lainnya. Saham biasa mempunyai daya tarik tersendiri bagi kelompok-kelompok investor tertentu.
- e) Pengembalian yang diperoleh dalam saham biasa dalam bentuk keuntungan modal merupakan obyek tarif pajak penghasilan yang rendah.

2.1.4. Kebijakan Struktur Modal

Menurut Sriwardany (2006), kebijakan struktur modal pada dasarnya dibangun dari hubungan antara keputusan dalam pemilihan sumber dana dengan jenis investasi yang harus dipilih oleh perusahaan agar sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Sumber dana dapat berasal dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan modal saham perusahaan yang terdiri dari saham preferen dan saham biasa.

Berbagai faktor yang dipertimbangkan dalam pembuatan keputusan tentang struktur modal adalah:

- a) 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.

- b) Konsevatisme manajemen

Manajer yang bersifat konservatif cenderung menggunakan tingkat hutang yang konservatif yaitu sedikit hutang dari pada berusaha memaksimumkan nilai perusahaan dengan menggunakan lebih banyak hutang.

c) Pengawasan

Pengawasan hutang yang besar dapat berakibat semakin ketat pengawasan dari pihak kreditor. Pengawasan ini dapat mengurangi fleksibilitas manajemen dalam membuat keputusan perusahaan.

d) 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

e) Risiko bisnis

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

f) Tingkat pertumbuhan

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

menggunakan lebih banyak hutang dibanding dengan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

g) 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.

h) 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.

2.1.5. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) Menurut Robert Ang (1997) dapat digunakan untuk melihat struktur modal suatu perusahaan karena *Debt to Equity Ratio (DER)* yang tinggi menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Menurut Ross (2003) menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan perhitungan sederhana yang membandingkan total hutang perusahaan dari modal pemegang saham. Semakin tinggi *Debt to Equity*

Ratio (DER) mencerminkan resiko perusahaan relatif tinggi karena perusahaan dalam operasi relatif tergantung terhadap hutang dan perusahaan memiliki kewajiban untuk membayar bunga hutang akibatnya para investor cenderung menghindari saham-saham yang memiliki nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) yang tinggi.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan rasio yang membandingkan total hutang dengan total ekuitas dari pemegang saham. Dengan demikian, *Debt to Equity Ratio* (DER) juga dapat memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki perusahaan sehingga dapat dilihat tingkat risiko tah terbayarkan suatu hutang.

Rumus yang digunakan untuk perhitungan *Debt to Equity Ratio* (DER) menurut Agus Sartono (2001) adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{TOTAL HUTANG}}{\text{TOTAL MODAL SENDIRI}}$$

2.1.6. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houstom (2006:6), ada empat faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, yaitu:

1. Risiko Bisnis

Yakni risiko yang melekat pada operasi perusahaan apabila perusahaan tidak menggunakan utang, makin besar risiko bisnis perusahaan maka makin rendah rasio utang yang optimal.

2. Posisi Pajak Perusahaan

Yakni dalam menggunakan utang maka biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak sehingga menurunkan biaya utang yang sesungguhnya.

3. Fleksibilitas Keuangan

Yakni kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar dalam keadaan yang memburuk, para manajer dana perusahaan mengetahui bahwa modal yang kuat diperlukan untuk operasi yang stabil dan pemilik modal lebih suka menanamkan modalnya pada perusahaan dengan posisi neraca yang baik bila keadaan perekonomian stabil.

4. Konservatisme atau Agresivitas Manajemen

Yakni ada sebagian manajer lebih agresif dari yang lain, sehingga sebagian perusahaan lebih cenderung menggunakan utang untuk meningkatkan laba, dimana hal ini tidak mempengaruhi struktur modal yang optimal, tetapi akan mempengaruhi struktur modal yang ditargetkan.

2.2 Tinjauan Umum Kebijakan Dividen

2.2.1. Pengertian Dividen

Dividen adalah pembagian laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham yang sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki. Dividen akan diterima oleh pemegang saham hanya apabila ada usaha akan menghasilkan cukup uang untuk membagi dividen tersebut dan apabila dewan direksi menganggap layak bagi perusahaan untuk mengumumkan dividen (Sartono, 2001). Dividen adalah proporsi laba atau keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya (Baridwan, 2000). Semua keuntungan ataupun kerugian yang diperoleh perusahaan selama berusaha dalam satu periode tersebut dilaporkan oleh direksi kepada para pemegang saham dalam suatu rapat pemegang saham. Yang termasuk dalam pengertian dividen adalah:

1. Pembagian laba secara langsung atau tidak langsung, dengan nama dan dalam bentuk apapun.
2. Pembayaran kembali karena likuidasi yang melebihi jumlah modal disetor.
3. Pemberian saham bonus yang dilakukan tanpa penyeteroran, termasuk yang berasal dari kapitalisasi agio saham.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa dividen adalah laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham.

2.2.2. Jenis-jenis Dividen

Terdapat berbagai dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, yaitu:

a) Dividen Tunai (*Cash Dividend*)

Dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai dan dikenai pajak pada tahun pengeluarannya. Dividen ini yang paling umum dan banyak digunakan dalam pembagian saham.

b) Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen yang dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham perusahaan sehingga jumlah saham perusahaan menjadi bertambah. Jadi, pemberian *stock dividend* ini dilakukan dengan cara mengubah sebagian laba ditahan (*retained earnings*) menjadi modal saham yang pada dasarnya tidak mengubah jumlah modal sendiri.

c) Dividen Saham Pecahan (*Stock Split*)

Pemecahan lembar saham menjadi dividen per lembar saham. Harga per lembar saham baru setelah *stock split* adalah sebesar $1/n$ dari harga sebelumnya. Dengan demikian, sebenarnya *stock split* tidak menambah nilai dari perusahaan atau dengan kata lain *stock split* tidak mempunyai nilai ekonomis.

d) Dividen *Script*

Dalam bentuk perjanjian tertulis untuk membayar dalam jumlah tertentu pada waktu yang disepakati.

e) Dividen Property (*Property Dividend*)

Dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva lain selain kas atau saham, misalnya aktiva tetap dan surat-surat berharga.

f) Dividen Likuidasi (*Liquidating Dividend*)

Dividen yang diberikan kepada pemegang saham sebagai akibat dilikuidasikannya perusahaan. Dividen diperoleh dari selisih antara nilai realisasi aset perusahaan dikurangi dengan semua kewajibannya.

2.2.3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menurut Agus Harjito dan Martono (2003) merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk deviden atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Menurut James C. Van Horne dan Wachiwicz (2005) kebijakan dividen perusahaan adalah keputusan pendanaan yang melibatkan laba ditahan. Sepanjang perusahaan memiliki proyek investasi dengan

pengembalian melebihi yang diminta, perusahaan akan menggunakan laba untuk mendanai proyek tersebut. Jika terdapat kelebihan laba setelah digunakan untuk mendanai seluruh kesempatan investasi yang diterima, kelebihan itu akan didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas, jika tidak ada kelebihan, maka dividen tidak akan dibagikan.

Pengertian kebijakan dividen menurut Agus Sartono (2001) menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang.

Dari beberapa definisi di atas, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, pada dasarnya laba tersebut dapat dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali.

2.2.4. Teori Kebijakan Dividen

Pada umumnya para investor di pasar modal membutuhkan berbagai informasi tentang baik tidaknya suatu perusahaan untuk melakukan investasi, terutama informasi mengenai pengumuman dividen. Terdapat beberapa pendapat dan teori yang mengemukakan tentang dividen diantaranya yaitu:

1. *Dividend Irrelevance Theory* (ketidakrelevanan deviden)

Teori yang menyatakan bahwa kebijakan deviden perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. MM menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan deviden. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran deviden akan diimbangi dengan penurunan harga saham karena adanya penjualan saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran deviden atau menerimanya dalam bentuk *capital gain*. Kemakmuran pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan deviden saat ini maupun dimasa datang.

2. *The Bird in The Hand Theory*

Gordon dan Lintner berpendapat bahwa investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran deviden daripada menunggu *capital gain*. Sementara itu MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis bahwa investor merasa sama saja apakah menerima deviden saat ini atau menerima *capital gain* dimasa datang. Gordon dan Lintner beranggapan bahwa para investor memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Sementara itu MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkeinginan untuk menginvestasikan kembali deviden mereka diperusahaan yang sama atau sejenis dengan memiliki resiko

yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka dimasa datang bukannya ditentukan oleh kebijakan deviden, tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

3. *Tax Preference Theory*

Investor menghendaki perusahaan untuk menahan laba setelah pajak dan dipergunakan untuk pembiayaan investasi daripada deviden dalam bentuk kas. Oleh karenanya perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan membagikan deviden. Karena deviden cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada capital gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi.

4. *Dividend Relevance Theory* (Relevan deviden)

Deviden adalah relevan untuk kondisi yang tidak pasti, investor dapat dipengaruhi oleh kebijakan deviden.

2.2.5. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Menurut Sutrisno (2005) *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah persentase laba yang dibagikan sebagai deviden, dimana semakin besar *Dividend Payout Ratio* (DPR) semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Jika *Dividend Payout Ratio* (DPR) dinaikkan maka semakin sedikit dana yang

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

tersedia untuk reinvestasi, sehingga tingkat pertumbuhan yang diharapkan akan rendah untuk masa mendatang dan hal ini akan menekan harga saham. (Brigham dan Houston, 2001)

Menurut Lukas Setia Atmaja (2003) rasio antara dividen dan laba bersih sering disebut sebagai *Dividend Payout Ratio* (DPR) karena kelebihan laba bersih di atas dividen itu menjadi laba ditahan maka keputusan DPR *inclusive* keputusan mengenai laba ditahan. Para pemegang saham akan merasa senang apabila bagian dari laba bersih yang dibagikan sebagai dividen ini semakin besar. Akan tetapi, apabila DPR ini semakin besar, berarti laba ditahan semakin menciut, padahal pendanaan dengan menggunakan laba ditahan (*internal financing*) ini mempunyai *cost of capital* yang paling kecil dibandingkan dengan metode pendanaan lainnya. Dengan demikian keputusan dividen akan mengacu pada suatu kebijakan (*dividend policy*) yang optimal, terutama disesuaikan dengan konsep tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Cash dividend merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Sedangkan persentase dari laba yang dibagikan sebagai *cash dividend* disebut sebagai *Dividen Payout Ratio* (DPR). Semakin tinggi *Dividend Payout Ratio* (DPR), maka semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan.

Ketika memutuskan berapa banyak kas yang harus didistribusikan kepada pemegang saham, para manajer keuangan harus senantiasa ingat

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

bahwa sasaran perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, sehingga rasio pembayaran sasaran sebaiknya sebagian besar didasarkan pada preferensi investor untuk dividen versus keuntungan modal.

Menurut Bambang Riyanto (2001), ada beberapa macam cara menetapkan *Dividend Payout Ratio* (DPR), yaitu:

1. Kebijakan dividen yang stabil

Jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham per tiap tahunnya bervariasi.

2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus ekstra tertentu

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya. Bagi pemodal ada kepastian akan menerima jumlah dividen yang minimal setiap tahunnya meskipun keadaan keuangan perusahaan agak memburuk. Tetapi di lain pihak, kalau keadaan keuangan perusahaan baik, maka pemodal akan menerima dividen minimal tersebut ditambah dengan dividen tambahan.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan *Dividend Payout Ratio* yang konstan.

Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan *Dividend Payout Ratio* yang konstan misalnya 50%. Ini berarti jumlah

dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan bervariasi sesuai dengan perkembangan keuntungan neto yang diperoleh setiap tahunnya. Dengan kata lain, perusahaan akan membayarkan dividen sebesar 50% dari jumlah keuntungan neto yang diperoleh perusahaan.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel

Besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR) setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

Rumus yang digunakan untuk perhitungan *Dividend Payout Ratio* (DPR) menurut Agus Sartono (2001) adalah sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{DIVIDEN PER LEMBAR}}{\text{LABA BERSIH PER LEMBAR}} \times 100\%$$

2.2.6. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Kebutuhan Dana Untuk Membayar Utang

Apabila suatu perusahaan akan memperoleh utang baru atau menjual obligasi untuk membiayai perusahaan, sebelumnya harus sudah direncanakan bagaimana caranya untuk membayar kembali utang tersebut. Utang dapat dilunasi pada hari jatuhnya dengan

mengganti utang tersebut dengan utang baru. Atau alternatif lain ialah perusahaan harus menyediakan dana sendiri yang berasal dari keuntungan untuk melunasi utang tersebut.

Apabila perusahaan menetapkan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, ini berarti bahwa hanya sebagian kecil saja dari pendapatan atau *earning* yang dibayarkan sebagai dividen. Dengan kata lain perusahaan harus menetapkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang rendah.

2. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan *profitable* akan memerlukan dana yang cukup besar untuk membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen. Likuiditas perusahaan sangat besar pengaruhnya terhadap investasi perusahaan dan kebijakan pemenuhan kebutuhan dana. Keputusan investasi akan menentukan tingkat ekspansi dan kebutuhan dana perusahaan, sementara itu

keputusan pembelanjaan akan menentukan pemilihan sumber dana untuk membiayai investasi tersebut.

3. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya, perusahaan tersebut biasanya lebih senang untuk menahan *earning*-nya daripada dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan mengingat batasan-batasan biayanya. Dengan demikian dapatlah dikatakan bahwa makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan makin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, makin besar bagian dari pendapatan yang ditahan dalam perusahaan, yang ini berarti makin rendah *Dividend Payout Ratio* (DPR)-nya.

Apabila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan sedemikian rupa sehingga perusahaan telah *well established*, dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana luar lainnya, maka keadaannya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang tinggi.

4. Keadaan Pemegang Saham

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high-tax* dan lebih suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang rendah. Dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable*. Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

5. Pembatasan Hukum

Pembatasan hukum tertentu bisa membatasi jumlah dividen yang bisa dibayarkan perusahaan. Batasan hukum yang dimaksud yaitu Pembatasan menurut Undang-Undang, dapat menghalangi perusahaan dalam membayar dividen.

6. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Ada perusahaan yang mempunyai kebijakan hanya membiayai ekspansinya dengan dana yang berasal dari sumber dari dalam saja. Kebijakan tersebut dijalankan atas dasar pertimbangan bahwa kalau ekspansi dibiayai dengan dana yang berasal dari hasil penjualan saham

baru akan melemahkan *control* dari kelompok dominan di dalam perusahaan. Demikian pula kalau membiayai ekspansi dengan uang akan memperbesar risiko finansialnya. Mempercayakan pada pembelanjaan interen dalam usaha mempertahankan *control* terhadap perusahaan, berarti mengurangi *Dividen Payout Ratio*-nya.

7. Stabilitas Laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil sering kali dapat memperkirakan berapa besar laba dimasa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan *Dividend Payout ratio* (DPR) yang tinggi, daripada perusahaan yang labanya berfluktuasi. Deviden yang lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa yang akan datang.

2.3 Tinjauan Umum Tarif Pajak

2.3.1. Pengertian Pajak

Menurut Mardiasmo (2011) menyatakan bahwa pajak adalah iuran rakyat kepada kas negara berdasarkan undang-undang (yang dapat dipaksakan) dengan tiada mendapat jasa timbal (kontraprestasi) yang langsung dapat ditunjukkan dan yang digunakan untuk membayar pengeluaran umum. Menurut Moch Zain (2007) menjelaskan bahwa pajak adalah iuran masyarakat kepada kas negara (yang dapat dipaksakan)

yang terutang oleh yang wajib membayarnya menurut peraturan-peraturan umum undang-undang dengan tidak mendapat prestasi kembali yang langsung dapat ditunjuk dan gunanya adalah untuk membiayai pengeluaran-pengeluaran umum berhubung tugas negara untuk menyelenggarakan pemerintahan. Sedangkan menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 6 Tahun 1983 tentang Ketentuan Umum Tata Cara Perpajakan sebagaimana telah diubah terakhir dengan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 28 Tahun 2007 menjelaskan bahwa pajak adalah kontribusi kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan Undang-undang, dengan tidak mendapatkan imbalan secara langsung dan digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat.

2.3.2. Fungsi Pajak

Menurut Waluyo (2008) terdapat dua fungsi pajak, yaitu:

1. Fungsi Penerimaan (*Budgeter*)

Yaitu sumber dana yang diperuntukkan bagi pembiayaan pengeluaran-pengeluaran pemerintah, misalnya dimasukkan pajak dalam APBN sebagai penerimaan dalam negeri

2. Fungsi Mengatur (*Reguler*)

Yaitu alat untuk mengatur atau melaksanakan kebijakan di bidang sosial dan ekonomi, misalnya dikenakan pajak yang lebih

tinggi terhadap minuman keras, dapat ditekan demikian pula terhadap barang mewah

2.3.3. Tarif Pajak

Menurut Suparmono (2010), tarif pajak digunakan dalam perhitungan besarnya pajak terutang. Dengan kata lain, tarif pajak merupakan tarif yang digunakan untuk menentukan besarnya pajak yang harus dibayar. Secara umum tarif pajak dinyatakan dalam bentuk persentase. Menurut PPh Pasal 22 mengatakan bahwa badan-badan usaha tertentu, baik milik pemerintah maupun swasta yang melakukan kegiatan perdagangan ekspor, impor dan re-impor dikenai Pajak Penghasilan. Tarif untuk jenis pajak ini bervariasi, tergantung dari pemungut, obyek dan jenis transaksinya. Tarif pajak terdiri dari:

1. Tarif pajak proposional atau sebanding

Adalah persentase pengenaan pajak yang tetap atas berapa pun dasar pengenaan pajaknya. Contohnya, PPN akan dikenakan tarif sebesar 10% atas berapa pun penyerahan barang atau jasa kena pajak, PPh Badan yang dikenakan tarif sebesar 28% atas berapapun penghasilan kena pajak.

2. Tarif pajak tetap

Adalah jumlah nominal pajak yang tetap terhadap berapapun yang menjadi dasar pengenaan pajak. Contohnya tarif atas bea materai.

3. Tarif pajak degresif

Adalah persentase pajak yang menurun seiring dengan peningkatan dasar pengenaan pajak.

4. Tarif pajak progresif

Adalah presentase pajak yang bertambah seiring dengan peningkatan dasar pengenaan pajaknya. Contohnya, pajak penghasilan (PPh) Wajib Pajak Orang Pribadi, setiap terjadi peningkatan pendapatan dalam level tertentu maka tarif yang dikenakan juga akan meningkat.

Rumus yang digunakan untuk perhitungan tarif pajak menurut Liestiyowati (2011) adalah sebagai berikut:

$$\text{Tarif Pajak} = \frac{\text{BEBAN PAJAK PENGHASILAN}}{\text{LABA SEBELUM PAJAK PENGHASILAN}} \times 100\%$$

2.4 Tinjauan Umum *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

2.4.1. Pengertian Biaya Modal

Konsep *cost of capital* dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari masing-masing sumber dana, untuk kemudian menentukan biaya modal rata-rata (*average cost of capital*) dari keseluruhan dana yang digunakan di dalam perusahaan yang ini merupakan tingkat biaya penggunaan modal perusahaan (*the firm's cost of capital*).

Menurut Najmudin (2011) menyatakan bahwa biaya modal (*cost of capital*) adalah biaya yang ditanggung oleh suatu perusahaan sehubungan dengan penggunaan modal tertentu. Menurut Agus Harjito dan Martono (2003) mengatakan bahwa biaya modal adalah biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dan baik yang berasal dari hutang, saham preferen, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan. Sedangkan menurut Farah Margaretha (2005) menyatakan bahwa *cost of capital* merupakan biaya yang dikeluarkan karena perusahaan menggunakan sumber dana yang tergabung dalam struktur modal.

2.4.2. Asumsi Model Biaya Modal

Menurut Warsono (2002) sebagai suatu konsep keuangan maka terdapat asumsi-asumsi dalam model biaya modal, diantaranya:

1. Risiko bisnis bersifat konstan.

Risiko bisnis merupakan potensi tingkat perubahan return atas suatu investasi. Tingkat risiko bisnis dalam suatu perusahaan ditentukan dengan kebijakan manajemen investasi. Biaya modal merupakan suatu kriteria investasi yang hanya tepat untuk suatu investasi yang memiliki risiko bisnis setingkat dengan aktiva-aktiva yang telah ada.

2. Risiko keuangan bersifat konstan.

Risiko keuangan didefinisikan sebagai peningkatan variasi return atas saham umum karena bertambahnya pemanfaatan sumber pembiayaan hutang dan saham istimewa. Biaya modal dari sumber individual merupakan fungsi dari struktur keuangan berjalan.

3. Kebijakan dividen bersifat konstan.

Asumsi ini diperlukan dalam menaksir biaya modal yang berkenaan dengan kebijakan dividen perusahaan. Asumsi ini menyatakan bahwa rasio pembayaran dividen atau *Dividen Payout Ratio*-nya juga konstan.

2.4.3. Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Menurut Najmudin (2011) menyatakan bahwa biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*) merupakan salah satu dari dua metode yang dipergunakan untuk mengaitkan keputusan investasi dengan keputusan pendanaan. *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) biasanya digunakan sebagai ukuran untuk menentukan diterima atau ditolaknya suatu usulan investasi, misalnya metode IRR yang membandingkan tingkat keuntungan usulan investasi tersebut dengan WACC-nya, karena tingkat keuntungan tersebut dihitung atas dasar setelah pajak, maka biaya modal pembandingnya juga diperhitungkan atas dasar

setelah pajak. Ketentuan ini terutama ditekankan pada perhitungan biaya modal hutang sebelum pajak.

Biaya modal yang tepat untuk semua keputusan adalah rata-rata tertimbang dari seluruh komponen modal (*Weighted Average Cost of Capital* atau WACC). Namun tidak semua komponen modal diperhitungkan dalam menentukan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Hutang dagang (*accounts payable*) tidak diperhitungkan dalam perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Hutang wesel (*notes payable*) atau hutang jangka pendek yang berbunga (*Short-term Interest-bearing debt*) dimasukkan dalam perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) hanya jika hutang tersebut merupakan bagian dari pembelanjaan tetap perusahaan bukan merupakan pembelanjaan sementara.

Pada umumnya hutang jangka panjang dari modal sendiri merupakan unsur untuk menghitung *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Dengan demikian kita harus menghitung:

1. Biaya hutang (*cost of debt*),
2. Biaya laba ditahan (*cost of retained earning*),
3. Biaya saham biasa baru (*cost of new common stock*), dan
4. Biaya saham preferen (*cost of preferred stock*).

Rumus WACC menurut Najmudin (2011) adalah sebagai berikut::

$$WACC = W_d \cdot k_d(1 - T) + W_s \cdot K_s$$

Keterangan:

- WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang
- W_d = Proporsi hutang dalam struktur modal
- k_d = Biaya hutang (*cost of debt*)
- W_s = Proporsi saham biasa dalam struktur modal
- k_s = Tingkat pengembalian yang diinginkan investor

2.4.4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya Modal

Terkait dengan pembiayaan atas satu aktiva atau lebih variabel-variabel penting yang mempengaruhi biaya modal antara lain:

1. Keadaan-keadaan umum perekonomian.

Faktor ini menentukan tingkat bebas risiko atau tingkat hasil tanpa risiko.

2. Daya jual saham suatu perusahaan.

Jika daya jual saham meningkat, tingkat hasil minimum para investor akan turun dan biaya modal perusahaan akan rendah.

3. Keputusan-keputusan operasi dan pembiayaan yang dibuat manajemen.

Jika manajemen menyetujui penanaman modal berisiko tinggi atau memanfaatkan utang dan saham khusus secara ekstensif, tingkat risiko perusahaan bertambah. Para investor selanjutnya meminta tingkat hasil

minimum yang lebih tinggi sehingga biaya modal perusahaan meningkat pula.

4. Besarnya pembiayaan yang diperlukan.

Permintaan modal dalam jumlah besar akan meningkatkan biaya modal perusahaan.

2.5 Hubungan Variabel Independen dengan Variabel Dependen

2.5.1. Hubungan *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

Kebijakan struktur modal pada dasarnya dibangun dari hubungan antara keputusan dalam pemilihan sumber dana dengan jenis investasi yang harus dipilih oleh perusahaan agar sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Sriwardany, 2006). Dalam hal ini, investor memberikan dananya dalam bentuk modal, sedangkan pihak perusahaan mengelola pinjaman dana tersebut. Oleh karena itu *Debt to Equity Ratio* (DER) berfungsi untuk mengetahui bagaimana modal membiayai hutang. Hasil dari *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat menunjukkan nilai dari biaya hutang dan biaya saham. Hasil perhitungan dari biaya-biaya tersebut diperlukan untuk mengetahui nilai *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

2.5.2. Hubungan *Dividend Payout ratio (DER)* terhadap *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Agus Sartono, 2001). Oleh karena itu *Dividend Payout Ratio (DPR)* berfungsi untuk mengetahui tingkat dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Hasil dari *Dividend Payout Ratio (DPR)* dapat menunjukkan nilai dari biaya laba ditahan dan menunjukkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Hasil perhitungan dari biaya laba ditahan tersebut diperlukan untuk mengetahui nilai *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

2.5.3. Hubungan tarif pajak terhadap *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

Tarif pajak merupakan tarif yang digunakan untuk menentukan besarnya pajak yang harus dibayar (Suparmono, 2010). Tarif pajak diperoleh dari beban pajak penghasilan dengan laba sebelum pajak penghasilan. Hasil dari perhitungan tersebut diperlukan untuk mengetahui nilai *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

2.6 Ringkasan Teori *Debt to Equity Ratio* (DER), *Dividend Payout Ratio* (DPR), tarif pajak, dan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Berdasarkan berbagai teori yang telah dikemukakan diatas, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan antara *Debt to Equity Ratio* (DER), *Dividend Payout Ratio* (DPR), tarif pajak, dengan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Hal ini dikarenakan masing masing variabel mempunyai hasil perhitungan yang dibutuhkan untuk mengetahui nilai *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).