

BAB 8

TEORI STRUKTUR MODAL

TEORI STRUKTUR MODAL

Struktur modal berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri. Teori struktur modal menjelaskan apakah kebijakan pembelanjaan jangka panjang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga pasar saham perusahaan. Jika kebijakan pembelanjaan perusahaan dapat mempengaruhi ketiga faktor tersebut, bagaimana kombinasi utang jangka panjang dan modal sendiri yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, atau meminimumkan biaya modal perusahaan atau memaksimalkan harga pasar saham perusahaan. Harga pasar saham mencerminkan nilai perusahaan, dengan demikian jika nilai suatu perusahaan meningkat, maka harga pasar saham perusahaan tersebut juga akan naik.

Untuk menjelaskan bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga pasar saham, maka perlu didasarkan pada beberapa asumsi sebagai berikut :

1. Tidak ada pajak dan biaya kebangkrutan.
2. Rasio utang terhadap modal diubah dengan jalan, perusahaan mengeluarkan saham untuk melunasi utang atau perusahaan meminjam untuk membeli kembali saham yang beredar.
3. Perusahaan mempunyai kebijakan untuk membayarkan seluruh pendapatan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.
4. Nilai harapan distribusi probabilitas subyektif pendapatan operasi setiap perusahaan di masa yang akan datang sama bagi semua investor.
5. Pendapatan operasi perusahaan diharapkan tidak mengalami pertumbuhan.

Pada bab ini digunakan tiga macam tingkat pengembalian atau kapitalisasi, yaitu: tingkat pengembalian utang (k_i), saham biasa (k_e) dan tingkat pengembalian perusahaan secara keseluruhan (k_o).

$$- k_i = \frac{F}{B} = \frac{\text{Beban bunga tahunan}}{\text{Nilai pasar utang}}$$

Keterangan : k_i = tingkat pendapatan utang perusahaan atau biaya modal utang.

$$- k_e = \frac{E}{S} = \frac{\text{Pendapatan yang tersedia bagi pemegang saham biasa}}{\text{Nilai pasar saham biasa}}$$

Keterangan : k_e = tingkat pendapatan saham biasa atau biaya modal saham biasa.

$$- k_o = \frac{O}{V} = \frac{\text{Laba bersih operasi}}{\text{Nilai total perusahaan}}$$

Keterangan : k_o = tingkat kapitalisasi perusahaan secara keseluruhan
 $V = B + S$

Tingkat kapitalisasi perusahaan secara keseluruhan atau biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan.

$$k_o = k_i \left\{ \frac{B}{B+S} \right\} + k_e \left\{ \frac{S}{B+S} \right\}$$

Sebagaimana telah dikemukakan, teori struktur modal menjelaskan tentang bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, biaya modal dan harga pasar saham. Untuk menjelaskan hal tersebut ada beberapa pendekatan yaitu:

1. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*)
2. Pendekatan Laba Bersih Operasi (*Net Operating Income Approach*)
3. Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*)
4. Modigliani – Miller *Position*

Pendekatan Laba Bersih (Net Income Approach)

Berdasarkan pendekatan ini, anggap suatu perusahaan mempunyai utang sebesar Rp 1.000,00 dengan suku bunga 15%. Pendapatan bersih operasi (*net operating income*) yang diharapkan setiap tahun sebesar Rp 1.000,00 dan tingkat kapitalisasi saham biasa (k_e) sebesar 20%.

Berdasarkan informasi tersebut, nilai perusahaan dapat dihitung sebagai berikut :

O - Laba bersih operasi	Rp 1.000,00
F - Biaya bunga	150,00

E - Laba yang tersedia bagi pemegang saham	Rp 850,00
k_e - Tingkat kapitalisasi saham biasa	0,20

S - Nilai pasar saham	Rp 4.250,00
B - Nilai pasar utang	1.000,00

V - Nilai total perusahaan	Rp 5.250,00
=====	

$$\text{Biaya modal perusahaan } (k_o) = \frac{O}{V} = \frac{\text{Rp 1.000,00}}{\text{Rp 5.250,00}} \times 100\%$$

$$= 19,05\%$$

Apabila perusahaan meningkatkan jumlah utangnya dari Rp 1.000,00 menjadi Rp 3.000,00 dan menggunakan tambahan utang tersebut untuk membeli kembali saham yang beredar, dan suku bunga tetap sebesar 15%. Dengan cara yang sama nilai perusahaan menjadi :

O – Laba bersih operasi	Rp 1.000,00
F – Biaya bunga	850,00

E – Laba yang tersedia bagi pemegang saham	Rp 550,00
k_e – Tingkat kapitalisasi saham	0,20

S – Nilai pasar saham	Rp 2.750,00
B – Nilai pasar utang	3.000,00

V – Nilai total perusahaan	Rp 5.750,00
=====	

$$\text{Biaya modal perusahaan } (k_o) = \frac{O}{V} = \frac{\text{Rp 1.000,00}}{\text{Rp 5.750,00}} \times 100\%$$

$$= 17,39\%.$$

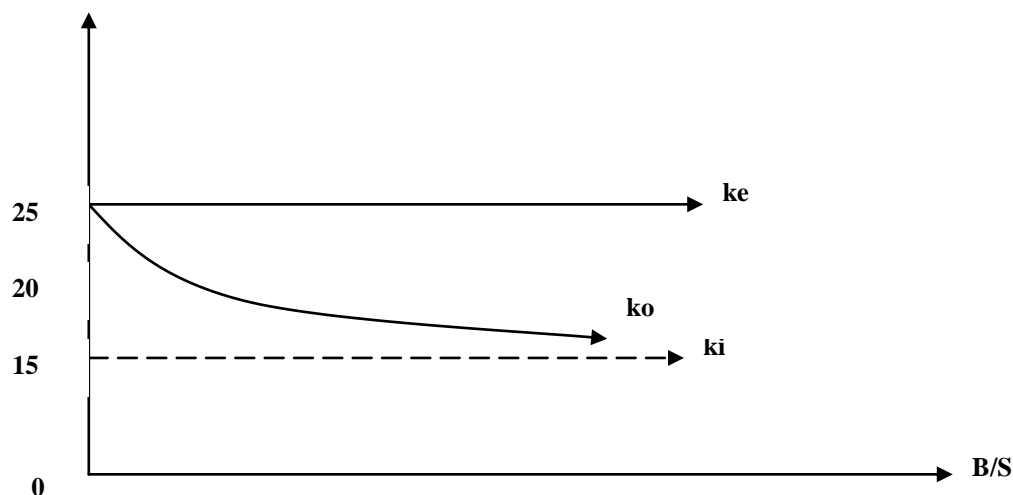
Dari hasil perhitungan tersebut dapat disimpulkan bahwa, berdasarkan pendekatan laba bersih, semakin banyak utang jangka panjang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat dan biaya modal perusahaan akan menurun. Dengan demikian struktur modal optimal akan tercapai jika perusahaan menggunakan utang secara maksimal. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan maksimal dan biaya modal minimal.

Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap harga pasar saham perusahaan?. Secara teoritis, jika nilai perusahaan meningkat dengan semakin banyaknya jumlah utang jangka panjang, maka harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan juga akan meningkat.

Bedasarkan contoh yang telah dikemukakan, jika mula-mula harga perlembar saham sebesar Rp 10,00, maka jumlah saham yang beredar adalah sebanyak 425 lembar (Rp 4.250,00 / Rp 10,00). Apabila tambahan utang sebesar Rp 2.000,00 dipakai untuk membeli kembali saham yang beredar, maka jumlah saham yang dapat dibeli adalah sebanyak 200 lembar (Rp 2.000,00/Rp 10,00). Dengan demikian setelah sebagian saham dibeli kembali, jumlah saham yang masih beredar sebanyak 225 lembar dengan nilai Rp 2.750,00 atau harga perlembar saham sebesar Rp 12,2 Dengan demikian, semakin banyak jumlah utang yang dipergunakan perusahaan, maka harga pasar saham perusahaan juga meningkat.

Secara grafik, hubungan antara struktur modal (B/S) dengan biaya modal perusahaan (k_o), berdasarkan pendekatan laba bersih dapat digambarkan pada grafik berikut :

Biaya modal (%)



Berdasarkan grafik tersebut tampak bahwa, semakin besar jumlah utang dibandingkan dengan modal sendiri (B/S), maka biaya modal perusahaan akan semakin menurun. Hal ini disebabkan, penggunaan utang yang biaya modalnya (k_i) lebih murah proporsi penggunaannya diperbesar, sementara penggunaan modal saham yang biaya modalnya lebih mahal proporsi penggunaannya diperkecil, sehingga biaya modal perusahaan (k_o) semakin menurun.

Pendekatan Laba Bersih Operasi (Net Operating Income Approach)

Pendekatan ini mengasumsikan biaya modal perusahaan (k_o) tetap pada berbagai tingkat leverage. Anggap $k_o = 20\%$ dan perusahaan memiliki utang jangka panjang sebesar Rp 1.000,00. Berdasarkan pendekatan ini, nilai perusahaan adalah:

O – Laba bersih operasi	Rp 1.000,00
k_o – Biaya modal perusahaan	0,20

V – Nilai total perusahaan	Rp 5.000,00
B – Nilai pasar utang	1.000,00

S – Nilai pasar saham	Rp 4.000,00
	=====

$$\begin{aligned} \text{Biaya modal saham } (k_e) &= \frac{E}{S} = \frac{\text{Rp } 850,00}{\text{Rp } 4.000,00} \times 100\% \\ &= 21,25\%. \end{aligned}$$

Apabila jumlah utang perusahaan ditambah dari mula-mula Rp 1.000,00 menjadi Rp 3.000,00 dan tambahan utang tersebut dipakai untuk membeli kembali saham yang beredar, maka nilai perusahaan berdasarkan pendekatan laba bersih operasi adalah :

O – Laba bersih operasi	Rp 1.000,00
k_o – Biaya modal perusahaan	0,20

V – Nilai total perusahaan	Rp 5.000,00
B – Nilai pasar utang	3.000,00

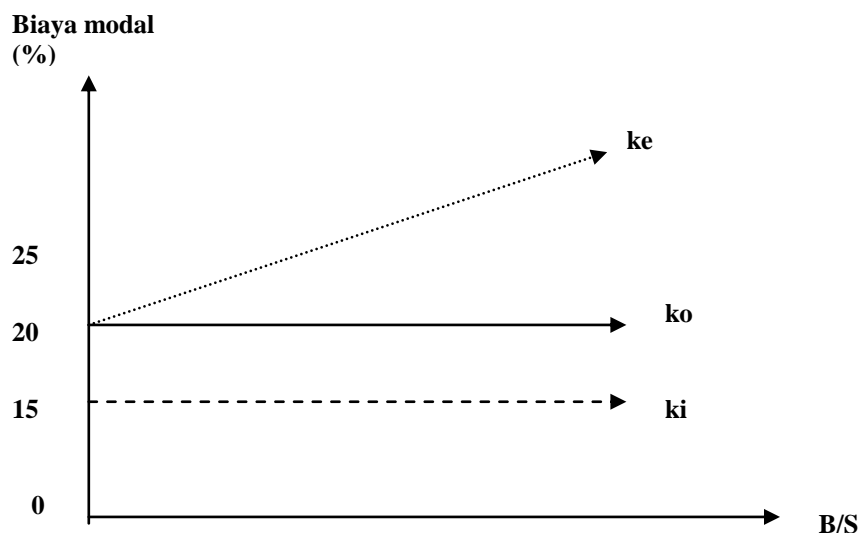
S – Nilai pasar saham	Rp 2.000,00
	=====

$$\begin{aligned} \text{Biaya modal saham (ke)} &= \frac{E}{S} = \frac{\text{Rp } 550,00}{\text{Rp } 2.000,00} \times 100\% \\ &= 27,50\% \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil perhitungan tersebut tampak bahwa, menurut pendekatan laba bersih operasi berapapun jumlah utang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, nilai perusahaan tidak berubah. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian harga saham perusahaan juga tidak berubah.

Misalkan, harga saham mula-mula Rp 10,00 dengan nilai pasar saham Rp 4.000,00, berarti jumlah saham yang beredar adalah sebanyak 400 lembar saham. Dengan mempergunakan tambahan utang sebesar Rp 2.000,00 dipakai untuk membeli kembali saham yang beredar, maka jumlah saham yang bisa dibeli sebanyak 200 lembar (Rp 2.000,00/Rp10,00). Setelah saham dibeli kembali, maka jumlah saham yang masih beredar sebanyak 200 lembar dengan nilai sebesar Rp 2.000,00, atau dengan kata lain harga sahamnya tetap sebesar Rp 10,00, yaitu (Rp 2.000,00/200).

Apabila digambarkan secara grafik hubungan antara penggunaan utang dengan biaya modal, berdasarkan pendekatan laba bersih operasi tampak pada grafik berikut ini.



Pada grafik tersebut tampak bahwa berapapun jumlah utang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan tidak mempengaruhi biaya modal perusahaan (k_o). Sementara itu, biaya modal saham (k_e) meningkat dengan semakin banyaknya jumlah utang, hal ini terjadi karena risiko perusahaan semakin besar, sehingga pemegang saham menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Peningkatan biaya modal saham tidak mempengaruhi biaya modal perusahaan, karena proporsi penggunaan saham yang biaya modalnya meningkat dikurangi, sedangkan proporsi penggunaan utang yang biaya modalnya lebih rendah ditambah.

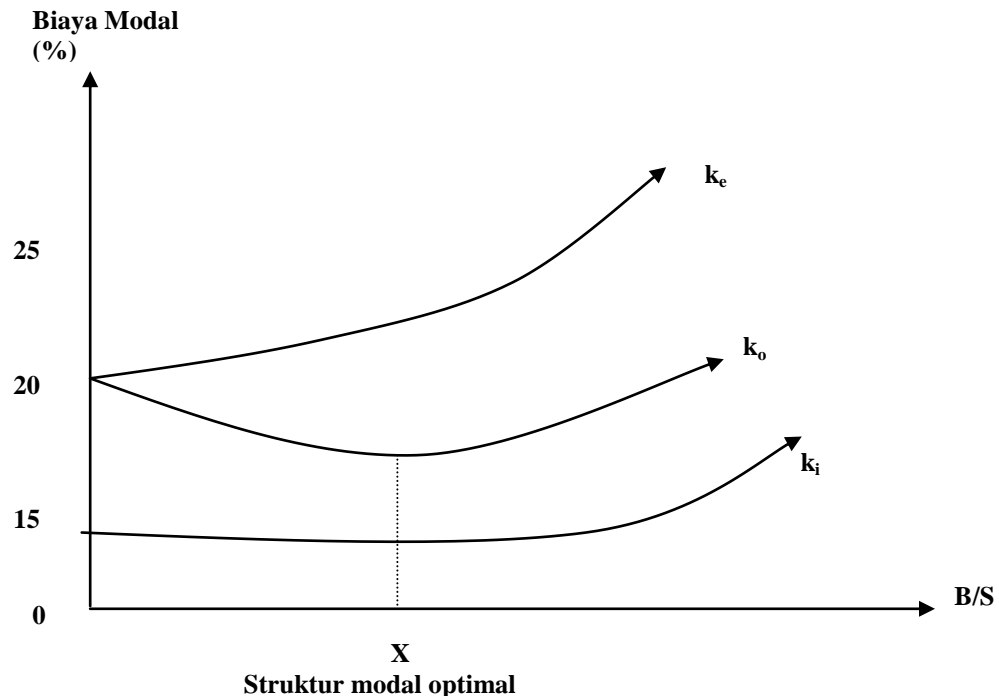
Pendekatan Tradisional (Traditional Approach)

Pendekatan tradisional mengemukakan ada struktur modal optimal dan perusahaan dapat meningkatkan nilai total perusahaan dengan mempergunakan jumlah utang (*leverage* keuangan) tertentu.

Dengan mempergunakan utang yang semakin besar, pada mulanya perusahaan dapat menurunkan biaya modalnya (k_o) dan meningkatkan nilai perusahaan. Walaupun pemegang saham meningkatkan tingkat kapitalisasi saham (k_e) karena meningkatnya risiko bagi pemegang saham, peningkatan tersebut tidak melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang yang biayanya (k_i) lebih murah.

Namun demikian penggunaan utang melampaui jumlah tertentu, mengakibatkan tingkat kapitalisasi saham meningkat melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang, sehingga biaya modal perusahaan naik. Meningkatnya biaya modal perusahaan semakin tinggi juga dipicu oleh terjadinya peningkatan biaya utang, karena risiko yang dihadapi oleh kreditur semakin besar sejalan dengan bertambahnya jumlah utang yang dipergunakan perusahaan.

Secara grafik hubungan struktur modal dengan biaya modal berdasarkan pendekatan tradisional dapat digambarkan sebagai berikut.



Modigliani – Miller Position

Modigliani dan Miller (MM), mendukung hubungan antara struktur modal dengan biaya modal sebagaimana yang dijelaskan berdasarkan pendekatan laba bersih operasi, yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi biaya modal perusahaan dan juga tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut MM, nilai total perusahaan tidak dipengaruhi struktur modal perusahaan, melainkan dipengaruhi oleh investasi yang dilakukan perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

Untuk mendukung pendapatnya tersebut, MM mengemukakan beberapa asumsi, sebagai berikut:

- a. Pasar modal sempurna.
- b. *Expected value* dari distribusi probabilitas bagi semua investor sama.
- c. Perusahaan dapat dikelompokkan dalam kelas risiko yang sama.
- d. Tidak ada pajak pendapatan perusahaan.

Menurut MM, jika dua perusahaan sama dalam segala aspek kecuali struktur modalnya, maka kedua perusahaan tersebut harus mempunyai nilai total yang sama, jika tidak, akan terjadi proses *arbitrage*.

Proses Arbitrage

Misalkan dua perusahaan A dan B adalah sama, kecuali perusahaan A tidak mempunyai utang (*non leverage*) sedangkan perusahaan B memiliki utang obligasi sebesar Rp 30.000,00 dengan bunga 12%. Menurut pendekatan tradisional perusahaan B mempunyai nilai total lebih tinggi dan biaya modal perusahaan lebih rendah daripada perusahaan A, sebagaimana tampak pada contoh berikut ini:

	Perusahaan A	Perusahaan B
O - Laba bersih operasi	Rp 10.000,00	Rp10.000,00
F - Biaya bunga	-	3.600,00
E - Pendapatan yang tersedia bagi Pemegang saham	Rp 10.000,00	Rp 6.400,00
ke- Tingkat kapitalisasi saham	0,15	0,16
S - Nilai pasar saham	Rp 66.667,00	Rp 40.000,00
B - Nilai pasar utang	-	30.000,00
V - Nilai total perusahaan	Rp 66.667,00	Rp 70.000,00
ko- Biaya modal perusahaan	15%	14,3%
B/S-Rasio utang terhadap modal	0	75 %

Berdasarkan perhitungan tersebut nilai total perusahaan B lebih besar daripada nilai total perusahaan A. Namun demikian, keadaan tersebut tidak akan dapat dipertahankan, karena terjadi proses *arbitrage* yang akan merubah nilai total kedua perusahaan tersebut.

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat dengan investasi di perusahaan A, investor perusahaan B dapat memperoleh pendapatan dalam rupiah yang sama tanpa meningkatkan risiko. Oleh karena itu investor di perusahaan B akan menjual sahamnya untuk diinvestasikan di perusahaan A. Hal ini akan berlangsung terus hingga nilai total kedua perusahaan tersebut sama.

Misalkan investor bersifat rasional, memiliki 1% saham perusahaan B atau sama dengan Rp 400,00 (nilai pasar). Untuk melakukan proses *arbitrage*, investor tersebut harus:

- a. Menjual 1% saham perusahaan B (Rp 400,00),
- b. Meminjam sebesar 1% dari utang perusahaan B (Rp 300,00) dengan bunga sama, yaitu 12%,
- c. Membeli 1% saham perusahaan A (Rp 667,00).

Investor tadi harus meminjam sebanyak 1% dari utang perusahaan B, karena hasil penjualan 1% saham perusahaan B tidak cukup untuk membeli sebanyak 1% saham perusahaan A.

Dengan demikian jika investor tadi memiliki 1% saham perusahaan B, maka pendapatan yang diharapkan adalah sebesar $16\% \times \text{Rp } 400,00 = \text{Rp } 64,00$. Jika investor tersebut memiliki 1% dari saham perusahaan A, pendapatan yang diharapkan adalah sebesar $15\% \times \text{Rp } 666,67 = \text{Rp } 100,00$. Namun demikian, karena untuk investasi pada saham perusahaan A investor tersebut harus meminjam sebesar Rp 300,00 dengan bunga 12%, maka pendapatan bersih yang diterima adalah:

- Pendapatan investasi pada saham A	Rp 100,00
- Bunga pinjaman (Rp 300,00 x 12%)	36,00

- Pendapatan bersih	Rp 64,00
	=====

Dengan demikian investasi di perusahaan A pendapatannya sama dengan investasi di perusahaan B, yaitu Rp 64,00, dan investasi di perusahaan A risikonya lebih kecil daripada investasi di perusahaan B, karena perusahaan A tidak menggunakan utang. Atas dasar pertimbangan tersebut, maka investor di perusahaan B akan menjual sahamnya untuk diinvestasikan di perusahaan A. Hal ini mengakibatkan harga saham perusahaan B akan turun dan harga saham perusahaan A akan naik. Proses *arbitrage* akan berhenti jika harga saham kedua perusahaan tersebut sama.

Pajak dan Struktur Modal

Apabila pasar tidak sempurna, nilai perusahaan dan biaya modalnya dapat mengalami perubahan karena terjadi perubahan struktur modal. Salah satu ciri pasar tidak sempurna adalah adanya pajak. Pajak dibedakan menjadi pajak atas pendapatan perusahaan dan pajak atas pendapatan pribadi.

- a. Pajak pendapatan perusahaan

Manfaat penggunaan utang bagi perusahaan kalau ada pajak adalah, biaya bunga dapat dipakai untuk mengurangi pajak. Konsekuensinya, jumlah pendapatan yang diterima oleh kreditur dan pemegang saham pada

perusahaan yang menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan yang tidak menggunakan utang.

Misalkan perusahaan Xina dan Yuna mempunyai EBIT sebesar Rp 2.000,00. Perusahaan Xina tidak mempunyai utang, sedangkan perusahaan Yuna mempunyai utang Rp 5.000,00 dengan suku bunga 12% dan tarif pajak 50%. Total pendapatan yang diterima oleh kreditur dan pemegang saham pada kedua perusahaan tersebut adalah :

	Perusahaan Xina	Perusahaan Yuna
- EBIT	Rp 2.000,00	Rp 2.000,00
- Biaya bunga	-	600,00
- EBT	Rp 2.000,00	Rp 1.400,00
- Pajak (50%)	1.000,00	700,00
- EAT	Rp 1.000,00	Rp 700,00
- Pendapatan bagi kreditur dan pemegang saham	Rp 1.000,00	Rp 1.300,00

Bagi perusahaan yang menggunakan utang, pendapatan yang diterima oleh kreditur dan pemegang saham lebih besar Rp 300,00 , yaitu biaya bunga kali tarif pajak (Rp 600,00 x 0,50), yang disebut dengan *tax shield*.

Apabila perusahaan menggunakan utang secara permanen (utang jangka panjang), maka nilai sekarang *tax shield* adalah :

$$PV \text{ tax shield} = \frac{tc \cdot r \cdot B}{r} = tc \cdot B$$

Keterangan :

- tc = Tarif pajak pendapatan perusahaan.
- B = Jumlah utang.
- r = Suku bunga

Dengan demikian nilai sekarang *tax shield* perusahaan Yuna adalah :

$$PV \text{ tax shield} = 0,50 (Rp 5.000,00) = Rp 2.500,00.$$

Perusahaan Yuna yang memiliki utang akan mempunyai nilai Rp 2.500,00 lebih tinggi daripada nilai perusahaan Xina yang tidak memiliki utang.

Perbedaan nilai perusahaan tersebut terjadi karena arus pendapatan bagi kreditur dan pemegang saham pada perusahaan Yuna tiap tahun lebih tinggi sebesar Rp 300,00. Nilai sekarang dari Rp 300,00 per tahun jika tingkat diskonto 12% adalah $Rp\ 300,00 / 0,12 = Rp\ 2.500,00$.

Dengan demikian nilai perusahaan yang menggunakan utang (*value of leverage firm*) adalah :

$$Value\ of\ leverage\ firm = Value\ if\ unleverage + PV\ of\ tax\ shield$$

Sebagai contoh, perusahaan Xina yang tidak menggunakan utang mempunyai tingkat kapitalisasi modal sendiri (k_e) sebesar 16%. Karena pendapatan yang tersedia bagi pemegang saham sebesar Rp 1.000,00, maka nilai perusahaannya adalah $Rp\ 1.000,00 / 0,16 = Rp\ 6.250,00$. Nilai *tax shield* perusahaan Yuna yang menggunakan utang sebesar Rp 2.500,00. Dengan demikian nilai perusahaan Yuna yang menggunakan utang adalah $Rp\ 6.250,00 + Rp\ 2.500,00 = Rp\ 8.750,00$

Berdasarkan contoh tersebut dapat disimpulkan bahwa, jika ada pajak pendapatan perusahaan, semakin besar jumlah utang yang dipergunakan perusahaan akan mengakibatkan semakin besar nilai *tax shield* dan semakin besar nilai perusahaan. Dengan demikian jika ada pajak pendapatan perusahaan, strategi yang optimal dari struktur modal adalah menggunakan utang yang maksimal.

b. Pajak pendapatan perusahaan dan pajak pendapatan pribadi

Pada kenyataannya pajak pendapatan perusahaan dan pribadi selalu ada. Dengan adanya pajak pendapatan pribadi dapat mengurangi manfaat pajak perusahaan sehubungan dengan penggunaan utang.

Jika pendapatan atas utang dan saham dikenakan tarif pajak yang sama, total pendapatan yang diterima kreditur dan pemegang saham pada perusahaan yang menggunakan utang tetap lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan utang hanya saja nilainya berkurang. Misalkan pajak atas pendapatan utang dan saham sebesar 30%, maka total pendapatan bagi kreditur dan pemegang saham adalah :

	Perusahaan Xina	Perusahaan Yuna
- Pendapatan utang	0	Rp 600,00
- Pajak pendapatan pribadi (30%)	0	180,00
- Pendapatan utang setelah pajak	0	Rp 420,00
- Pendapatan saham	Rp 1.000,00	Rp 700,00
- Pajak pendapatan pribadi (30%)	300,00	210,00
- Pendapatan saham setelah pajak	Rp 700,00	Rp 490,00
- Total pendapatan bagi kreditur dan pemegang saham	Rp 700,00	Rp 940,00

Apabila ada pajak pendapatan perusahaan dan pajak pendapatan pribadi, maka nilai sekarang dari *tax shield* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$PV. Tax shield = \left\{ 1 - \frac{(1 - tc)(1 - tps)}{1 - tpd} \right\} B$$

Keterangan :

tps = pajak pendapatan saham
 tpd = pajak pendapatan utang
 tc = pajak pendapatan perusahaan
 B = jumlah utang

Apabila tps = tpd, maka $PV tax shield = tc (B)$.

Jika pajak pendapatan utang tidak sama dengan pajak pendapatan saham, misalnya tpd > 0% dan tps = 0%, maka dalam kondisi yang demikian perusahaan perlu mempertimbangkan apakah membelanjai investasinya dengan utang atau saham.

Apabila Rp 1,00 laba operasi perusahaan dibayarkan sebagai bunga kepada kreditur, maka perusahaan tidak mengenakan pajak atas bunga tersebut, karena bunga dikurangkan dari laba sebelum pajak. Dengan demikian pendapatan setelah pajak yang diterima kreditur adalah :

Pendapatan setelah pajak bagi kreditur = Rp 1,00 (1 – tpd)

Namun demikian, jika Rp 1,00 laba operasi perusahaan dibayarkan kepada pemegang saham, maka perusahaan mengenakan pajak atas laba tersebut sebesar tarif pajak perusahaan (t_c), dan kemudian ketika diterima oleh pemegang saham dikenakan pajak pendapatan pribadi untuk saham (t_{ps}).

Pendapatan setelah pajak bagi pemegang saham = Rp 1,00 (1 – t_c)(1 – t_{ps}). Karena pajak pendapatan saham dianggap 0%, maka pendapatan setelah pajak bagi pemegang saham adalah :

Pendapatan setelah pajak bagi pemegang saham = Rp 1,00 (1 – t_c)

Apabila yang dipertimbangkan perusahaan adalah pendapatan setelah pajak bagi kreditur dan pemegang saham, maka apakah perusahaan dibelanjai dengan utang atau saham, tergantung pada nilai relatif dari t_{pd} dan t_c .

Jika $t_{pd} > t_c$, maka perusahaan sebaiknya dibelanjai dengan saham.

Jika $t_{pd} < t_c$, maka perusahaan sebaiknya dibelanjai dengan utang.

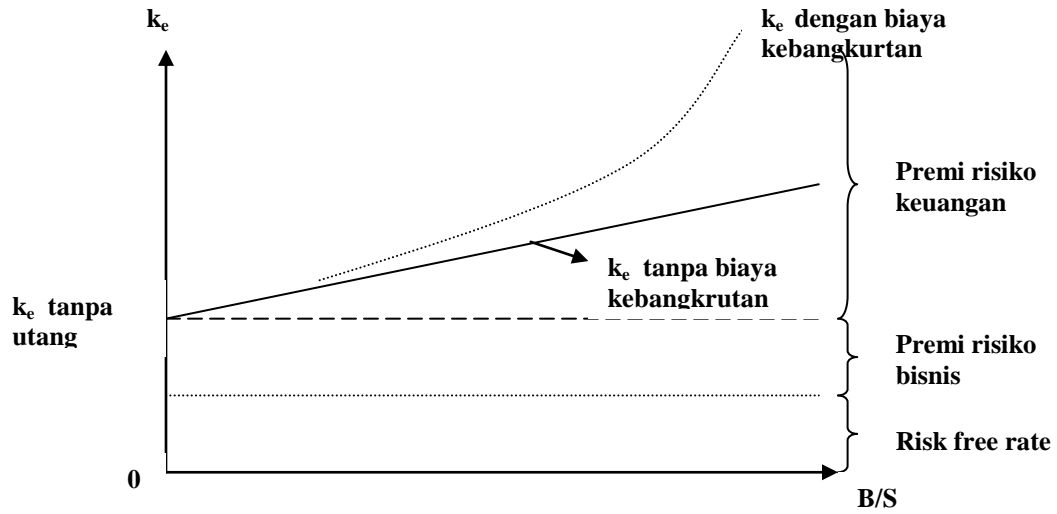
Jika $t_{pd} = t_c$, maka perusahaan dibelanjai dengan utang atau saham tidak ada bedanya.

BIAYA KEBANGKRUTAN

Pada kenyataannya perusahaan menghadapi suatu kondisi yang tidak pasti, oleh karena itu ada kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan, yang akan menimbulkan biaya kebangkrutan. Adanya biaya kebangkrutan merupakan indikator ketidaksempurnaan pasar, yang akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

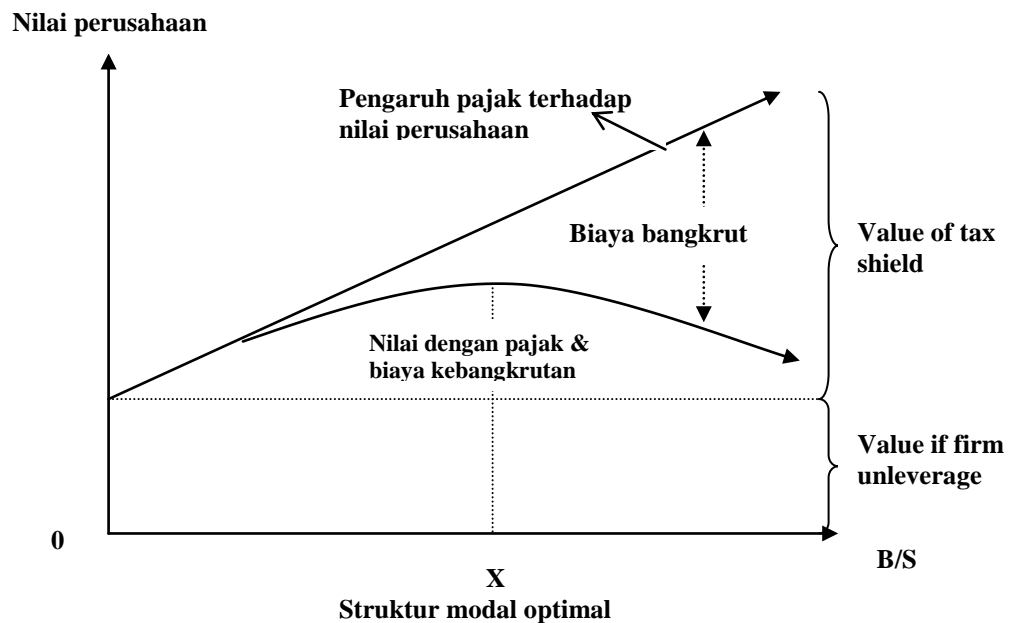
Apabila ada kemungkinan terjadi kebangkrutan dan biaya kebangkrutan cukup besar, maka perusahaan yang menggunakan utang mungkin kurang menarik bagi investor. Hal ini disebabkan perusahaan yang menggunakan utang kemungkinan bangkrutnya lebih besar daripada perusahaan yang tidak menggunakan utang. Kalau terjadi kebangkrutan pemegang saham akan menerima pembayaran yang lebih kecil dibandingkan jika tidak terjadi kebangkrutan. Konsekwensinya tingkat pengembalian yang diharapkan pemegang saham akan lebih tinggi apabila perusahaan menggunakan utang yang semakin besar.

Hubungan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan penggunaan utang atau leverage (B/S), dapat digambarkan seperti pada grafik berikut ini.



PAJAK DAN BIAYA KEBANGKRUTAN

Pengaruh bersama pajak dan biaya kebangkrutan terhadap nilai perusahaan dapat digambarkan pada grafik berikut ini.



Berdasarkan grafik tersebut, tampak bahwa jika ada pajak dan biaya kebangkrutan, semakin banyak jumlah utang dibandingkan dengan modal sendiri (B/S), pada mulanya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena pengaruh pajak yang berdampak meningkatkan nilai perusahaan lebih besar daripada pengaruh biaya kebangkrutan yang berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Namun demikian jika penggunaan utang dibandingkan dengan modal sendiri melampaui titik tertentu (X), penggunaan utang yang semakin besar dibandingkan modal sendiri akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan pengaruh pajak yang meningkatkan nilai perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan pengaruh biaya kebangkrutan yang menurunkan nilai perusahaan.

Dengan demikian jika ada pajak dan biaya kebangkrutan, maka akan terjadi struktur modal yang optimal, yaitu struktur modal (B/S) yang menghasilkan nilai perusahaan yang maksimal.