

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pasar Modal

a. Pengertian Pasar Modal

Menurut Sartono (1998) pasar modal adalah tempat terjadinya transaksi *asset* keuangan jangka panjang atau *long-term financial asset*. Pasal 1 Keputusan Presiden No 60 Tahun 1988 Tanggal 20 Desember 1988 Tentang Pasar Modal, yang dimaksud dengan pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawaran dan permintaan dana jangka panjang dalam bentuk efek, sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Nomor 15 Tahun 1952. Bentuk umum surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal adalah obligasi, saham preferen, saham biasa. Surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun. Obligasi merupakan utang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendapatkan dana jangka panjang. Saham biasa adalah bukti penyertaan modal dalam perusahaan. Pemegang saham biasa memperoleh pembayaran dividen dan tingkat keuntungan penjualan saham. Saham preferen adalah bentuk khusus dari kepemilikan perusahaan.

b. Manfaat Pasar Modal

Pasar modal menjadi tempat yang memungkinkan terpenuhinya kebutuhan dana jangka panjang untuk investasi jangka panjang dalam bentuk bangunan, peralatan dan sarana produksi lainnya. Pasar modal menjadi sarana yang efektif untuk mempercepat akumulasi dana bagi pembiayaan pembangunan melalui mekanisme pengumpulan dana dari masyarakat dan menyalurkan dana tersebut ke sektor-sektor yang produktif. Manfaat pasar modal secara luas yaitu:

- 1) Menciptakan pasar secara terus-menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat.
- 2) Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme pasar.
- 3) Membantu pembelanjaan (pemenuhan dana) dunia usaha, melalui penghimpunan dana masyarakat.
- 4) Memperluas proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilihan saham-saham perusahaan.

2. Pasar Modal Syariah

a. Pengertian Pasar Modal Syariah

Menurut Soemitra (2009) pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di

bidang pasar modal dimana akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah.

b. Manfaat Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah diharapkan mampu mengakomodir kebutuhan umat Islam di Indonesia yang ingin melakukan investasi di produk-produk pasar modal yang sesuai dengan prinsip dasar syariah. Semakin berkembangnya sarana dan produk investasi di Indonesia, diharapkan masyarakat akan memiliki alternatif berinvestasi yang dianggap sesuai dengan keinginannya. Keberadaan pasar modal syariah secara umum berfungsi:

- 1) Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.
- 2) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
- 3) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.
- 4) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- 5) Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham (Soemitra, 2009).

c. Kriteria Pemilihan Saham untuk Indeks Syariah

Saham merupakan surat berharga yang merepresentasikan penyertaan modal kedalam suatu perusahaan. Pada prinsip syariah, penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah, seperti larangan di bidang perjudian, riba, mengandung unsur spekulasi, memproduksi barang yang diharamkan, dan lain-lain. Fatwa DSN Nomor:40/DSN-MUI/X/2003 tanggal 4 Oktober 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, telah menentukan kriteria produk-produk investasi yang sesuai dengan ajaran Islam. Pada pasar modal syariah emiten yang menerbitkan efek syariah harus memenuhi kriteria tertentu, yaitu:

- 1) Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Pelaksanaan transaksi efek di pasar modal syariah harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, maksiat dan kezaliman. Transaksi yang mengandung unsur yang dilarang antara lain:

- a. *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu.

- b. *Bai' al-ma'dum*, yaitu melakukan penjualan atas barang (efek syariah) yang belum dimiliki.
 - c. *Insider trading*, yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang.
 - d. Menimbulkan informasi yang menyesatkan.
 - e. *Margin trading*, yaitu melakukan transaksi atas efek syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek syariah tersebut.
 - f. *Ihtikar* (penimbunan), yaitu melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu efek syariah untuk menyebabkan perubahan harga efek syariah, dengan tujuan mempengaruhi pihak lain.
- 2) Jenis kegiatan usaha emiten yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah antara lain:
- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.

- d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudharat*.
 - e. Melakukan investasi pada emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) utang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.
- 3) Emiten atau perusahaan publik yang bermaksud menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas efek syariah yang dikeluarkan. Akad syariah yang digunakan antara lain:
- a. *Ijarah*, yaitu perjanjian (akad) di mana pihak yang memiliki barang atau jasa (pemberi sewa atau pemberi jasa) berjanji kepada penyewa atau pengguna jasa untuk meyerahkan hak penggunaan atau pemanfaatan atas suatu barang dan/atau memberikan jasa yang dimiliki pemberi sewa atau pemberi jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa dan/atau upah (*ujrah*) tanpa diikuti dengan beralihnya hak atas kepemilikan barang yang menjadi objek *ijarah*.
 - b. *Kafalah*, yaitu akad dimana pihak penjamin (*kafil/guarantor*) berjanji memberikan jaminan kepada pihak yang dijamin (*makful' anhu/ashil/debitor*) untuk memenuhi kewajiban pihak yang dijamin kepada pihak lain (*makfuul lahu/kreditor*).

- c. *Mudaharabah (qiradh)* adalah perjanjian dimana pihak yang menyediakan dana (*Shahib al-mal*) berjanji kepada pengelola usaha (*mudharib*) untuk menyerahkan modal dan pengelola (*mudharib*) berjanji untuk mengelola modal tersebut.
 - d. *Wakalah*, yaitu akad dimana pihak yang memberi kuasa (*muwakil*) memberikan kuasa kepada pihak yang menerima kuasa (*wakil*) untuk melakukan tindakan atau perbuatan tertentu.
- 4) Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah *Shariah Compliance Officer (SCO)*. SCO merupakan pihak atau pejabat dari suatu perusahaan atau lembaga yang telah mendapatkan sertifikasi dari DSN-MUI dalam pemahaman mengenai prinsip-prinsip syariah di pasar modal.
- 5) Dalam hal emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah sewaktu-waktu tidak memenuhi persyaratan, maka efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai efek syariah.

Sampai saat ini, efek-efek syariah menurut Fatwa DSN MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksa Dana Syariah, Kontrak Investasi

Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

e. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki fungsi:

- 1) Sebagai indikator tren saham.
- 2) Sebagai indikator tingkat keuntungan.
- 3) Sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio.
- 4) Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif.

Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah pasar sedang aktif atau lesu. Pasar yang sedang bergairah atau terjadi transaksi yang aktif ditunjukkan dengan indeks harga saham yang mengalami kenaikan dan kondisi inilah yang diinginkan. Keadaan stabil ditunjukkan dengan indeks harga saham yang tetap, sedangkan pasar yang lesu ditunjukkan dengan indeks harga saham yang mengalami penurunan, dengan adanya indeks kita dapat mengetahui *trend* pergerakan harga saat ini apakah sedang naik, stabil, atau turun. Misalnya, jika di awal bulan nilai indeks 300 dan saat ini di akhir bulan menjadi 360, maka kita dapat mengatakan bahwa secara rata-rata harga saham mengalami peningkatan sebesar 20%. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan

apakah mereka akan menjual, menahan, atau membeli satu atau beberapa saham, karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun naik dalam hitungan waktu yang cepat pula. Pada Bursa Efek Indonesia terdapat 7 (tujuh) jenis indeks, antara lain Indeks Individual, Indeks Harga Saham Sektoral, Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG (*Composite Stock Price Index*), Indeks LQ 45, Indeks Papan Utama dan Papan Pengembangan, Indeks KOMPAS 100, dan Indeks Syariah.

f. Indeks Syariah atau JII (*Jakarta Islamic Index*).




JII merupakan indeks yang terdiri 30 saham mengakomodasi investasi syariah dalam Islam atau Indeks yang berdasarkan syariah Islam. Saham-saham yang masuk dalam indeks syariah adalah emiten yang kegiatannya usahanya tidak bertentangan dengan syariah. Investasi dalam pasar modal, khususnya dalam saham, memiliki profil risiko dan hasil yang berbeda dengan investasi keuangan lainnya. Oleh karena itu, setiap investor perlu mengalami apakah investasinya telah memberikan hasil yang lebih baik dari rata-rata pasar, sehingga di pasar modal yang telah maju diperlukan adanya tolok ukur (*benchmark*) yang umumnya berupa suatu indeks harga, misalnya indeks harga saham. Indeks syariah diperlukan untuk meningkatkan kepercayaan investor dan untuk mengembangkan reksa dana syariah. Melalui indeks syariah diharapkan investor lebih mendapatkan transparansi akan laporan keuangan yang

disumbangkan oleh praktisi, pemenuhan ketentuan syariah sebagai hasil peran serta Dewan Syariah Nasional serta *accountability* dari pihak bursa efek yang melakukan *monitoring*.

Proses penyaringan emiten di JII dapat dijelaskan berdasarkan tabel 2.1. berikut:

Tabel 2.1.

Proses Penyaringan Emiten di JII

SELEKSI SYARIAH
Emiten tidak menjalankan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
Emiten bukan usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
Emiten tidak menjalankan usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
Emiten bukan usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.

SELEKSI KAPITALISASI
Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).
Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun berakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.
Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (<i>market capitalization</i>) terbesar selama satu tahun terakhir.

SELEKSI NILAI VOLUME
Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

PROSES EVALUASI EMITEN
Pengkajian ulang akan dilakukan 6 bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya, sedangkan perubahan pada jenis usaha emiten akan dimonitoring secara terus-menerus berdasarkan data-data publik yang tersedia.

Sumber: Soemitra, 2009

3. Struktur Modal

a. Pengertian

Struktur modal merupakan bagian dari struktur finansial karena menekankan pada sumber-sumber pembiayaan jangka panjang atau permanen perusahaan, sedangkan struktur finansial menyangkut keseluruhan pos-pos yang terdapat dalam sisi kredit neraca. Struktur modal dalam perusahaan menunjukkan kombinasi dari penggunaan dan ekuitas yang dipertahankan oleh manajemen dalam membiayai kegiatan perusahaan. Perusahaan dapat menentukan jenis dan sumber pembiayaan yang akan digunakan merupakan suatu kebijaksanaan perusahaan yang pada akhirnya akan membentuk struktur modal. Struktur modal dalam perusahaan berbeda-beda karena hal ini menekankan pada bagaimana perusahaan akan membiayai dirinya yang tercermin dalam aset perusahaan yaitu yang mengarah pada perbandingan pembiayaan dengan menggunakan instrumen hutang atau modal sendiri.

Menurut Maimunah (2004) teori struktur modal pertama kali diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1958. MM telah memberikan penjelasan teoritis yang menarik mengenai struktur modal. MM pertama kali memperkenalkan teori struktur modal dengan asumsi tidak ada pajak pendapatan perusahaan. Dalam keadaan tidak ada pajak, MM berpendapat bahwa keputusan pendanaan akan menjadi tidak relevan terhadap nilai perusahaan. MM

juga memperluas analisisnya dengan memasukkan faktor pajak perusahaan. MM berkesimpulan bahwa dalam keadaan ada pajak, keputusan pendanaan menjadi relevan. Hal ini disebabkan oleh karena pada umumnya bunga yang dibayarkan (karena menggunakan hutang) bisa dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak sehingga terjadi peningkatan nilai perusahaan seiring dengan peningkatan hutang. Semakin besar hutang perusahaan maka nilai perusahaan akan semakin meningkat (Husnan, 1996).

b. Jenis-jenis Struktur Modal

1) Modal Asing atau Hutang Jangka Panjang

Hutang jangka panjang pada umumnya digunakan untuk pembiayaan jangka panjang seperti modernisasi perusahaan, karena kebutuhan modal yang besar bagi perusahaan sehingga diperlukan waktu yang relatif lama dalam proses pengembaliannya. Menurut Sartono (1998) hutang jangka panjang didefinisikan sebagai suatu bentuk perjanjian antara peminjam dengan kreditur dimana kreditur bersedia memberikan pinjaman dalam jumlah tertentu dan peminjam bersedia membayar secara periodik yang menyangkut bunga dan pokok pinjaman. Baridwan (2004) mendefinisikan hutang jangka panjang sebagai hutang-hutang yang pelunasannya akan dilakukan dalam waktu lebih dari satu tahun atau akan dilunasi dari sumber-sumber yang bukan dari kelompok aktiva lancar.

2) Modal Sendiri

Modal sendiri pada dasarnya adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak dapat ditentukan lamanya. Modal sendiri selain berasal dari luar perusahaan, dapat juga berasal dari dalam perusahaan sendiri, yaitu modal yang dihasilkan atau dibentuk sendiri dalam perusahaan. Modal sendiri terdiri dari modal saham dan laba ditahan. Untuk lebih jelasnya penulis akan menguraikan kedua jenis modal tersebut:

a) Modal Saham

Modal saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu Perseroan Terbatas (PT). Bagi perusahaan yang bersangkutan, yang diterima dari penjualan hasil sahamnya akan tetap tertanam dalam perusahaan tersebut selama hidupnya, meskipun bagi pemegang saham hal tersebut bukanlah merupakan penanaman modal yang permanen untuk perusahaan, karena suatu saat pemegang saham dapat menjual sahamnya. Modal saham terdiri dari saham preferen dan saham biasa. Penulis akan menguraikan kedua jenis modal saham tersebut:

(1) Saham Preferen

Saham preferen merupakan saham yang mempunyai beberapa kelebihan, biasanya kelebihan ini dihubungkan

dengan pembagian dividen atau pembagian aktiva pada saat likuidasi. Kelebihan dalam hal pembagian dividen adalah bahwa dividen yang dibagi pertama kali harus dibagikan untuk saham preferen, kalau ada kelebihan, baru dibagikan kepada pemegang saham biasa (Baridwan, 2004).

(2) Saham Biasa

Saham biasa adalah saham yang pelunasannya dilakukan dalam urutan yang paling akhir dalam hal perusahaan dilikuidasi, sehingga memiliki risiko yang paling besar. Walaupun saham biasa memiliki risiko paling besar dari pada saham preferen, namun ketika perusahaan memperoleh laba yang tinggi maka dividen saham biasa akan lebih besar daripada saham preferen (Baridwan, 2004).

b) Laba Ditahan

Laba ditahan merupakan selisih antara laba bersih dengan dividen. Laba ditahan dimaksudkan sebagai cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang diperoleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun yang berjalan. Keuntungan yang diperoleh dari suatu perusahaan dapat sebagian dibayarkan sebagai dividen dan sebagian ditahan oleh perusahaan. Menurut Weston dan Brigham dalam Maimunah (2004) laba ditahan adalah modal yang ditanam dalam perusahaan sama halnya seperti dana yang diperoleh dari luar

perusahaan. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan uang tersebut, maka keuntungan tersebut dapat dikatakan sebagai keuntungan yang ditahan. Adanya keuntungan yang ditahan tersebut menyebabkan kenaikan jumlah laba ditahan yang artinya juga akan menambah modal sendiri.

4. Teori Struktur Modal

a. *Balancing Theories*

Menurut pandangan tradisional dikatakan bahwa penggunaan hutang selain dapat meningkatkan nilai perusahaan juga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan pada perusahaan. Berbagai faktor, seperti adanya *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax*, telah dipertimbangkan untuk menjelaskan mengapa suatu perusahaan akhirnya memilih struktur modal tertentu. Risiko kebangkrutan adalah kemungkinan yang timbul akibat ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi segala kewajibannya dan secara hukum dinyatakan bangkrut maka aset perusahaan akan dilikuidasi atau dilakukan restrukturisasi. Menurut Miller dalam Maimunah (2004) keseimbangan antara risiko kebangkrutan yang ditimbulkan oleh hutang dengan keuntungan dari manfaat atas hutang yang terpotong pajak pada titik yang paling optimal yaitu dimana bentuk struktur modal yang akan dipilih tidak mampu lagi menciptakan kenaikan nilai perusahaan ke tingkat yang lebih tinggi. Teori ini disebut dengan

Balancing Theories yang merupakan salah satu strategi dalam memilih bentuk pembiayaan perusahaan. Esensi *Balancing Theories* adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih lebih besar, hutang akan ditambah, tetapi apabila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak boleh ditambah lagi (Husnan, 1996).

b. *Pecking Order Hypothesis*

Strategi lain dalam memilih bentuk struktur modal yang akan digunakan oleh perusahaan adalah dengan menggunakan *Pecking Order Theory*. *Pecking Order Theory* menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini dikemukakan oleh Myers dan Majluf dalam Maimunah (2004). Myers dan Majluf dalam Maimunah (2004) mengemukakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan) apabila *external financing* (pendanaan dari luar) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan yang dianggap paling aman yaitu obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya diterbitkan saham apabila masih belum mencukupi. Teori ini menyebutkan bahwa apabila perusahaan menerbitkan saham baru akan menimbulkan opini tentang tanda-tanda negatif dari harga saham yang *overpriced* dan akibatnya adalah penurunan yang tajam terhadap

harga saham di masyarakat. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal (Husnan, 1996).

c. Pengertian dan Jenis-jenis Biaya Modal

a. Pengertian

Sartono (1998) mendefinisikan biaya modal sebagai biaya yang harus dikeluarkan atau harus dibayar untuk mendapatkan modal baik yang berasal dari utang, saham preferen, saham biasa maupun laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Konsep biaya modal merupakan konsep yang penting dalam hal pembelanjaan perusahaan. Tujuan dari konsep ini adalah untuk menentukan biaya riil yang timbul dari penggunaan modal setiap sumber pembelanjaan dan menentukan besarnya biaya rata-rata dari seluruh penggunaan modal yang digunakan dalam setiap perusahaan. Konsep ini memegang peranan yang sangat penting dalam menentukan struktur modal, sebab ada berbagai cara yang digunakan oleh perusahaan dalam untuk memenuhi kebutuhan sumber pembelanjaan.

b. Jenis-jenis Biaya Modal

1) Biaya Hutang Jangka Panjang

Biaya yang timbul akibat penggunaan hutang jangka panjang adalah biaya akibat kewajiban jangka panjang yang diperoleh dikalikan dengan penghematan pajaknya. Pengertian

biaya hutang jangka panjang sebagaimana yang dikemukakan oleh Sartono (1998) sebagai berikut: Biaya hutang jangka panjang adalah sebesar tingkat keuntungan yang diminta (*required rate of return*) oleh investor atau pemilik dana.

Menurut Brigham dan F. Houston (2006) biaya hutang jangka panjang diartikan sama dengan biaya hutang setelah pajak, yaitu biaya yang relevan dari hutang baru dengan memperhatikan kemungkinan pengurangan pajak melalui bunga. Biaya hutang setelah pajak mencerminkan biaya hutang dengan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh perusahaan.

2) Biaya Saham Preferen

Saham preferen memiliki sifat sebagai hutang karena saham preferen mengandung kewajiban tetap untuk melakukan pembayaran dividen secara periodik dan dalam likuidasi perusahaan, sehingga mengakibatkan pemegang saham preferen mempunyai hak prioritas sebelum pemegang saham biasa. Sartono (1998) mendefinisikan biaya saham preferen adalah sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor saham preferen (pemegang saham preferen). Brigham dan F. Houston (2006) juga mendefinisikan biaya saham preferen sebagai tingkat pengembalian yang diminta oleh investor atas saham preferen perusahaan.

3) Biaya Saham Biasa

Biaya saham biasa merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan kembali atas saham biasa oleh para investor di pasar. Menurut Sartono (1998) biaya saham biasa adalah sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor saham biasa. Besarnya biaya modal dari saham biasa tergantung oleh tiga faktor, yaitu: harga saham, dividen yang dibayarkan dan tingkat pertumbuhan dividen.

d. *Debt to Equity Ratio* (DER)

DER merupakan indikator dari proporsi hutang perusahaan terhadap investasi pemegang saham. *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah alat ukur yang relevan digunakan oleh investor, karena DER merupakan perbandingan antara total kewajiban (hutang atau *debt*) dengan total modal sendiri. DER secara umum dihitung dengan membagi total hutang dengan total modal sendiri yang terdapat dalam neraca perusahaan, atau secara sistematis DER dirumuskan sebagai berikut:

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

(Sartono, 1998)

Konsekuensinya bila terdapat perubahan dalam hutang dan modal sendiri perusahaan, hal ini merupakan pengaruh utama untuk meningkatkan atau menurunkan DER. Sebagai contoh, perusahaan yang menerbitkan saham baru dan menawarkannya kepada masyarakat

maka modal sendiri akan meningkat dan DER menurun. Beberapa teori mengatakan variasi DER berhubungan dengan berbagai faktor. Myers dan Majluf dalam Maimunah (2004) mengemukakan bahwa rasio hutang jangka pendek mungkin berhubungan positif dengan tingkat pertumbuhan perusahaan apabila perusahaan mengganti pendanaan jangka panjang dengan pendanaan jangka pendek.

e. Pengertian dan Jenis-jenis Leverage

1) Pengertian *Leverage*

Leverage menyangkut penggunaan dana untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan dan atas pemakaian dana tersebut harus membayar biaya tetap untuk suatu harapan akan menaikkan penghasilan bagi investor. Kenaikan *leverage* akan memperbesar risiko terhadap aliran pendapatan bagi pemegang saham. Sartono (1998) mendefinisikan *leverage* sebagai penggunaan asset atau sumber dana (*source of fund*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial bagi pemegang saham.

2) Jenis-jenis *Leverage*

Perusahaan menggunakan *leverage* dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar dari biaya *asset* atau sumber dananya, dengan demikian akan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Apabila perusahaan ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya, maka

penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham. Konsep *leverage* ini menjadi sangat penting terutama untuk menunjukkan kepada analisa keuangan dengan melihat *trade off* antara risiko dengan tingkat keuntungan dari berbagai tipe keputusan finansial. Terdapat 3 jenis *leverage*, yaitu *operating leverage*, *financial leverage* dan *total leverage*.

a) *Operating Leverage*

Operating leverage timbul karena adanya *fixed operating cost* yang digunakan dalam perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Muslich (1998) mendefinisikan *operating leverage* sebagai tingkat kepekaan pendapatan sebelum bunga dan pajak (EBIT) karena perubahan dalam volume penjualan. Cara yang digunakan untuk menentukan tingkat *operating leverage* (*Degree of Operating Leverage*) adalah sebagai berikut:

$$\text{DOL} = \frac{\% \text{Perubahan dalam EBIT}}{\% \text{Perubahan dalam penjualan}}$$

(Muslich, 1998)

b) *Financial Leverage*

Financial leverage timbul karena adanya kewajiban-kewajiban finansial yang sifatnya tetap yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Kewajiban-kewajiban yang tetap ini tidaklah berubah dengan adanya perubahan tingkat EBIT dan harus dibayar dengan melihat sebesar apapun tingkat EBIT yang dicapai oleh perusahaan.

Muslich dalam Maimunah (2004) mendefinisikan *leverage* keuangan (*financial leverage*) sebagai besarnya beban tetap keuangan (finansial) yang digunakan oleh perusahaan. *Financial leverage* bisa diketahui dengan menghitung derajat *leverage* keuangan atau DFL (*Degree of Financial Leverage*) yang dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{DFL} = \frac{\% \text{ Perubahan EPS}}{\% \text{ Perubahan EBIT}}$$

f. Profitabilitas

Rasio profitabilitas dapat digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba baik dalam hubungannya dengan dengan penjualan, aset maupun laba bagi modal sendiri. Analisis *Return on Assets* (ROA) merupakan salah satu jenis rasio profitabilitas. ROA dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada masa lalu. Brigham dan F. Houston (2006) mendefinisikan ROA sebagai rasio antara laba bersih terhadap total aktiva. Rasio ROA dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih yang tersedia bagi pemegang saham}}{\text{Total Aktiva}}$$

g. Kinerja Pasar

Menurut Menon dan Howel dalam Ardono (2001) kinerja pasar didefinisikan sebagai usaha pengukuran tingkat kinerja terhadap kinerja strategi yang dihasilkan dengan keseluruhan kerja yang diharapkan dari

volume penjualan dan keuntungan (laba). Penghasilan bersih atau laba seringkali digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan atau sebagai dasar bagi ukuran yang lain seperti imbalan investasi (kinerja pasar). Laba merupakan kenaikan modal bersih yang berasal dari transaksi sampingan atau transaksi yang jarang terjadi dari suatu badan usaha dan dari semua transaksi atau kejadian lain yang memengaruhi badan usaha selama satu periode kecuali yang timbul dari pendapatan investasi oleh pemilik (Baridwan, 2004).

Kinerja pasar dapat diukur dengan menggunakan besarnya nilai laba per lembar sahamnya (*Earning Per Share*=EPS). Baridwan (2004) mendefinisikan laba per lembar saham (*Earning Per Share* = EPS) sebagai jumlah pendapatan yang diperoleh dalam satu periode untuk tiap lembar saham yang beredar. Secara sistematis, EPS dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba bersih (net income)}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

EPS dapat digunakan sebagai indikator keberhasilan bagi perusahaan dalam rangka memenuhi harapan pemodal. Semakin besar EPS, semakin besar pula keuntungan (*return*) yang diperoleh pemegang saham atau pemodal. Besar kecilnya EPS merupakan informasi penting yang patut diketahui calon pemodal/pemodal.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian ini menguji pengaruh hubungan antara variabel kinerja pasar yang diukur dengan *earning per share* sebagai variabel dependen dan variabel struktur modal, *leverage*, dan profitabilitas yang masing-masing diukur

dengan *debt to equity ratio*, *financial leverage*, dan *return on asset* sebagai variabel independen. Penelitian yang menguji variabel-variabel tersebut pernah dilakukan di Indonesia, seperti penelitian yang dilakukan oleh Maimunah (2004) memperoleh hasil bahwa faktor DER tidak berpengaruh secara parsial terhadap tingkat EPS. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Astutik (2005) menyebutkan bahwa DER tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Proborini dalam Astutik (2005) menyatakan dalam hasil penelitiannya bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Natarsyah dalam Tineke (2007) menunjukkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Setyaningsih dalam Tineke (2007) menunjukkan bahwa DER berpengaruh terhadap *return* saham.

Maimunah (2004) menemukan hasil penelitiannya bahwa *Financial Leverage* berpengaruh secara parsial terhadap tingkat EPS. Madichah (2005) menemukan hasil penelitiannya bahwa *financial leverage* tidak berpengaruh terhadap harga saham. Setyowati (2006) menemukan hasil penelitiannya bahwa *leverage* berpengaruh terhadap pembagian dividen.

Sutedjo (2005) menemukan dalam hasil penelitiannya bahwa variabel ROA berpengaruh terhadap EPS. Widodo (2007) menyebutkan bahwa ROA mempunyai pengaruh terhadap EPS. Rita (2002) menyebutkan bahwa ROA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

C. Hipotesis

1. Struktur Modal

Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan karena menekankan pada sumber-sumber pembiayaan jangka panjang atau permanen. Struktur modal diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio*. Dana pemegang saham dicerminkan dalam pos modal sendiri (*equity*) sedangkan dana yang berasal dari kreditor dicerminkan dalam pos kewajiban. Perbandingan antara keduanya disebut dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Suhardito (2000) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa *debt per equity ratio* mampu memprediksi perubahan laba emiten. Pada saat hutang diprediksi lebih besar dari modal, maka perusahaan lebih memprioritaskan untuk melunasi kewajibannya, sehingga modal yang digunakan untuk investasi menjadi berkurang. Modal yang berkurang menjadikan perusahaan tidak bisa melakukan investasi dengan optimal, sehingga berpengaruh terhadap perolehan laba yang akan datang. Besar kecilnya laba yang diperoleh akan berpengaruh terhadap laba per lembar saham (*Earning Per Share*). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Astutik (2005) menyebutkan bahwa DER tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian Maimunah (2004) menyebutkan bahwa rasio DER tidak berpengaruh secara signifikan terhadap EPS. Proborini dalam Astutik (2005) menyatakan dalam hasil penelitiannya bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Natarsyah dalam Tineke (2007) menunjukkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap harga

saham. Setyaningsih dalam Tineke (2007) menunjukkan bahwa DER berpengaruh secara terhadap *return saham*, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₁ : Struktur Modal berpengaruh terhadap kinerja pasar.

2. *Leverage*

Leverage diukur dengan menggunakan *financial leverage*. *Financial Leverage* mengukur tingkat kepekaan *return* untuk setiap saham (EPS) karena perubahan dari pendapatan sebelum bunga dan pajak (EBIT). *Financial leverage* merupakan perbandingan antara persentase perubahan EPS dengan persentase perubahan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT), sehingga *financial leverage* bisa digunakan untuk mengukur tingkat kepekaan *return* untuk setiap saham karena perubahan EBIT. Setiap perubahan EBIT akan memengaruhi besar kecilnya EPS. Hasil penelitian Madichah (2005) menjelaskan bahwa *financial leverage* tidak berpengaruh terhadap harga saham. Hasil penelitian Maimunah (2004) menyebutkan bahwa *financial leverage* berpengaruh terhadap EPS. Hasil penelitian Setyowati (2006) menyebutkan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap pembagian dividen, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₂ : *Leverage* berpengaruh terhadap kinerja pasar.

3. Profitabilitas

Return On Assets merupakan ukuran kemampuan perusahaan didalam menghasilkan keuntungan (*return*) bagi perusahaan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja yang semakin baik (Widodo, 2007). Perusahaan yang memiliki nilai ROA yang tinggi dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut efektif dalam mengelola asetnya untuk memperoleh atau mengoptimalkan pendapatan perusahaan dalam bentuk laba bersih (Brigham dalam Widodo, 2007). Pada saat perusahaan mampu memperoleh laba bersih yang optimal atas pengelolaan aset tersebut maka besar kecilnya laba bersih akan memengaruhi besarnya laba per lembar saham (EPS). Hasil penelitian Rita (2002) menyebutkan bahwa ROA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Sutedjo (2005) menyebutkan bahwa ROA mempunyai pengaruh terhadap EPS. Widodo (2007) menyebutkan bahwa ROA mempunyai pengaruh terhadap EPS, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₃ : Profitabilitas berpengaruh terhadap kinerja pasar.

D. Model Penelitian

Gambar 2.1
Model Penelitian

