STRUKTUR MODAL

PENDAHULUAN

Gambaran Umum

- Struktur modal *(capital structure)* → penentuan bauran *(mix)* pembelanjaan jangka panjang perusahaan.
- Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, dan laba ditahan.
- Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (defisif) maka perlu dipertimbangkan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan, yaitu dari hutang *(debt financing)*.

PENDAHULUAN

Gambaran Umum

- Pemenuhan kebutuhan dana → perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien.
- Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal.
- Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata, sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan.

PENDAHULUAN

Gambaran Umum

- Struktur modal mempunyai pengertian yang berbeda dengan struktur keuangan *(finance structure)*.
- **Struktur keuangan** merupakan kombinasi atau bauran dari segenap pos yang termasuk dalam sisi kanan neraca keuangan perusahaan (sisi pasiva).
- **Struktur modal** merupakan bauran dari segenap sumber pembelanjaan jangka panjang yang digunakan perusahaan.

PENDAHULUAN

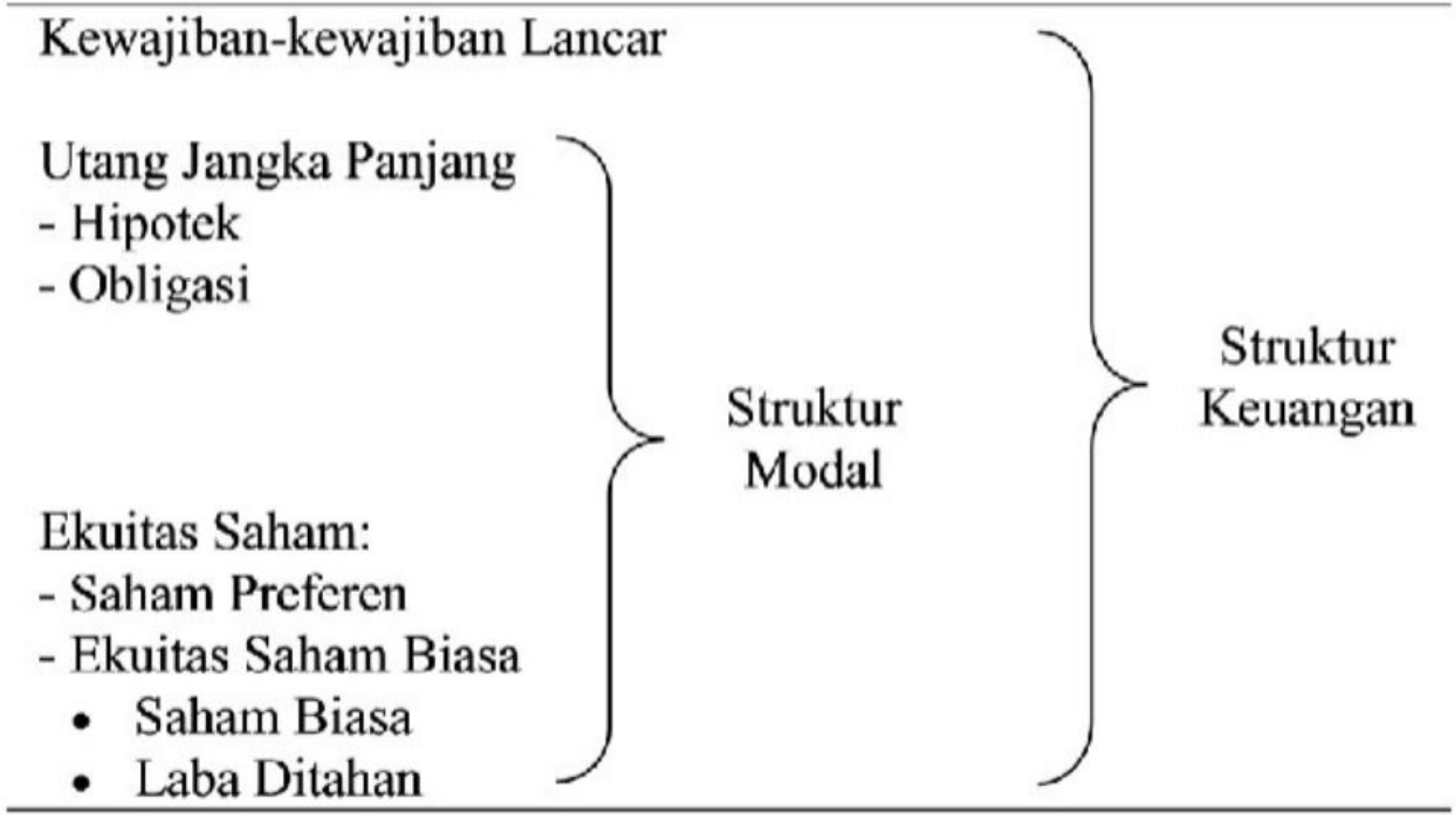
Gambaran Umum

- Hubungan struktur keuangan dengan struktur modal dapat digambarkan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

Struktur Keuangan – Kewajiban Lancar = Struktur Modal

PENDAHULUAN

Gambaran Umum



TUJUAN MANAJEMEN STRUKTUR MODAL

- Tujuan pokok: menciptakan suatu bauran atau kombinasi sumber pembelanjaan permanen sedemikian rupa, sehingga mampu memaksimumkan harga saham perusahaan.
- Mekanisme yang dapat dilakukan adalah dengan menciptakan bauran pembelanjaan sedemikan rupa sehingga dapat meminimumkan biaya modal *(cost of capital)* dan memaksimumkan nilai perusahaan → struktur modal optimal *(optimal capital structure)*

TUJUAN MANAJEMEN STRUKTUR MODAL

- Rumus untuk menghitung nilai perusahaan:

$$V_t = \frac{EBIT\,(1-T)}{k_a}$$

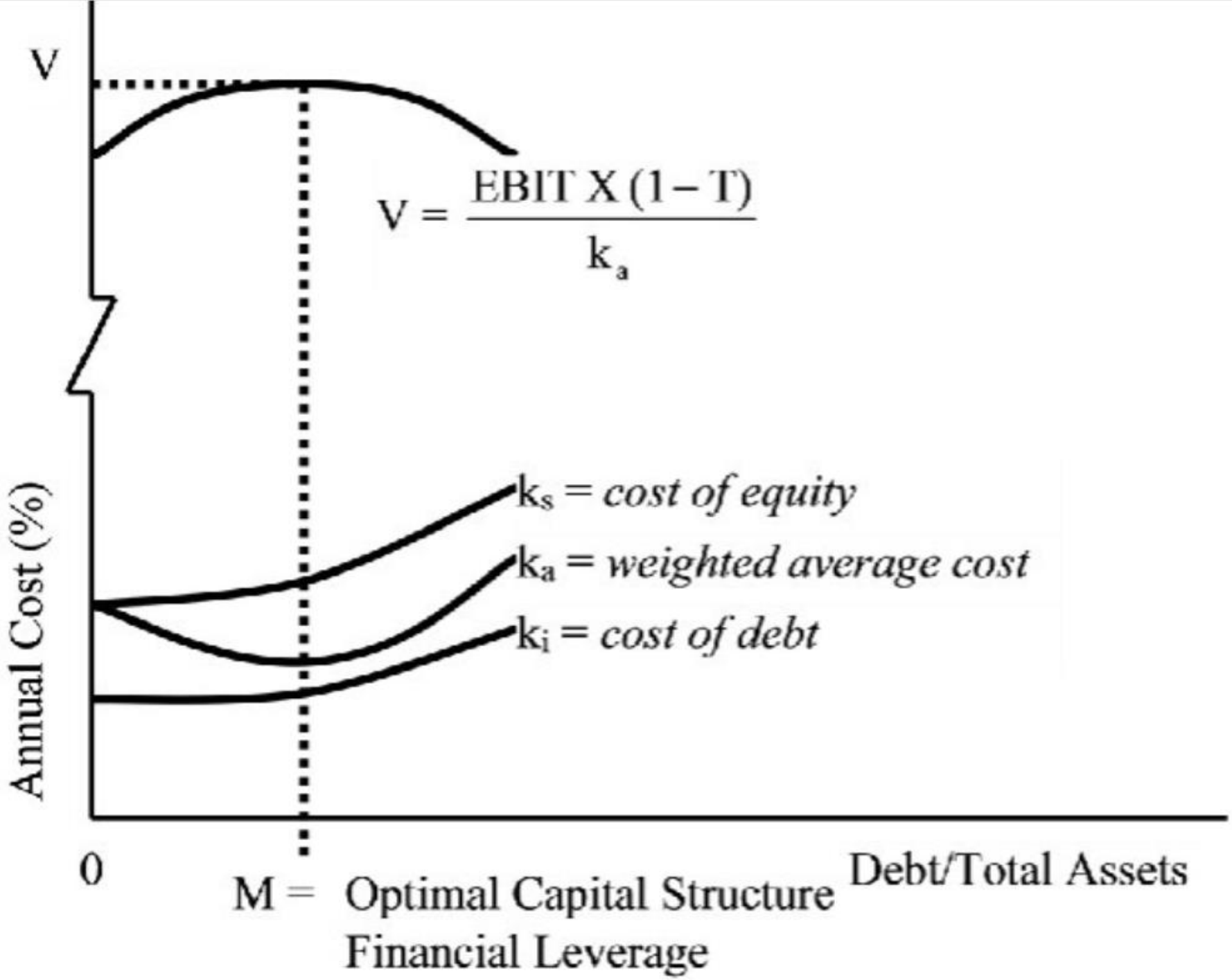
Keterangan:

V_t = nilai perusahaan

EBIT = laba sebelum bunga dan pajak

T = tingkat pajak

k_a = biaya modal rata-rata tertimbang


V
$V = \frac{EBIT \times (1-T)}{k_a}$
k_s = cost of equity
k_a = weighted average cost
k_i = cost of debt
Annual Cost (%)
0
M = Optimal Capital Structure
Financial Leverage
Debt/Total Assets

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI

1. Laju pertumbuhan dan kemantapan penjualan di masa yang akan datang

   Semakin tinggi pertumbuhan dan semakin stabil penjualan di masa yang akan datang, kecenderungan me-*leverage* semakin besar.

2. Struktur kompetitif dalam industri

   Semakin kompetitif persaingan dalam industrinya, semakin kecil kecenderungan perusahaan untuk mengguna kan utang jangka panjang dalam struktur modalnya.

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI

3. Susunan aset dari perusahaan sendiri

   Perusahaan yang sebagian besar asetnya berupa aset tetap *(fixed assets)* biasanya lebih banyak menggunakan modal sendiri dalam struktur modalnya.

4. Risiko bisnis yang dihadapi perusahaan

   Semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan, semakin rendah kecenderungan untuk mengadakan *leverage*.

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI

5. Status kendali dari para pemilik dan manajemen

   Dengan bertambahnya saham biasa yang beredar, kendali para pemilik (sebelumnya) semakin berkurang. Untuk mengantisipasi hal ini, biasanya untuk menambah modal perusahaan dilakukan dengan *leverage*.

6. Sikap para kreditor modal terhadap industri dan perusahaan

   Semakin baik persepsi para kreditor terhadap industri dan perusahaan, maka semakin mudah perusahaan untuk mendapatkan utang.

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI

7. Posisi pajak perusahaan

   Alasan utama penggunaan utang *(leverage)* adalah bunga mengurangi pengeluaran pajak, sehingga semakin besar tarif pajak yang diberlakukan, maka biaya utang efektif menjadi semakin rendah.

8. Fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk menerbitkan modal dalam kondisi yang tidak baik

   Dalam kondisi uang ketat dalam perekonomian, atau jika perusahaan mengalami kesulitan operasi, pemasok modal lebih menyukai untuk menyediakan dana bagi perusahaan dengan kondisi keuangan baik.

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI

9. Konservatisme atau agresivisme manajerial

   Beberapa manajer perusa-haan yang agresif cenderung untuk menggunakan utang dalam usaha untuk mendorong laba.

   Faktor ini tidak berpengaruh terhadap struktur modal optimal (pemaksimuman nilai), tetapi hal ini dapat mempengaruhi manajer dalam menentukan struktur modal sasaran.

TEORI STRUKTUR MODAL

- **Teori struktur modal pada pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak**
- Ada tiga macam pendekatan teori ini, yaitu:
  1. Pendekatan laba operasi bersih
  2. Pendekatan tradisional
  3. Pendekatan Modigliani-Miller

TEORI STRUKTUR MODAL

- Asumsi-asumsi yang digunakan dalam teori struktur modal pada pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, antara lain:
  1. Tidak ada pajak perseroan atau pribadi dan tidak ada biaya kebangkrutan
  2. Perubahan struktur modal terjadi dengan menerbitkan obligasi dan membeli kembali saham biasa atau dengan menerbitkan saham biasa dan menarik obligasi
  3. Perusahaan mempunyai kebijakan membayaran 100% dari laba yang diperoleh setiap tahunnya sebagai dividen.

TEORI STRUKTUR MODAL

4. Perkiraan nilai distribusi probabilitas subjektif dari perkiraan laba operasi di masa yang akan datang untuk masing-masing perusahaan adalah sama untuk semua investor di pasar modal
5. Laba operasi setiap tahunnya diperkirakan tidak akan tumbuh
6. Utang dianggap bersifat permanen

TEORI STRUKTUR MODAL

- Untuk menghitung besarnya biaya modal (*returns*) dalam kaitannya dengan struktur modal dan nilai perusahaan digunakan beberapa rumus:

  1. Menghitung *return* obligasi

$$K_i = \frac{I}{B}$$

dimana:

k_i = *Return* dari obligasi

I = Bunga hutang obligasi tahunan

B = Nilai pasar obligasi yang beredar

TEORI STRUKTUR MODAL

2. Menghitung *return* saham biasa

$$K_e = \frac{E}{S}$$

dimana:

k_e = *Return* dari saham biasa

E = Laba untuk pemegang saham biasa

S = Nilai pasar saham biasa yang beredar

TEORI STRUKTUR MODAL

3. Menghitung *return* bersih perusahaan

$$K_o = \frac{O}{V}$$

dimana:

k_o = *Return* bersih perusahaan (sebesar biaya modal rata-rata minimal)

O = Laba operasi bersih

V = Total nilai perusahaan

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

- Pendekatan ini menganalisis pengaruh perubahan utang (*leverage* keuangan) terhadap nilai pasar saham perusahaan dan tingkat kapitalisasi ekuitas tersirat, dengan asumsi laba operasi bersih dan tingkat kapitalisasi keseluruhan konstan, untuk semua tingkat *leverage*.
- Jika *leverage* meningkat, maka nilai per lembar saham perusahaan akan meningkat dan tingkat kapitalisasi ekuitas akan naik.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

- Contoh:

  Suatu perusahaan mempunyai hutang sebesar Rp.8.000.000,- dengan tingkat bunga sebesar 15%. Laba operasi bersih Rp.8.000.000,- dengan tingkat kapitalisasi total sebesar 20%, dan saham yang beredar sejumlah 10.000 lembar.

  Maka dari data di atas nilai perusahaan adalah:

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

Keterangan		Nilai
Laba operasi bersih	**(O)**	**Rp. 8.000.000**
Tingkat kapitalisasi total	**(k_o)**	20%
Nilai total perusahaan	**(V)**	Rp. 40.000.000
Nilai pasar hutang	**(B)**	Rp. 8.000.000
Nilai pasar saham	**(S)**	**Rp. 32.000.000**

$$K_o = \frac{O}{V}$$

Laba untuk pemegang saham biasa

E = O – I

= Rp. 8.000.000 – (15% x 8.000.000)

= Rp. 8.000.000 – Rp. 1.200.000

= Rp. 6.800.000

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

- Sehingga tingkat *return* modal sendiri yang disyaratkan, k_e adalah:

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{6.800.000}{32.000.000} = 21{,}25\%$$

$$\text{Harga saham per lembar} = \frac{32.000.000}{10.000} = \text{Rp.}3.200$$

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

- Misalnya perusahaan mengganti sebagian modal sahamnya dengan modal hutang sebesar Rp.16.000.000,-, sehingga komposisi struktur modalnya:

1. Saham sebesar Rp.16.000.000

$$= \left(\frac{16.000.000}{3.200} \right) - 5000 \text{ lembar} = 5000 \text{ lembar}$$

Jumlah saham beredar sekarang berkurang menjadi 5.000 lembar (10.000 lbr – 5.000 lbr).

2. Hutang sebesar Rp.16.000.000

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan laba operasi bersih

- Maka nilai perusahaan menjadi:

Keterangan		Nilai
Laba operasi bersih	**(O)**	**Rp. 8.000.000**
Tingkat kapitalisasi total	**(k_o)**	20%
Nilai total perusahaan	**(V)**	Rp. 40.000.000
Nilai pasar saham	**(S)**	Rp. 16.000.000
Nilai pasar hutang	**(B)**	**Rp. 24.000.000**

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

- Laba untuk pemegang saham biasa:

(E) = O – I

= Rp.8.000.000 – {15% x (8.000.000 + 16.000.000)}

= Rp.8.000.000 – Rp.3.600.000

= Rp.4.400.000

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

- Tingkat *return* modal sendiri yang disyaratkan, **(k_e)** adalah

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{4.400.000}{16.000.000} = 27,5\%$$

$$\text{Harga saham per lembar} = \frac{16.000.000}{5.000} = \text{Rp.3.200}$$

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Laba Operasi Bersih

- **Kesimpulan:**
  1. Peningkatan *leverage* mempengaruhi tingkat keuntungan *(return)* yang disyaratkan.
  2. Tingkat *return* yang disyaratkan **(k_e)** meningkat secara linear dengan *leverage* keuangan *(financial leverage)* yang diukur dengan perimbangan antara hutang **(B)** dengan saham **(S)**.
  3. Nilai total perusahaan **(V)** dan harga saham per lembar tidak berubah walaupun *leverage* keuangannya berubah.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Pendekatan tradisional mengasumsikan adanya suatu struktur modal yang optimum dan bahwa perusahaan dapat menaikkan nilai totalnya melalui penggunaan *leverage* yang bijaksana.
- Pendekatan tradisional mengatakan bahwa mula-mula perusahaan tersebut dapat menurunkan biaya modalnya dan menaikkan nilai totalnya melalui *leverage*.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Berhubung *leverage* meningkat, maka para investor akan menaikkan tingkat kapitalisasi ekuitasnya, namun kenaikan ini tidak langsung meng-offset manfaat penggunaan dana utang (yang lebih murah) tersebut secara keseluruhan.
- Apabila *leverage* semakin besar, maka para investor semakin menaik-kan tingkat kapitalisasi ekuitasnya hingga akhirnya pengaruh ini lebih dari sekadar meng -offset penggunaan dana utang (yang lebih murah).
- Setelah mencapai titik tertentu, dengan adanya kenaikan *leverage* justru akan menurunkan nilai total perusahaan.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- **Contoh:**

  Perusahaan "ABC" pada awal mula berdirinya menggunakan modal hutang obligasi sebesar Rp.45.000.000 dengan bunga 5%, dan mendapat laba operasi bersih sebesar Rp. 15.000.000 per tahun. Keuntungan yang disyaratkan dari pemilik sebesar 11% per tahun. Jumlah saham yang beredar 12.750 lembar. Dari data tersebut maka nilai perusahaan akan nampak sebagai berikut:

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

Keterangan		Nilai
Laba operasi bersih	(O)	Rp. 15.000.000
Bunga hutang 5%	(I)	Rp. 2.250.000
Laba tersedia untuk pemegang saham	(E)	Rp. 12.750.000
Keuntungan yang disyaratkan	(k_e)	0,11
Nilai pasar saham	(S)	Rp. 115.909.090*
Nilai pasar hutang	(B)	Rp. 45.000.000
Nilai total perusahaan	(V)	Rp. 160.909.090

= 5%xRp.15.000.000

$$K_e = \frac{E}{S}$$

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Tingkat kapitalisasi keseluruhan **(k_o)**

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{15.000.000}{160.909.090} = 9{,}3\%$$

$$\text{Harga saham per lembar} = \frac{115.909.090}{12.750} = \text{Rp.}9.090$$

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Misalnya perusahaan akan mengganti seluruh modal hutang obligasi dengan saham.
- Karena nilai obligasi sebesar Rp.45.000.000 dengan harga saham per lembar sebesar Rp.9.090, maka jumlah lembar saham yang diperlukan:

$$= \frac{\text{Rp.45.000000}}{\text{Rp.9.090}} = 4.950 \text{lembarsaham}$$

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Seluruh modal perusahaan merupakan modal sendiri sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor (modal sendiri) menjadi lebih rendah, misalnya dari 11% menjadi sebesar 10%.
- Nilai perusahaan dan biaya modalnya sebagai berikut:

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

Keterangan		Nilai
Laba operasi bersih	**(O)**	Rp. 15.000.000
Bunga hutang	**(I)**	0
Laba tersedia untuk pemegang saham	**(E)**	Rp. 15.000.000
Keuntungan yang disyaratkan	**(Ke)**	0,10
Nilai pasar saham	**(S)**	Rp. 150.000.000
Nilai pasar hutang	**(B)**	0
Nilai total perusahaan	**(V)**	Rp. 150.000.000

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Tingkat kapitalisasi keseluruhan (k_o)

$$= \frac{\text{Rp.15.000000}}{\text{Rp.150.000000}} = 10\%$$

$$\text{Harga saham per lembar} = \frac{150.000.000}{12.750 + 4950} = \text{Rp.8.474,58}$$

→ Harga saham berubah (turun) dari Rp.9.090 menjadi Rp.8.474,58 akibat perubahan struktur modal.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Misalkan perusahaan mengganti sahamnya dengan hutang sebesar Rp. 45.000.000,- dari keadaan semula, sehingga jumlah hutang menjadi:

  = Rp. 45.000.000 + Rp. 45.000.000 = Rp. 90.000.000.

  Dengan demikian jumlah sahamnya akan berkurang sejumlah 4.950 lembar lagi.

  Jadi jumlah sahamnya tinggal adalah

  = 12.750 lembar - 4.950 lembar

  = 7.800 lembar

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Karena risiko finansialnya menjadi lebih besar, maka tingkat kapitalisasi modal sendiri menjadi lebih besar, misalnya menjadi 14%.
- Adanya risiko yang makin tinggi, maka hutang (obligasi) harus membayar bunga lebih besar, katakanlah menjadi 6%.
- Dari data tersebut di atas, penilaian terhadap perusahaan akan menjadi:

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

Keterangan		Nilai
Laba operasi bersih	**(O)**	Rp. 15.000.000
Bunga hutang 6%	**(I)**	Rp. 5.400.000
Laba tersedia untuk pemegang saham	**(E)**	Rp. 9.600.000
Keuntungan yang disyaratkan	**(k_e)**	0,14
Nilai pasar saham	**(S)**	Rp. 68.571.429*
Nilai pasar hutang	**(B)**	Rp. 90.000.000
Nilai total perusahaan	**(V)**	Rp. 158.571.429

= 6%xRp.15.000.000

$$K_e = \frac{E}{S}$$

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- Tingkat kapitalisasi keseluruhan **(k_o)**

$$= \frac{\text{Rp.15.000.000}}{\text{Rp.158.571.429}} = 9{,}5\%$$

$$\text{Harga saham per lembar} = \frac{68.571.429}{7.800} = \text{Rp.8.791}$$

→ Harga saham berubah (turun) dari Rp.9.090 menjadi Rp.8,791 akibat perubahan struktur modal.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Tradisional

- **Kesimpulan**:
  - → Struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham yang tertinggi.
  - → Hal ini disebabkan karena berubahnya tingkat kapitalisasi perusahaan, baik untuk modal sendiri maupun pinjaman setelah perusahaan merubah struktur modalnya *(leverage)* melewati batas tertentu.
  - → Perubahan tingkat kapitalisasi ini disebabkan karena adanya risiko yang berubah.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- MM berpendapat bahwa risiko total bagi seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun struktur modal perusahaan mengalami perubahan.
- Hal ini didasarkan pada pendapat bahwa pembagian struktur modal antara hutang dan modal sendiri selalu terdapat perlindungan atas nilai investasi.
- Nilai investasi total perusahaan tergantung dari keuntungan dan risiko, sehingga nilai perusahaan tidak berubah walaupun struktur modalnya berubah.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- Asumsi- asumsi yang digunakan MM adalah:
  1. Pasar modal adalah sempurna, dan investor bertindak rasional
  2. Nilai yang diharapkan dari distribusi probabilitas semua investor sama
  3. Perusahaan mempunyai risiko usaha (business risk) yang sama
  4. Tidak ada pajak

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- **Contoh**

  Ada dua perusahaan yang serupa yaitu perusahaan A yang modal seluruhnya merupakan modal sendiri, dengan keuntungan yang disyaratkan sebesar 15%. Perusahaan kedua adalah perusahaan B yang sebagian modalnya berupa obligasi sebesar Rp. 240.000.000,- dengan bunga 12% dan keuntungan yang disyaratkan pemegang saham sebesar 16%. Maka penilaian kedua perusahaan adalah sebagai berikut:

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

Keterangan		Perusahaan A (Rp)	Perusahaan B (Rp)
Laba operasi bersih	(0)	80.000.000	80.000.000
Bunga hutang obligasi	(I)	0	28.800.000
Laba yang tersedia untuk pemegang saham	(E)	80.000.000	51.200.000
Keuntungan yang disyaratkan	(k_e)	0,15	0,16
Nilai pasar saham	(S)	533.333.333	320.000.000
Nilai pasar hutang	(B)	0	240.000.000
Nilai total perusahaan	(V)	533.333.333	560.000.000

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- Tingkat kapitalisasi keseluruhan **(k_o)**:

$$\text{Perusahaan A} = \frac{\text{Rp.80.000.000}}{\text{Rp.533.333.333}} = 15\%$$

$$\text{Perusahaan B} = \frac{\text{Rp.80.000.000}}{\text{Rp.560.000.000}} = 14{,}3\%$$

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- Menurut MM, situasi di atas tidak dapat berlangsung terus karena akan terjadi proses arbitrase yang menjadikan kedua nilai perusahaan sama.
- Perusahaan B tidak akan memiliki nilai yang lebih tinggi karena perusahaan tersebut memiliki struktur modal yang berbeda dengan perusahaan A.
- Investor dalam perusahaan B akan mampu memperoleh keuntungan yang sama tanpa peningkatan risiko keuangan dengan cara menginvestasikan dananya pada perusahaan A.
- Transaksi arbitrase ini terus berlangsung sampai membuat nilai total kedua perusahaan sama.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- Misalnya seorang investor memiliki sejumlah 5% saham di perusahaan B, maka langkah-langkah yang dilakukan investor tersebut adalah sebagai berikut:
  1. Menjual saham perusahaan B untuk mendapatkan dana sebesar Rp.16.000.000 (5% x Rp.320 juta)
  2. Meminjam dana Rp. 12.000.000 (5% x Rp.240 juta dengan bunga 12%)
  3. Total dana yang dimiliki

     = Rp.16.000.000 + Rp.12.000.000 = Rp.28.000.000
  4. Membeli 5% saham perusahaan A seharga 26.666.666,65 (dibulatkan 26.666.667) yaitu dari 5% x Rp. 533.333.333,-

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- Sebelum transaksi di atas dilakukan, investor tersebut mengharapkan keuntungan investasinya dari perusahaan B sebesar 16% dari nilai investasi Rp.16.000.000 yaitu sebesar = 16% x Rp.16.000.000 = Rp. 2.560.000
- Keuntungan yang ia harapkan dari perusahaan A sebesar 15% dari investasi sebesar Rp.26.666.667 yaitu sama dengan 15% x Rp.26.666.667 = Rp.4.000.000

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- Investor harus mengurangi sebagian keuntungannya untuk membayar bunga pinjaman, sehingga keuntungan bersihnya adalah:

- Keuntungan dari perusahaan A	= Rp.4.000.000
- Biaya bunga (12% x 12.000.000)	= Rp.1.440.000
Keuntungan bersih	= Rp.2.560.000

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- **Kesimpulan**:
  1. Keuntungan bersih sebesar Rp.2.560.000, sama dengan keuntungan investasi pada perusahaan B.
  2. Pengeluaran kas untuk investasi perusahaan A hanya sebesar Rp.14.666.667 (dari Rp.26.666.667 – Rp.12.000.000) dibandingkan pengeluaran kas untuk investasi pada perusahaan B sebesar Rp.16.000.000.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

- Argumen-argumen yang menentang pemikiran Modigliani dan Miller:

  1. **Adanya Biaya Kebangkrutan**

     → Apabila ada kemungkinan untuk bangkrut, dan apabila biaya kebangkrutan tersebut cukup besar, maka perusahaan yang menggunakan hutang *(leverage)* mungkin menjadi kurang menarik bagi para investor dibandingkan dengan perusahaan tanpa hutang.

     → Dalam pasar yang sempurna biaya kebangkrutan dianggap sama dengan nol.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

2. Adanya Biaya Agensi

→ Biaya agensi adalah biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham.

→ Apabila kita memegang obligasi maka dalam mengantisipasi biaya pengawasan, maka kita akan membebankan bunga yang lebih tinggi.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

3. Hutang dan Insentif Bagi Efisiensi Manajemen

→ Adanya tingkat hutang yang tinggi, maka manajemen berada pada posisi yang "terdesak" karena harus memastikan arus kas yang dihasilkan mencukupi pembayaran hutang.

→ Oleh karena itu, manajemen memiliki insentif untuk menggunakan dana yang ada bagi investasi yang menguntungkan dan berusaha menghindari timbulnya beban yang akan menghabiskan dana.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

4. **Batasan-batasan Institusional**

   → Batasan-batasan yang dimiliki oleh lembaga-lembaga yang membeli saham sering harus menjaga hutang dalam tingkatan yang tetap "aman".

   → Lembaga-lembaga tersebut juga tidak boleh begitu saja membeli saham perusahaan-perusahaan yang mempunyai tingkat *leverage* yang tinggi.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

5. **Biaya-biaya Transaksi**

   → Biaya-biaya transaksi cenderung membatasi proses arbitrase.

   → Arbitrase akan terjadi jika biaya transaksi mencapai jumlah tertentu, di luar itu arbitrase tidak akan memberikan keuntungan lagi.

TEORI STRUKTUR MODAL

Pendekatan Modigliani dan Miller

6. Pengaruh Pajak terhadap Perusahaan

→ Apabila dimasukkan unsur pajak, maka kita harus rnenilai kembali pendapat bahwa perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

→ Hal ini disebabkan karena pembayaran bunga atas hutang bisa dipakai untuk mengurangi pajak *(tax deductible)*.

→ Konsekuensinya adalah menurunkan rata-rata tertimbang dari biaya modal setelah pajak, tidak seperti yang dikemukan oleh MM.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal

- Keputusan struktur modal berkaitan dengan penentuan bauran **sumber pembelanjaan jangka panjang yang optimal**.
- Bauran sumber pembelanjaan jangka panjang yang optimal ditujukan untuk memaksimumkan nilai pasar perusahaan dan meminimumkan biaya modal keseluruhan perusahaan.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal

- Secara umum ada tiga metode pengambilan keputusan struktur modal, yaitu:
  1. Pendekatan EBIT-EPS
  2. Rasio Cakupan (*Coverage Ratio*)

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

- Analisis EBIT-EPS digunakan untuk mengukur pengaruh perubahan EBIT terhadap EPS yang digunakan untuk mengukur pengembalian para pemilik sahamnya.
- Besarnya EBIT dinyatakan dalam besaran yang konstan, yang berarti risiko bisnis yang ditanggung konstan, ditujukan untuk memisahkan pengaruh atas pengembalian dari biaya-biaya pembelanjaan yang diasosiasikan dengan struktur modal alternatif.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

- Analisis EBIT-EPS ini dapat menggunakan dua cara, yaitu:
  1. metode grafis
  2. metode matematis.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

- **Contoh:**

  PT ABCD saat ini mempunyai kapitalisasi sebesar Rp. 50,00 miliar yang seluruhnya dalam bentuk saham biasa. Perusahaan ini berusaha untuk mendapatkan dana sebesar Rp. 20,00 miliar untuk mendanai akuisisi peralatan khusus. Untuk mendapatkan dana tersebut, ada tiga alternatif sumber pembelanjaan yang dapat digunakan, yaitu: (1) menjual 4.000.000 lembar saham biasa seharga Rp. 5.000,00 setiap lembarnya; (2) menjual obligasi dengan tingkat kupon 10%; dan (3) menerbitkan saham preferen dengan tingkat dividen 8%. Laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) perusahaan tersebut sekarang adalah Rp. 8,00 miliar. Tingkat pajak penghasilan yang diberlakukan terhadap perusahaan sebesar 50%. Saham biasa yang beredar saat ini sebanyak 10.000.000 lembar.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

- Berdasarkan data pada kasus ini, diminta:
  1. Hitunglah EPS untuk masing-masing sumber pembelanjaan alternatif, dengan asumsi EBIT perusahaan yang diproyeksikan meningkat menjadi Rp. 10,00 miliar
  2. Buatlah grafik *breakeven* atau *indifferent* untuk pilihan -pilihan sumber pembelanjaan ini. Berapa besarnya titik-titik indifferen, jika dihitung secara matematis antara saham biasa dengan utang, saham biasa dengan saham preferen, dan utang dengan saham preferen?
  3. Berilah kesimpulan dari hasil perhitungan dan grafik pada pertanyaan nomor 1 dan 2.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

- **Langkah penyelesaian soal**:

  a. Menentukan pengaruh penambahan sumber pem-belanjaan alternatif terhadap EPS

Keterangan	Saham Biasa	Utang	Saham Preferen
EBIT	Rp. 10,00 miliar	Rp. 10,00 miliar	Rp. 10,00 miliar
Bunga	-	2,00 miliar	-
EBT	10,00 miliar	8,00 miliar	10,00 miliar
Pajak	5,00 miliar	4,00 miliar	5,00 miliar
EAT	5,00 miliar	4,00 miliar	5,00 miliar
Dividen saham preferen	-	-	1,60 miliar
EACS	5,00 miliar	4,00 miliar	3,40 miliar
Jumlah Saham	14 juta	10 juta	10 juta
EPS	Rp. 357,10	Rp. 400,00	Rp. 340,00

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

b. Menggambar grafik.

Grafik dan titik *indifferent* atau breakeven point digambar dengan cara sebagai berikut:

1. Tempatkan EBIT pada sumbu mendatar (sumbu X)
2. Tempatkan EPS pada sumbu tegak (sumbu Y);
3. Cari titik-titik potong grafik dari masing-masing sumber pembelanjaan alternatif dengan sumbu mendatar (EBIT).

   Dari kasus ini, dapat ditentukan titik potong grafik sumber pembelanjaan alternatif dengan sumbu mendatar sebagai berikut:

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

a. Rencana saham biasa tidak mempunyai biaya tetap, jadi titik potong pada sumbu mendatar adalah nol → Titik potong (0, 0)

b. Rencana utang memerlukan EBIT Rp.2,00 miliar untuk menutup beban bunga, jadi titik potong pada sumbu mendatar adalah Rp.2,00 miliar → Titik potong (2 miliar, 0)

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

c. Rencana saham preferen memerlukan EBIT sebesar Rp3,20 miliar, yang berasal dari Rp. 1,60 miliar/(1 - 0,5), untuk menutup dividen saham preferen Rp. 1,60 miliar pada tingkat pajak penghasilan 50% → Titik potong (3,20 miliar, 0).

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

4. Carilah pasangan EBIT-EPS untuk masing-masing sumber pembelanjaan, alternatif jika EBIT diproyeksikan sebesar Rp.10,00 miliar. Dari kasus ini:

   a. Rencana saham biasa → (10 miliar, 357,10)

   b. Rencana utang → (10 miliar, 400)

   c. Rencana saham preferen → (10 miliar, 340)

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

5. Hubungkan titik potong grafik pada sumbu mendatar dengan titik-titik pasangan EBIT-EPS hasil perhitungan sebelumnya, untuk masing-masing alternatif pembelanjaan.
6. Untuk mencari titik *indiferent* atau *breakeven point* dapat dihitung dengan formula matematis sebagai berikut:

$$\frac{(EBIT^* - C_1)(1-T)}{S_1} = \frac{(EBIT^* - C_2)(1-T)}{S_2}$$

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

Keterangan:

EBIT* = titik *indifferent* yang dicari antara dua metode pembelanjaan

C_1, C_2 = beban bunga per tahun atau dividen saham preferen atas dasar sebelum pajak untuk metode pembelanjaan 1 dan 2 (untuk saham preferen, dividen dibagi dengan 1 - T)

T = tingkat pajak penghasilan

S_1, S_2 = jumlah lembar saham biasa yang akan beredar setelah pembiayaan untuk metode 1 dan 2

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

Berdasarkan Formula tsb, dapat dihitung titik-titik indifferent antar sumber pembelanjaan alternatif sebagai berikut:

a. Untuk menentukan titik indifferent antara alternatif pembelanjaan saham biasa dengan utang dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\frac{(EBIT^* - 0)(1 - 0{,}5)}{14\text{ juta}} = \frac{(EBIT^* - 2{,}00\text{miliar})(1 - 0{,}50)}{10\text{ juta}}$$

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

$$0{,}50\ (EBIT^*)(10\text{ juta}) = 0{,}50\ (EBIT^* - 2{,}00\text{ miliar})(14\text{ juta})$$

$$5\text{ juta } EBIT^* = 7\text{ juta } (EBIT^* - 2{,}00\text{ miliar})$$

$$5\text{ juta } EBIT^* = 7\text{ juta } EBIT^* - 14{,}00\text{ miliar}$$

$$5\text{ juta } EBIT^* - 7\text{ juta } EBIT^* = -14{,}00\text{ miliar}$$

$$-2\text{ juta } EBIT^* = -14{,}00\text{ miliar}$$

$$EBIT^* = 7\text{ miliar}$$

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

b. Untuk menentukan titik *indifferent* antara alternatif pembelanjaan saham biasa dengan saham preferen dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\frac{(\text{EBIT}^* - 0)(1 - 0{,}5)}{14 \text{ juta}} = \frac{(\text{EBIT}^* - 3{,}20 \text{ miliar})(1 - 0{,}50)}{10 \text{ juta}}$$

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

$$0{,}50\ (EBIT^*)(10\text{ juta}) = 0{,}50\ (EBIT^* - 3{,}20\text{ miliar})(14\text{ juta})$$

$$5\text{ juta } EBIT^* = 7\text{ juta } (EBIT^* - 3{,}20\text{ miliar})$$

$$5\text{ juta } EBIT^* = 7\text{ juta } EBIT^* - 22{,}4\text{ miliar}$$

$$5\text{ juta } EBIT^* - 7\text{ juta } EBIT^* = -22{,}4\text{ miliar}$$

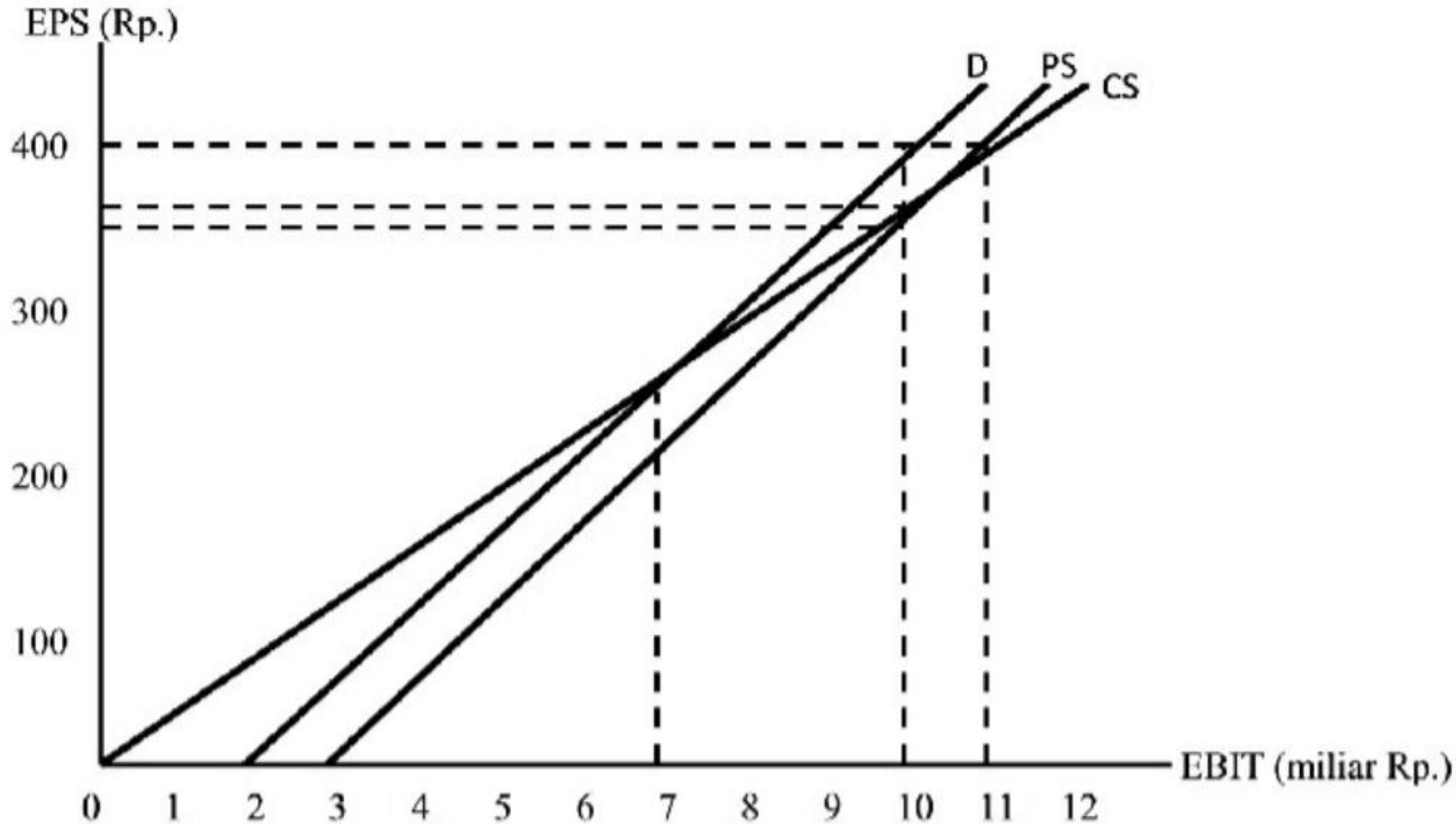
$$-2\text{ juta } EBIT^* = -22{,}4\text{ miliar}$$

$$EBIT^* = 11{,}20\text{ miliar}$$

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS

- **Kesimpulan**:
  1. Utang lebih baik daripada saham preferen, pada tingkat EBIT manapun, karena memberikan EPS lebih tinggi.
  2. Pada tingkat EBIT di atas Rp. 7,00 miliar, utang lebih baik daripada saham biasa. Kebalikannya adalah benar, bila EBIT berada di bawah Rp. 7,00 miliar.
  3. Pada tingkat EBIT di atas Rp. 11,20 miliar, saham preferen lebih baik daripada saham biasa. Pada titik di bawah itu, kebalikannya adalah benar.

Metode Pengambilan Keputusan
Struktur Modal - Pendekatan EBIT-EPS



Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan Rasio Cakupan

- Metode ini merupakan perbandingan dari rasio-rasio solvabilitas.
- Ada dua macam rasio solvabilitas yang harus dipertimbangkan dalam mengevaluasi sejumlah usulan pembelanjaan, sebagai berikut:

  1. Rasio solvabilitas neraca *(balance sheet leverage ratio)*.

     Input-input untuk rasio solvabilitas neraca berasal dari neraca keuangan perusahaan. Dengan hasil rasio ini, dapat digunakan untuk membandingkan penggunaan dana yang berasal dari kreditor dan pemegang saham.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan Rasio Cakupan

2. Rasio cakupan *(coverage ratio)*.

   Rasio peliputan biasanya bersumber dari laporan laba-rugi perusahaan. Rasio-rasio *coverage* menyajikan perkiraan atas kemampuan perusahaan melunasi utang-utangnya.

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan Rasio Cakupan

- Kertas kerja yang dapat digunakan untuk menganalisis pilihan-pilihan pembelanjaan dengan menggunakan rasio-rasio komparatif dapat dilihat pada Tabel berikut:

No. Rasio	Metode Perhitungan	Rasio yang Ada	Rasio Obligasi	Rasio Saham Biasa
Rasio Leverage Neraca				
1. Rasio utang	TD/TA	... %	... %	... %
2. Rasio utang jangka panjang terhadap total kapitalisasi	LTD/(LTD + SE)	... %	... %	... %
3. Rasio total utang terhadap modal pemilik	TD/SE	... %	... %	... %
4. Rasio modal saham	SE/TA	... %	... %	... %
Rasio Cakupan				
1. Kelipatan bunga yang diperoleh	EBIT/I	... x	... x	... x
2. Kelipatan beban utang	$\frac{\text{EBIT}}{\text{I} + \text{SF}/(1-\text{T})}$	... x	... x	... x
3. Rasio peliputan keseluruhan	$\frac{\text{EBIT} + \text{LP} + \text{Dep}}{\text{I} + \frac{\text{SF}}{1-\text{T}} + \text{LP} + \frac{\text{PD}}{1-\text{T}}}$	... x	... x	... x

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan Rasio Cakupan

- Keterangan:

EBIT	=	laba sebelum bunga dan pajak	T	=	tingkat pajak
TD	=	total utang	Dep	=	depresiasi
TA	=	total aktiva	PD	=	dividen saham preferen
SE	=	modal saham	LP	=	biaya sewa
I	=	beban bunga setiap tahun	SF	=	*sinking fund*

Metode Pengambilan Keputusan Struktur Modal - Pendekatan Rasio Cakupan

- Tujuan analisis ini adalah menentukan pengaruh dari setiap usulan pembelanjaan terhadap rasio-rasio keuangan yang utama.
- Analis keuangan dapat membandingkan besaran setiap rasio yang ada dengan tingkat atau besaran proyeksi, sebagai bahan pertimbangan atas kelayakan masing-masing usulan.
- Biasanya para analis ke-uangan perusahaan, bankir investasi, lembaga pemeringkat efek, dan sebagainya, mempunyai standar-standar rasio yang dapat digunakan sebagai pembanding.