

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Pengertian Struktur Modal

Dalam usaha memenuhi kebutuhan dana perusahaan, pemimpin perusahaan harus menentukan terlebih dahulu keputusan investasi (*investment decision*), lalu kemudian menentukan keputusan pembelanjaan (*financing decision*). Untuk mengambil keputusan pembelanjaan yang tepat, pimpinan perusahaan harus menentukan cara memperoleh dana atau modal, dan memilih bentuk modal yang akan ditarik sehingga perusahaan dapat membiayai investasinya serta meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Dalam struktur keuangan,³⁾ keputusan pembelanjaan terdapat pada keseluruhan sisi pasiva dalam neraca, yang didalamnya mencerminkan juga perimbangan antara keseluruhan modal asing (meliputi hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang) dengan modal sendiri. Sedangkan perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan menghasilkan struktur modal.

Berikut ini adalah beberapa pendapat untuk memperjelas pengertian struktur modal antara lain :

³⁾ Struktur keuangan/finansial mencerminkan bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibiayai.

“Struktur modal menunjukkan perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan dalam perusahaan.”⁴⁾

Struktur modal atau kapitalisasi perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham perusahaan dan modal pemegang saham.

Pendapat lain mengatakan “Struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri”.⁵⁾

Dari pengertian tersebut di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa struktur modal suatu perusahaan merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan permanen meliputi hutang jangka panjang, saham biasa, saham preferen dan laba yang ditahan, dan secara langsung berakibat terhadap biaya modal dan harga pasar.

Atau dapat dikatakan :

Struktur modal merupakan seluruh sisi pasiva neraca kecuali hutang jangka pendek. Untuk itu struktur modal haruslah memaksimalkan profit bagi kepentingan modal sendiri, dan keuntungan yang diperoleh haruslah lebih besar daripada biaya modal sebagai akibat penggunaan struktur modal tertentu.⁶⁾

⁴⁾ Syafaruddin, Alwi, Alat-alat Analisis dalam Pembelanjaan (Yogyakarta : Andi Offset, 1993) hal. 329.

⁵⁾ Bambang Riyanto, Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan (Yogyakarta : Yayasan Penerbit Gadjah Mada, 1993), hal.15.

⁶⁾ Syafaruddin Alwi, Op.Cit hal.329

Dalam pembahasan, perhatian akan dipusatkan pada apa yang terjadi terhadap nilai total perusahaan dan biaya modalnya, apabila faktor *leverage* dirubah. Yang dimaksud dengan faktor leverage adalah ratio antara nilai buku dari seluruh hutang (*debt* = D) terhadap total aktiva (*assets* = TA) atau nilai total perusahaan (*total value* = V).

Total aktiva (TA) yang dimaksud disini adalah total nilai buku dari aktiva menurut catatan akuntansi. Sedangkan nilai total perusahaan (V) berarti total nilai pasar seluruh komponen struktur keuangan perusahaan.

Pada dasarnya bentuk modal yang dapat ditarik perusahaan berasal dari berbagai sumber seperti, pemilik saham melalui kepemilikan saham, kreditor yang meminjamkan dana kepada perusahaan dan hasil operasi perusahaan berupa laba yang tidak dibagikan atau penyusutan.

Karena yang dibicarakan adalah keputusan jangka panjang, maka jenis modal yang diperhitungkan hanyalah hutang jangka panjang atau permanen.

Bentuk modal dibagi menjadi dua macam tipe modal, yaitu :

1. Modal asing / hutang (*Debt*) ; dan
2. Modal sendiri (*Equity*).

“Dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal yang diperhitungkan hanyalah hutang jangka panjang”.⁷⁾

⁷⁾ Ibid, hal. 330

Dari neraca di bawah ini dapat ditunjukkan jenis modal dan struktur modal.

Tabel 2.1.
Jenis-jenis Modal dan Struktur Modal

Aktiva	Hutang Lancar	} Struktur Modal	
	Hutang Jangka Panjang		} Modal asing
	Saham Biasa		
	Saham Preferen		
Laba Ditahan			

Modal asing (*debt capital*) terdiri dari berbagai jenis obligasi dan kredit investasi lainnya. Sedangkan modal sendiri (*equity capital*) terdiri dari berbagai jenis saham dan laba ditahan. Dari kedua jenis kapital tersebut dibedakan sebagai berikut :

Tabel 2.2.
Karakteristik Jenis Modal

Karakteristik	Jenis Modal	
	Hutang (Debt)	Modal Sendiri (Equity)
Hak suara dalam perusahaan	Tidak ada	Ada
Klaim terhadap income dan asset	lebih diprioritaskan daripada modal sendiri	Prioritas setelah hutang
Batas waktu	ada	Relatif tidak terbatas
Resiko	tidak mengandung resiko rugi	Menanggung resiko rugi

a.d.1 Modal Asing (*Debt*)

Dari pandangan para pemegang hutang jangka panjang, resiko dari hutang adalah lebih kecil dibandingkan saham biasa atau saham preferen. Meskipun begitu hutang dianggap memiliki keunggulan terbatas dipandang dari segi laba dan lemah dipandang dari segi kendali. Sedangkan dari segi peminjam jenis-jenis hutang jangka panjang dapat berbentuk obligasi, kredit investasi dan hipotek. Hutang jangka panjang memberikan panghasilan yang tetap bagi pihak yang memberi pinjaman.

Obligasi

Obligasi adalah surat tanda hutang yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan, dan umumnya tidak dijamin dengan aktiva tertentu. Pada obligasi akan mencantumkan nilai pelunasan (atau *face value*), jangka waktu akan dilunasi, bunga yang akan dibayarkan (disebut sebagai *coupon rate*), serta berapa kali bunga tersebut akan dibayarkan dalam satu tahun.

Dari sudut emiten hutang jangka panjang (peminjam hutang) ada beberapa keunggulan dan kelemahan obligasi.

Keunggulannya adalah :

1. Biaya hutang terbatas. Pemegang obligasi tidak ikut menikmati laba perusahaan;

2. Biaya dan hasil yang diharapkan biasanya lebih rendah dibanding saham biasa;
3. Pemegang obligasi tidak ikut mengendalikan pengelolaan perusahaan;
4. Pembayaran bunga hutang bisa dikurangi sebagai beban pajak; dan
5. Keluwesan (fleksibilitas) dalam struktur pembiayaan perusahaan dapat dicapai dengan pencantuman persyaratan opsi tarik dalam indenture obligasi.

Kelemahannya adalah :

1. Hutang memiliki biaya tetap, jika perusahaan mengalami kemunduran tajam, bunga hutang mungkin tidak dapat dipenuhi ;
2. Mungkin akan meningkatkan biaya permodalan yang lebih tinggi yang disebabkan biaya tidak langsung akibat penggunaan hutang yang terlalu banyak;
3. Hutang biasanya memiliki masa jatuh tempo yang pasti, sehingga perusahaan harus mampu melunasinya sesuai dengan waktu yang ditetapkan;
4. Bobot resiko yang tercakup didalamnya cukup tinggi karena hutang jangka panjang merupakan suatu ikatan dalam waktu yang relatif lama;
5. Persyaratan indenture cenderung lebih berat; dan
6. Adanya batasan sampai seberapa besar dana bisa diperoleh melalui hutang.

Kredit Investasi

Jenis pendanaan ini disediakan oleh perbankan, dan masih banyak digunakan oleh kalangan pengusaha. Untuk memperolehnya perusahaan harus memenuhi persyaratan-persyaratan yang diajukan oleh pihak bank serta melengkapi data-data yang diperlukan oleh bank tersebut. Hal itu diperlukan bagi pihak bank untuk mengetahui apakah suatu perusahaan layak atau tidak untuk diberikan kredit investasi.

Hipotek merupakan bentuk hutang jangka panjang dengan agunan (jaminan) aktiva tidak bergerak (tanah, bangunan).

ad.2. Modal Sendiri (*Equity*)

Sumber modal sendiri dapat berasal dari dalam perusahaan (*internal financing*) yaitu berasal dari hasil operasi (laba) perusahaan yang ditahan, maupun berasal dari luar perusahaan (*external financing*) dalam bentuk saham biasa atau saham preferen.

Laba Ditahan

Dilihat dari sisi biaya modal, maka biaya dana yang berasal dari laba yang ditahan akan sama dengan biaya dana yang berasal dari penerbitan saham baru. Tetapi apabila kita mempertimbangkan *floatation cost* maka biaya laba-laba yang ditahan akan lebih rendah daripada biaya saham (*cost of common stock*).

Apabila tingkat pengembalian penginvestasian kembali dari laba lebih besar daripada biaya modalnya, maka sebaiknya laba tersebut tidak dibagikan. Oleh sebab itu keputusan apakah laba akan dibagikan atau ditahan, harus dihubungkan dengan apa yang terjadi dengan harga saham.

Saham Biasa

Pemegang saham biasa secara bersama-sama merupakan pemilik perusahaan dan menanggung resiko perusahaan, yang hanya terbatas pada modal yang disetorkan.

Adapun fungsi saham biasa bagi perusahaan adalah :

1. Sebagai alat untuk membelanjai perusahaan dan terutama sebagai alat untuk memenuhi kebutuhan modal permanen;
2. Sebagai alat untuk menentukan pembagian laba;
3. Sebagai alat untuk mengadakan fusi atau kombinasi dari perusahaan-perusahaan;
4. Sebagai alat menguasai perusahaan.

Saham Preferen

Pemegang saham preferen mempunyai beberapa "Preferensi" tertentu di atas pemegang saham biasa, yaitu terutama dalam hal-hal :

1. Pembagian devidend

Devidend dari saham preferen diambilkan lebih dahulu, kemudian sisanya barulah disediakan untuk saham biasa (*common stock*). Devidend saham

preferen dinyatakan dalam persentase tertentu dari nilai nominalnya. Jadi pemegang saham preferen berhak atas devidend yang tetap besarnya, berapapun besarnya keuntungan perusahaan.

2. Pembagian kekayaan

Apabila perusahaan dilikuidir, maka dalam pembagian kekayaan, saham preferen didahulukan daripada saham biasa.

Namun di sisi lain pemegang saham preferen mempunyai kelemahan, karena pada umumnya saham preferen tidak berhak atau tidak mempunyai hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham. Adapun persamaannya dengan pemegang saham biasa yaitu bahwa keduanya hanya berhak menerima devidend apabila perusahaan mendapatkan keuntungan.

Bentuk struktur modal dari perusahaan ada dua bentuk, yaitu :

1. Struktur modal homogen

yaitu semua modal diperoleh dari modal sendiri, sehingga struktur modalnya hanya terdiri dari modal sendiri saja; dan

2. Struktur modal heterogen

yaitu modal diperoleh dari hutang dan modal sendiri, sehingga bentuk struktur modalnya terdiri dari hutang dan modal sendiri.

Dalam praktek, biasanya struktur modal homogen ditemukan pada saat berdirinya perusahaan, sedangkan struktur modal heterogen terdapat pada

perusahaan yang sedang berjalan, karena perusahaan akan menggunakan modal asing disamping modal sendiri.

B. Faktor yang Menentukan Struktur Modal

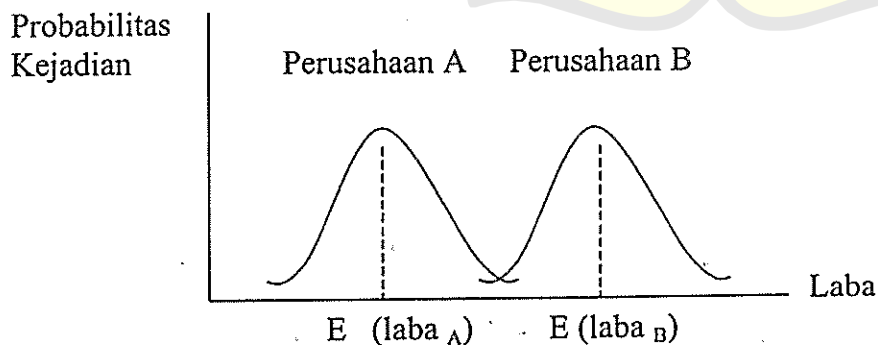
Keputusan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor. Faktor-faktor tersebut diantaranya adalah :

1. Tingkat Keuntungan yang Diharapkan (*Expected Value*)

Semakin besar keuntungan yang diharapkan (*expected value*) keuntungan operasi perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan menggunakan hutang sehingga semakin kecil kemungkinan mendapat kerugian. Secara statistik hal ini bisa digambarkan sebagai berikut :

Gambar 2.1

Perbedaan Lokasi Distribusi Keuntungan



Perusahaan B mempunyai lokasi distribusi keuntungan yang lebih menguntungkan, karena keuntungan yang diharapkan adalah lebih besar daripada perusahaan A. Apabila kedua distribusi tersebut mempunyai penyebaran yang sama, maka perusahaan B mempunyai probabilitas yang lebih kecil untuk mendapatkan keuntungan E (laba A).

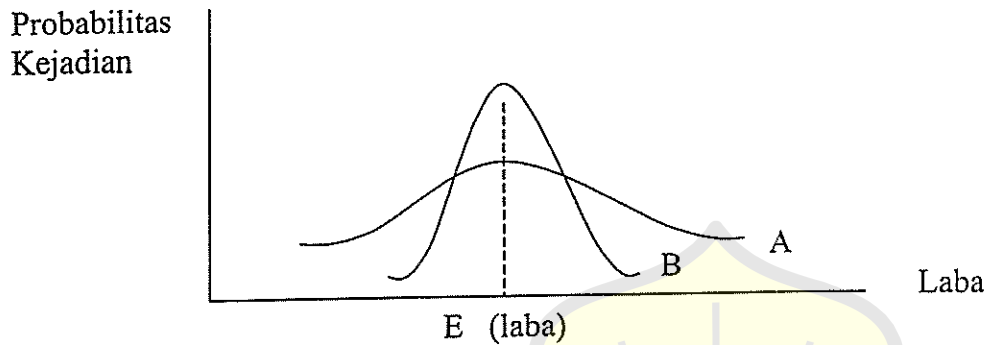
Dengan demikian, semakin ke kanan lokasi distribusi keuntungan, maka semakin berani perusahaan menggunakan modal asing, apabila faktor-faktor yang lain sama.

Sebaliknya, apabila keuntungan yang diharapkan berada pada posisi di kiri (lebih rendah), maka penggunaan modal asing yang mempunyai beban tetap, bisa membahayakan apabila kondisi usaha menurun.

2. Stabilitas Penjualan dan Keuntungan

Stabilitas penjualan yang pada akhirnya mempengaruhi stabilitas keuntungan juga merupakan faktor yang mempengaruhi ratio hutang yang digunakan perusahaan. Semakin stabil keuntungan, semakin besar kemungkinan perusahaan mampu memenuhi kewajiban finansialnya.

Gambar 2.2
Perbedaan Stabilitas Keuntungan



Perusahaan B mempunyai mempunyai stabilitas yang tinggi dari pada perusahaan A, meskipun keduanya mempunyai nilai yang diharapkan sama.

3. Pengendalian (“Control”)

Pemilik perusahaan mungkin memilih menggunakan hutang hanya karena tidak ingin kehilangan kendali dalam perusahaan. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru maka proporsi kepemilikan pemegang saham yang lama akan berkurang, kecuali ia juga dapat membeli saham baru tersebut dengan proporsi yang sama.

4. Waktu

Waktu merupakan faktor yang penting dalam pertimbangan struktur modal. Pada saat tingkat bunga berada pada tingkat yang rendah, penggunaan sumber

pembelanjaan dari hutang akan lebih menguntungkan. Pada saat tingkat bunga tinggi, penjualan saham akan lebih menarik.

5. Biaya Modal (*cost of capital*)

Konsep *cost of capital* dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan modal dari masing-masing sumber dana.

Cost of capital yang perlu dihitung adalah ongkos dari masing-masing komponen dan *average cost of capital* dari keseluruhan dana yang digunakan perusahaan (*the firm's cost of capital*), yang diuraikan dalam metode pemilihan struktur modal.

Konsep *cost of capital* ini digunakan untuk menentukan, menolak atau menerima suatu usul proyek investasi yang berfungsi sebagai *hurdle rate* yaitu tingkat pembatas.

6. Susunan dari Aktiva

Kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedang modal asing sifatnya adalah pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif yang horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap ditambah aktiva lain yang sifatnya permanen.

Dan perusahaan yang sebagian besar dari aktivasnya sendiri dari aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan hutang jangka pendek.

C. Metode Pemilihan Struktur Modal

Untuk menganalisa struktur modal suatu perusahaan dapat digunakan berbagai macam metode, antara lain :

1. Analisa keuntungan sebelum bunga dan pajak dan keuntungan per saham; dan
2. Nilai pasar perusahaan dan biaya modalnya.

ad.1 Analisa keuntungan sebelum bunga dan pajak dan keuntungan perusahaan

Analisa terhadap keuntungan sebelum bunga dan pajak (*Earning Before Interest and Taxes = EBIT*) dan keuntungan per saham (*Earning Per Share = EPS*) merupakan suatu analisa yang banyak digunakan. Analisis ini mencoba mengetahui bagaimana hubungan antara EBIT dan EPS untuk masing-masing alternatif pembelanjaan. Untuk memperjelas cara bekerjanya analisa ini, berikut ini diberikan suatu contoh.

Contoh :

Misal suatu perusahaan ingin membandingkan pengaruh pada EPS untuk suatu investasi senilai Rp. 10.000.000,00 yang bisa dibelanjai dengan saham harga Rp. 50,00 / saham ataukah dengan obligasi dengan bunga 8%. Tingkat pajak adalah 50% dan saat ini perusahaan mempunyai struktur modal homogen, yaitu terdiri dari modal sebesar 800.000 lembar saham. Dengan harga saham Rp.

50,00/lembar, perusahaan harus menambah 200.000 lembar saham lagi untuk bisa menghasilkan Rp. 10.000.000,00. Apabila kita memilih misalkan EBIT perusahaan setelah perluasan adalah Rp. 8.000.000,00. Keuntungan per saham untuk kedua alternatif pembelanjaan tersebut seperti dalam tabel 2.3 berikut :

Tabel 2.3
Struktur Modal untuk Masing-masing
Alternatif pembelanjaan

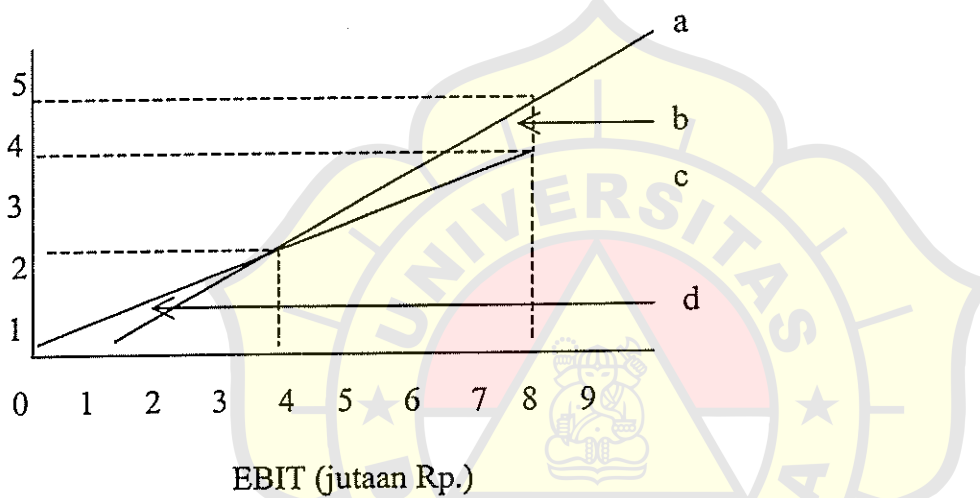
	Dibelanjai dengan	
	Modal Sendiri (saham)	Modal Asing (hutang)
EBIT	Rp. 8.00.000,00	Rp. 8.000.000,00
I (8% x Rp. 10 juta)	0	Rp. 800.000,00
EBT	Rp. 8.000.000,00	Rp. 7.200.000,00
T (50%)	Rp. 4.000.000,00	Rp. 3.600.000,00
EAT	Rp. 4.000.000,00	Rp. 3.000.000,00
Saham Beredar	1 juta lembar	800 ribu lembar
EPS	Rp. 4,00	Rp. 4,50

Berdasarkan data pada tabel 2.3 tersebut di atas, bila EBIT memang sebesar Rp. 8.000.000,00, maka penggunaan modal asing akan memberikan EPS yang lebih besar, dan ini menguntungkan pemilik saham. Tafsiran EBIT sebesar Rp.8.000.000,00 tersebut sebenarnya tidak lain adalah "*Expected Value*"-nya. Jadi selalu ada kemungkinan bahwa EBIT akan menyimpang (baik menjadi lebih besar maupun lebih kecil). Apabila menyimpang lebih kecil, maka bisa terjadi bahwa penggunaan modal asing akan merugikan pemilik saham. Dengan demikian perlulah dipelajari seberapa besar kemungkinan EBIT tersebut akan berkurang,

sehingga penggunaan modal sendiri justru akan berbalik menguntungkan pemilik saham.

Bila EBIT turun menjadi Rp. 800.000,00, perusahaan menggunakan obligasi 8%, maka EPS akan menjadi sama dengan nol.

Gambar 2.4. EBIT – EPS



Keterangan :

- a = Obligasi
- b = Lebih menguntungkan menggunakan obligasi (hutang)
- c = Saham
- d. = Lebih menguntungkan menggunakan saham

Titik potong dengan sumbu mendatar (EBIT) akan terjadi pada titik nol apabila menggunakan saham, dan pada titik EBIT sama dengan Rp. 800.000,00 apabila menggunakan obligasi.

Pada EBIT sama dengan Rp. 8.000.000,00, EPS sama dengan Rp. 4,00 untuk alternatif modal saham, dan EPS sama dengan Rp. 4,50 untuk alternatif pembelanjaan dengan obligasi, kita bisa menarik garis yang menghubungkan titik-titik tersebut, seperti tampak pada gambar di atas. Garis tersebut menunjukkan berbagai EPS yang akan diperoleh apabila EPS berubah untuk masing-masing alternatif pembelanjaan.

ad.2. Nilai pasar perusahaan dan biaya modalnya

Nilai pasar perusahaan

Karena nilai saham biasa (P) adalah sama dengan nilai perusahaan yang memiliki hutang dikurangi nilai hutangnya, maka dampak keputusan atas tingkah laku pasar dari saham biasa dapat dihitung :

$$W_B = W_A + T_C D_B$$

dimana

W_B = nilai pasar keseluruhan dari perusahaan yang "levered" (obligasi dan saham)

W_A = Nilai pasar keseluruhan dari perusahaan yang tidak "levered"

T_C = Tingkat pajak

D_B = Nilai pasar dari hutang (obligasi) dalam perusahaan yang "levered".

Jadi jelas bahwa nilai keseluruhan perusahaan yang struktur modalnya terdapat hutang akan lebih besar daripada perusahaan yang tidak memiliki

hutang, yaitu sebesar hutang dikali dengan nilai pasar obligasi atau tarif perusahaan yang berlaku.

Biaya modal sendiri (cost equity capital)

Biaya modal sendiri dapat di definisikan sebagai :

Tingkat keuntungan minimum yang harus diperoleh suatu perusahaan bagi investasi yang dibelanjai dengan modal sendiri agar harga pasar sahamnya tidak mengalami penurunan.”⁸⁾

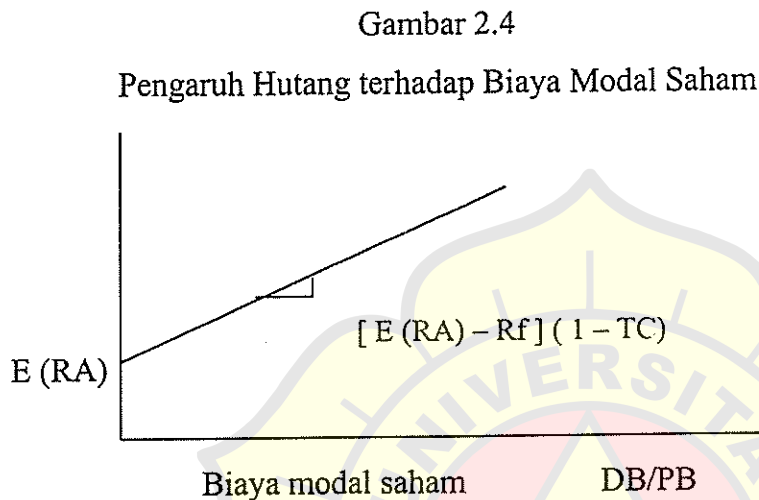
“Modal sendiri bagi perusahaan, hakekatnya terdiri dari saham biasa dan laba ditahan dan merupakan salah satu dari saham biasa dan laba ditahan dan merupakan salah satu komponen biaya yang paling sulit ditentukan.”⁹⁾ Perusahaan dapat meningkatkan modal sendirinya, baik dengan mengeluarkan saham baru, maupun menahan sebagian (atau seluruh) keuntungan periode tersebut. Biaya saham adalah sama dengan biaya modal dari suatu perusahaan yang tidak memiliki hutang, ditambah dengan selisih (sesudah pajak) antara biaya modal perusahaan yang tidak memiliki hutang dengan biaya hutang, dikali dengan rasio antara hutang dengan modal saham.

Hal ini memperlihatkan bahwa dengan naiknya rasio hutang terhadap saham (*debt to equity*), maka biaya modal saham akan naik secara linier, dengan

⁸⁾ Saud Husnan, Op.Cit, hal.354

⁹⁾ J. Fred Weston, Manajemen Keuangan, terjemahan Yohanes Lamarto (Jakarta : Erlangga, 1989). Hal.345.

kemiringan garis sebesar $[E(RA) - R_f] (1 - T_C)$. Secara grafis dapat digambarkan pada gambar 2.4 sebagai berikut :



Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*)

“Biaya modal rata-rata tertimbang adalah batas hasil titik minimum yang harus dicapai oleh suatu investasi, agar dapat menaikkan nilai perusahaan”.¹⁰⁾

Keputusan pembelanjaan yang tepat harus meminimumkan biaya modal rata-rata tertimbang dan memaksimalkan nilai pasar perusahaan, sehingga hubungan antara nilai pasar perusahaan dengan biaya modal rata-rata tertimbang sangat erat di dalam mengambil keputusan pembelanjaan.

¹⁰⁾ Indiryo Gitosumarmo, Manajemen Keuangan (Yogyakarta : BPFE). Hal.199

Dalam perhitungan biaya modal perusahaan secara keseluruhan ini, komponen yang dipakai adalah modal yang tertanam dalam jangka panjang dalam perusahaan, yaitu komponen biaya hutang dan biaya modal saham, yang didasarkan atas setelah pajak.

Biaya modal rata-rata tertimbang akan berubah bila terjadi perubahan biaya dari masing-masing komponen modal tersebut. Selama struktur modal dan biaya masing-masing komponen dapat dipertahankan, maka cost of capital rata-rata modal tidak berubah, walaupun ada tambahan modal. Contoh berikut akan memperjelas keterangan di atas.

Perusahaan "X" akan mengadakan ekspansi sehingga membutuhkan tambahan modal baru. Untuk pemenuhan kebutuhan tambahan kebutuhan dana ini, perusahaan akan menggunakan hutang obligasi yang selama ini belum pernah di gunakan. Kebutuhan dana untuk ekspansi Rp. 1.000.000,00
Coupon of Bonds = 15%/tahun. Nominal Rp. 10.000,00/lembar untuk jangka waktu 5 tahun. Obligasi ini hanya laku dijual RP. 8.500,00 (karena menurut bank, kondisi perusahaan dinilai kurang baik), sedang biaya emisinya Rp. 500,00/lembar. Pajak keuntungan yang dikenakan terhadap perusahaan yaitu 50%.

Tabel 2.4.

Komposisi modal sebelum ekspansi :

Sumber Modal	Jumlah Modal	Biaya masing-masing Komponen
Hutang Bank	Rp. 2.000.000,00	12% (Before Tax)
Saham Preferen	Rp. 1.000.000,00	15%
Saham Biasa	Rp. 2.000.000,00	20%

Karena perhitungan WACOC adalah setelah pajak, maka biaya komponen hutang perlu disesuaikan lebih dahulu, yaitu $\text{Cost of Debt} = 12\% (1-0,5) = 6\%$. Kemudian dihitung biaya keseluruhan sebelum ekspansi.

Tabel 2.5

Biaya Keseluruhan Sebelum Ekspansi

Sumber Modal	Jumlah Modal	Proporsi Modal	Biaya Masing-masing Komponen	Hasil
Hutang Bank	2 juta	40%	6 %	120.000
Saham Preferen	1 juta	20%	15 %	150.000
Saham Biasa	2 juta	40%	20 %	400.000
	<u>5 juta</u>	<u>100%</u>		<u>670.000</u>

$$\text{WACOC} = \frac{670.000}{5.000.000} \times 100\% = \underline{\underline{13,4\%}}$$

Untuk menghitung Cost of Capital keseluruhan setelah ekspansi, terlebih dahulu harus dihitung biaya tambahan modal keseluruhan, yaitu :

Cost of Capital obligasi sebelum pajak

$$\begin{aligned}
 & c + \frac{f-p}{n} \\
 = & \frac{p+f}{2} \\
 & 15\% (10.000) + \frac{10.000 - 8.000}{5} \\
 = & \frac{8.000 + 10.000}{2} \\
 & 1.500 + 400 \\
 = & \frac{9.000}{10.000} \\
 = & 0,211 = 21,1 \%
 \end{aligned}$$

Cost of Capital setelah pajak = $21.2\% (1-0,5) = 10,55\%$

Tabel 2.6

Biaya keseluruhan setelah ekspansi :

Sumber Modal	Jumlah Modal	Proporsi Modal	Biaya Masing-masing Komponen	Hasil
Hutang Bank	2 juta	33,33%	6 %	120.000
Saham Preferen	1 juta	16,67%	15 %	150.000
Saham Biasa	2 juta	33,33%	20 %	400.000
Obligasi	1 juta	16,67%	10,55%	105.500
	<u>6 juta</u>	<u>100%</u>		<u>775.500</u>

$$\text{MACOC} = \frac{775.500}{6.000.000} \times 100\% = 12,92\%$$

Dari perhitungan tersebut terbukti bahwa perubahan struktur modal atau perubahan biaya dari masing-masing komponen modal akan merubah WACOC.

Bila dana melebihi jumlah dana yang dibutuhkan, maka *cost* dari dana tambahan tersebut akan menjadi lebih besar, sebaliknya bila dana tambahan tidak melebihi jumlah dana yang dibutuhkan, maka *Marginal Cost of Capitalnya* akan sama dengan *Average Cost of Capital*.

Dengan menaikkan rasio hutang terhadap modal sendiri, adanya pengaruh pajak akan menurunkan WACOC. Tanpa pajak perseroan, biaya modal rata-rata tertimbang akan konstan. Dengan meningkatnya leverage keuangan mengakibatkan hak yang tersisa dari para pemegang saham akan meminta hasil pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasikan resiko tambahan yang ditanggungnya.

Biaya hutang untuk kedua keadaan tersebut dianggap konstan, karena diasumsikan bahwa hutang-hutang tersebut tidak menandung resiko. Dalam keadaan yang terdapat pajak, biaya hutang tetap konstan, tetapi pada tingkat yang lebih rendah.

Contoh berikut akan memperjelas pembahasan.

Perusahaan A dengan berbentuk struktur modal homogen (tidak mempunyai hutang). Perusahaan B dengan bentuk struktur modal heterogen (mempunyai hutang sebesar 50% dari nilai buku aktivitya). Diasumsikan

biaya modal untuk arus kas perusahaan yang tidak mempunyai hutang adalah sebesar 12%. Tingkat pajak yang dibebankan kepada setiap perusahaan adalah 40%.

Tabel 2.7
Neraca 31 Desember 1997
(Dalam Jutaan Rupiah)

PT. A		PT. B	
Aktiva bersih	Hutang : 0 Modal Sendiri : 1.000	Aktiva bersih	Hutang : 500 Modal Sendiri : 500
1.000	1.000	1.000	1.000
1.000	1.000	1.000	1.000

Tabel 2.8
Perhitungan Rugi-Laba untuk Periode yang berakhir 1997
(Dalam Jutaan Rupiah)

	PT. A	PT. B
EBIT	200	200
1 12%	0	50
	—	—
EBT	200	150
T 40%	80	60
	—	—
EAT	120	90

Dengan menggunakan data tersebut, dapat dihitung nilai pasar perusahaan A, yaitu :

$$W_A = \frac{200 \times 0,6}{0,12} = 1.000$$

Dari perhitungan tersebut dapat dikatakan bahwa nilai pasar perusahaan sama dengan nilai buku dari total aktivasnya.

Nilai pasar perusahaan B, yaitu :

$$W_B = W_A + T_C D_B = 1.000 + 0,4 (500) = 1.200$$

Adanya hutang mengakibatkan nilai pasar perusahaan B menjadi lebih besar daripada nilai buku total aktivasnya, yaitu sebesar :

$$T_C D_B = W_B - W_A = 1.200 - 1.000 = 200$$

Nilai pasar saham (Equity / S_A) adalah sama dengan nilai pasar perusahaan, karena perusahaan A tidak mempunyai hutang, sedang nilai saham perusahaan B (S_B) adalah :

$$P = W_B - D_B = 1.200 - 500 = 700$$

Biaya modal perusahaan A sebagai perusahaan yang tidak mempunyai hutang adalah sama dengan biaya modalnya, yaitu 12%. Perusahaan B sebagai perusahaan yang mempunyai hutang, biaya modal sahamnya, yaitu :

$$E(R) = \frac{NI}{P} = \frac{90}{700} = 0,1286 = 12,86\%$$

Dengan adanya penggunaan hutang pada struktur modal, biaya modal saham akan naik dari 12% menjadi 12,86%.

Perusahaan A mempunyai biaya modal rata-rata tertimbang adalah 12 sedang perusahaan B sebagai perusahaan yang mempunyai hutang biaya modal rata-rata tertimbang dapat dihitung :

$$WACOC = \frac{EBIT}{W} = \frac{EBIT}{D + P} = \frac{90}{200 + 700} = 0,1 = 10\%$$

Dari contoh tersebut, diketahui bahwa penggunaan hutang telah menaikkan nilai pasar perusahaan dari Rp. 1.000.000.000,00 m enjadi Rp. 1.200.000.000,00 dan menaikkan nilai pasar saham perusahaan menjadi Rp. 700.000,00 serta mengurangi biaya modal rata-rata tertimbang dari 12% menjadi 10%.

Secara keseluruhan pembahasan selanjutnya akan menggunakan tiga hasil pengembalian yang berbeda, yaitu :

1. Biaya Hutang (Cost of Debt) atau Biaya Modal Asing

$$R_d = \frac{F}{D} = \frac{\text{beban bunga tahunan}}{\text{nilai pasar hutang yang beredar}}$$

R_d = menunjukkan hasil dari hutang perusahaan, dengan menganggap bahwa hutang bersifat terus menerus.

2. Biaya Modal Sendiri (Cost of Equity) atau Biaya Modal Saham

$$E(R) = \frac{NI}{P} = \frac{\text{laba yang tersedia bagi pemegang saham}}{\text{nilai pasar saham beredar}}$$

3. Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (Weighted Average Cost of Capital)

$$WACOC = \frac{EBIT}{W} = \frac{\text{laba bersih operasi}}{\text{nilai pasar perusahaan}}$$

dimana $W = D + P$. Disini WACOC (Biaya Rata-rata Tertimbang) menunjukkan tingkat kapitalisasi keseluruhan untuk perusahaan, dapat juga dinyatakan dengan :

$$\text{WACOC} = R_d \left(\frac{D}{D + P} \right) + E (R) \left(\frac{D}{D + P} \right)$$

atau

$$\text{WACOC} = R_d \left(\frac{D_B}{W_B} \right) + E (R_B) \frac{P_B}{W_B} (1 - TC)$$

