

STRATEGI PENGEMBANGAN USAHA EKONOMI KREATIF DAN USAHA KECIL MENENGAH (UKM) DI INDONESIA

Oleh:

Riswan

Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jenderal Soedirman

ABSTRACT

This article studying Growth of Business Development Creative and Small Medium Enterprises (SMEs) in Indonesian, Capital of Creative Industries and SMEs in Indonesian and Value Increased of Business and gived a Simulation Capital Increased with external capital (capital structure a business for increased the value)

Keywords : *Creative Economic, SMEs, Value Increased of business, Capital Structure*

PENDAHULUAN

Industri Kreatif dunia

UNESCO pada 2003 mengeluarkan rilis resmi mengenai definisi industri kreatif ini sebagai suatu kegiatan yang menciptakan pengetahuan, produk, dan jasa yang orisinal, berupa hasil karya sendiri.

Salah satu negara yang sangat giat menyosialisasikan ekonomi kreatif adalah Inggris. Singapura men-targetkan GDP-nya naik hingga 7% di tahun 2012 dibandingkan 3% ditahun 2009 lalu. Australia 3.3%, New Zealand 3.1%, dan Inggris 7.9%. Pemerintah Inggris bahkan menyediakan dana bantuan 6 juta poundsterling (sekitar Rp 108 miliar), untuk mendukung pengembangan industri kreatif di berbagai negara berkembang.

Statistik Ekonomi Kreatif Indonesia 2012

Menurut data yang dihimpun oleh Badan Pusat Statistik Indonesia tentang Ekonomi Kreatif (Ekraf) ada beberapa poin yang bisa disorot:

1. Sektor ekonomi kreatif merupakan sector ke-7 terpenting dari 10 sektor ekonomi nasional. Di 2011, pertumbuhan *Product Domestic Bruto* (PDB) Ekraf mencapai 4.91%. Ekraf mengungguli Pengangkutan & Komunikasi; Keuangan, Real Estat & Jasa Perusahaan; Listrik Gas & Air Bersih;
2. Kontribusi PDB Ekraf terbesar dihasilkan subsektor kuliner (32,2% senilai 169,62 T), fesyen (28.1% senilai 147,6 T) dan kerajinan (15,1% senilai 79,4 T);
3. PDB nominal Ekraf selalu mengalami trend yang meningkat, di tahun 2011 mencapai 526 T, naik 0.16% dibanding 2010 yang mencapai 472.8 T;
4. Tenaga kerja sektor Ekraf juga otomatis permintaannya meningkat di 2011 hingga mencapai 11,51 juta orang, naik 4,91% dari 2010 yang hanya 11,49%;
5. Kontribusi tenaga kerja terbesar diserap subsector Fesyen (32,4% senilai 3,73 jt orang), kuliner (32,1% senilai 3,7 jt orang), dan kerajinan (25,6% senilai 2,95 jt orang).

www.indonesiakreatif.net

Pertumbuhan Industri Kreatif Dan Ukm Di Indonesia

Pertumbuhan industri kreatif di Indonesia dikenal sejak kasus moneter melanda sejumlah negara di Asia Tenggara. Industri kreatif pun tumbuh bak jamur dimusim hujan. Akan tetapi pemahaman masyarakat tentang industri kreatif masih sangat minim. Bahkan masyarakat belum mengetahui persis apakah yang dimaksud industri kreatif ini? Bagaimana pertumbuhannya? Apa kontribusi industri kreatif dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia?

Bahkan masih banyak pertanyaan tentang industri kreatif, yang kemudian menjadi pekerjaan rumah bagi pemerintah dan bagi instansi terkait untuk segera menyelesaikan problema tersebut. Tapi, pertanyaan pun muncul seketika, apakah pemerintah mampu melakukan suatu upaya pengembangan industri kreatif sebagai solusi menjawab problema ekonomi bangsa yang terpuruk?

Dari hasil riset Departemen Perdagangan RI telah mencatat 14 bidang industri kreatif, diantaranya : (1) Jasa Periklanan, (2) Arsitektur, (3) Pasar Seni dan Barang Antik, (4) Kerajinan, (5) Desain, (6) Fashion, (7) Video, Film, dan Fotografi, (8) Permainan Interaktif, (9) Music, (10) Seni Pertunjukan, (11) Penerbitan dan Percetakan, (12) Layanan Komputer dan Piranti Lunak, (13) Televisi dan Radio, dan (14) Riset dan Pengembangan.

14 bidang industri kreatif tersebut bukanlah harga mati, bahwa tidak menutup kemungkinan akan bertambah bidang industri kreatif baru, seperti bank sampah dan lainnya. Artinya, kontribusi industri kreatif ini apabila dilihat dari beberapa sudut pandang, yaitu berdasarkan nilai Produk Domestik Bruto (PDB), berdasarkan Ketenagakerjaan, dan berdasarkan Aktivitas Perusahaan.

Menangkap peluang bisnis dari industri kreatif memang sungguh menjanjikan. Pasalnya, dari nilai Produk Domestik Bruto, industri kreatif Indonesia memberikan kontribusi rata-rata sebesar 4,74% terhadap perekonomian Indonesia pada periode tahun 2002 – 2006. Angka tersebut tidak jauh berbeda apabila dibandingkan dengan negara tetangga Singapura (2,80%).

Dari aspek ketenagakerjaan, rata-rata tiga terbesar jumlah tenaga kerja sektoral masih diduduki oleh sektor pertanian, peternakan, kehutanan, dan perikanan (41,039 Juta), sektor perdagangan, hotel, dan restoran (18,374 Juta), dan sektor jasa kemasyarakatan (9,87 Juta). Industri kreatif menempati peringkat ke-7 dari 10 lapangan usaha utama dengan rata-rata jumlah tenaga kerja selama periode 2002 – 2006 sebanyak 3,7 Juta (3,97%) dari total 93,3 Juta tenaga kerja Indonesia. Dibandingkan dengan Negara tetangga seperti Taiwan (3,56%), Singapura (3,4%), dan Selandia Baru (3,6%).

www.indonesiakreatif.net

Permodalan Industri Kreatif Dan Ukm Di Indonesia

Dukungan finansial diberikan kepada UKM yang berada di sentra bisnis berupa Modal Awal Padanan (MAP) yang disalurkan melalui koperasi Simpan Pinjam (KSP) dan Unit Simpan Pinjam (USP), Lembaga Keuangan Mikro (LKM), Inkubator bisnis, lembaga penjaminan dan modal ventura. Sementara itu kepada LPB/BDS-P juga diberikan dukungan finansial berupa modal awal, dan sarana dan prasarana sebagai penunjang dalam menjalankan aktivitasnya. Untuk melihat sejauh mana peran dan dampak dukungan finansial dan non finansial dalam pengembangan sentra bisnis UKM maka dilakukan pengkajian ini. Fokus dari kajian ini meliputi tiga pelaku utama yaitu UKM, KSP/USP sebagai penyalur dana MAP dan LPB/BDS-P.

Dalam pengembangan usaha UKM kebanyakan dihadapkan dengan masalah permodalan. Kemampuan UKM untuk mengakses sumber pembiayaan perbankan selalu terbentur pada persyaratan teknis Perbankan. Sebenarnya terdapat alternatif sumber

pembiayaan lain yang bisa dikembangkan untuk mem-beck-up UKM yaitu lembaga keuangan non bank seperti modal ventura dan lembaga penjamin kredit. Perusahaan modal ventura dapat dibedakan menjadi tiga :

1. Perusahaan privat
2. Perusahaan publik
3. Perusahaan afiliasi bank (Martono: 2002 dalam Wongsonegoro 2004).

Pada sisi lain, Lembaga Penjamin Kredit diperlukan untuk pengambilalihan resiko kegagalan UKM sebagai pihak terjamin sehingga kewajiban kepada kreditur sebagai penerima jaminan dapat diselesaikan sesuai dengan jadwal yang diperjanjikan (Lintang : 2003). LPK ini telah didirikan sejak tahun 1971 c.q. Ditjen Koperasi dengan membentuk Lembaga Jaminan Kredit Koperasi (LJKK) dan lembaga ini akan melakukan penjaminan bagi UKM yang tidak bisa memenuhi persyaratan agunan namun aspek 4C terpenuhi. Dalam perkembangannya pemerintah melalui PP No. 51/1981 membentuk Perum PKK, kemudian melalui PP Nomor 95/2000 Perum PKK lalu dirubah menjadi Perum Sarana. Kementerian Koperasi dan UKM terus mendorong terbentuknya LPK daerah dengan mengeluarkan keputusan bersama Menteri Dalam Negeri dan Otonomi Daerah No. 04/Kep/M/V/2001 dan No. 518-162/2001 tanggal 29 Mei 2001 tentang pembentukan Lembaga Penjamin Kredit bagi Koperasi, Lembaga Keuangan Mikro Non Bank dan UKM di daerah. Selain yang disebutkan diatas, terdapat banyak LKBN yang ada baik dikembangkan pemerintah, swasta/LSM maupun BUMN seperti model dana Bergulir, pola kemitraan, dan berbagai pinjaman lunak lainnya. Tentunya keberadaan lembaga penjamin kredit diharapkan mampu mengatasi masalah pembiayaan UKM yang tidak memiliki agunan.

<http://www.depkop.go.id>

Usaha Peningkatan Nilai Usaha

Dalam usaha peningkatan modal usaha industry kreatif dan UKM disamping menggunakan modal sendiri dapat digunakan modal asing yang berupa pinjaman dari lembaga keuangan mikro, Kredit Usaha Rakyat (KUR), dana bergulir dari pemerintah yang semula adalah merupakan kredit lunak dengan bunga yang relatif rendah.

Analisa Struktur Modal (Suad Hasnan, 2002)

Analisis bisa dilakukan dengan melihat pada nilai perusahaan atau harga saham. Analisis yang sama juga bisa dilakukan dengan melihat biaya modal perusahaan. Apabila tujuan kita adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka tujuan ini analog dengan menurunkan biaya modal.

Sesuai dengan asumsi dan definisi diatas, maka kita bisa merumuskan biaya modal dari masing-masing sumber dana sebagai berikut :

Biaya modal sendiri (diberi notasi k_e) dirumuskan sebagai,

$$S = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E}{(1 + k_e)^t} \quad \dots (1)$$

Dalam hal ini S adalah nilai pasar modal sendiri, E adalah laba per lembar saham (atau laba yang tersedia bagi pemilik perusahaan). Perhatikan karena seluruh laba ini dibagikan kepada pemilik perusahaan, maka dividen per lembar saham sama dengan laba per lembar saham. Sedangkan k_e adalah biaya modal sendiri (*cost of equity*). Biaya ini menunjukkan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri atas dana yang mereka serahkan ke perusahaan. Karena $n = \infty$, maka persamaan (1) tersebut bisa dituliskan menjadi,

$$k_e = \frac{E}{S} \quad \dots (2)$$

Sedangkan bagi kreditur, biaya modal yang mereka syaratkan (disebut sebagai *cost of debt* atau biaya hutang) adalah:

$$k_d = \frac{F}{B} \quad \dots (3)$$

Dalam hal ini k_d adalah biaya hutang, B adalah nilai hutang, dan F adalah bunga hutang yang dibayarkan oleh perusahaan (atau diterima oleh kreditur). Munculnya persamaan (3) tersebut adalah karena hutang bersifat permanen, sehingga $n = \infty$.

Dengan demikian, biaya modal perusahaan (yang tidak lain merupakan biaya modal rata-rata tertimbang) bisa dihitung dengan:

$$k_o = k_e \left(\frac{S}{B+S} \right) + \left(\frac{B}{B+S} \right) \quad \dots (4)$$

Biaya modal perusahaan juga bisa dihitung dengan:

$$k_o = \frac{o}{v} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Nilai Perusahaan}} \quad \dots (5)$$

Dalam hal ini Nilai Perusahaan = $V = B + S$

Perhatikan bahwa apabila nilai perusahaan meningkat maka ini berarti biaya modal perusahaan menurun.

a. Pendekatan Tradisional

Mereka yang menganut pendekatan tradisional berpendapat bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan (atau biaya modal perusahaan)

bisa dirubah dengan cara merubah struktur modalnya (yaitu B/S). Pendapat ini dominan sampai dengan awal tahun 1950-an. Ilustrasi ini menunjukkan pemikiran mereka.

Misalkan PT. A mempunyai 100% modal sendiri, dan diharapkan memperoleh laba bersih setiap tahunnya sebesar Rp. 10 juta. Kalau tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri ($=k_e$) adalah 20%, maka nilai perusahaan dan biaya modal perusahaan bisa dihitung sebagai berikut (Suad Hasnan, 2002):

O	Laba bersih operasi	<u>Rp. 10 juta</u>
F	Bunga	-
E	Laba tersedia untuk pemilik saham	Rp. 10 juta
k_e	Biaya modal sendiri	0,20
S	Nilai modal sendiri	Rp. 50 juta
B	Nilai pasar hutang	-
V	Nilai perusahaan	Rp. 50 juta
k_o	Biaya modal perusahaan	
	$= 0,20 (50/50) + 0 (0/50)$	0,20

biaya modal perusahaan juga bisa dihitung dengan rumus (.5), yaitu :
 $k_o = 10 \text{ juta} / 50 \text{ jta} = 0,20$

Sekarang misalkan PT. A akan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang. Biaya hutang ($=k_d$), atau tingkat keuntungan yang diminta oleh kreditur, misalnya 16%. Untuk menggunakan hutang tersebut perusahaan harus membayar bunga setiap tahunnya sebesar Rp. 4 juta. Dengan menggunakan hutang perusahaan menjadi lebih beresiko, dan karenanya biaya modal sendiri (k_e) naik menjadi, misalnya 22%. Kalau laba operasi bersih tidak berubah, maka jadi keadaan perusahaan menjadi lebih setelah perusahaan menggunakan hutang karena nilai perusahaan meningkat (atau biaya modal perusahaan menurun). Kalau misalkan sebelum perusahaan menggunakan hutang perusahaan mempunyai hutang perusahaan mempunyai jumlah lembar saham sebanyak 1.000 lembar, maka harga sahamnya adalah Rp. 50.000 per lembar. setelah perusahaan mengganti sebagian saham dengan hutang (yang diganti adalah sebesar Rp. 25 juta atau 500 lembar saham), maka nilai sahamnya naik menjadi Rp. 27,27 juta/500 = Rp. 54.540. (Suad Husnan, 2012).

b. Pendekatan Modigliani dan Miller

Dalam artikel mereka, dua orang ekonom Modigliani dan Miller (selanjutnya disingkat MM) menunjukan bahwa pendapat pendekatan tradisional adalah tidak benar. Mereka menunjukkan kemungkinan munculnya proses *arbitrage* yang akan membuat harga saham (atau nilai perusahaan) yang tidak menggunakan hutang maupun yang menggunakan hutang, akhirnya sama. (Modigliani dan Miller, 1958).

Proses *arbitrage* muncul karena investor selalu lebih menyukai investasi yang memerlukan dana yang lebih sedikit tetapi memberikan penghasilan bersih yang sama dengan resiko yang sama pula. Dalam contoh diatas, pemodal bisa memperoleh keuntungan yang sama tetapi dengan investasi yang lebih kecil, apabila memiliki PT. A yang tidak memiliki hutang.

Misalkan Arief memiliki 20% saham PT. A yang menggunakan hutang. Dengan demikian maka nilai kekayaannya adalah sebesar $0,20 \times \text{Rp. } 27,27 \text{ juta} = \text{Rp. } 5,45 \text{ juta}$.

Sekarang misalkan terdapat PT. B yang identik dengan PT. A yang tidak mempunyai hutang. Untuk itu proses *arbitrage* akan dilakukan sebagai berikut :

1. Jual saham PT. A memperoleh dana sebesar Rp. 5,45 juta;
2. Pinjam sebesar Rp. 5,00 juta. Nilai pinjaman ini adalah sebesar 0% dari nilai hutang PT.A;
3. Beli 20% saham PT. B (yaitu perusahaan yang identik dengan PT. A pada waktu tidak mempunyai hutang), senilai $0,20 \times \text{Rp. } 50 \text{ juta} = \text{Rp. } 10 \text{ juta}$;
4. Dengan demikian Arief dapat menghemat investasi senilai Rp. 0,45 juta.

Pada waktu Arief masih memiliki 20% saham PT. A yang menggunakan hutang, ia mengharapkan untuk memperoleh keuntungan sebesar :

$$0,20 \times \text{Rp. } 6,00 \text{ juta} = \text{Rp. } 1,20 \text{ juta}$$

Pada waktu Arief masih memiliki 20% saham PT. B dan mempunyai hutang sebesar Rp. 10 juta, maka keuntungan yang diharapkan adalah :

- | | |
|--|------------------------|
| 1. Keuntungan dari saham PT. B = $0,20 \times \text{Rp. } 10 \text{ juta}$ | = Rp. 2,00 juta |
| 2. Bunga yang dibayar = $0,16 \times \text{Rp. } 5,0 \text{ juta}$ | = <u>Rp. 0,80 juta</u> |
| Keuntungan bersih | = Rp. 1,20 juta |

Hal ini berarti Arief dapat mengharapkan untuk memperoleh keuntungan yang sama (yaitu Rp. 1,0 juta), menanggung resiko yang sama (karena hutang yang ditanggung sama), tetapi dengan investasi yang lebih kecil sebesar Rp. 0,45 juta. Apabila hal ini disadari oleh semua pemodal, maka mereka akan meniru apa yang dilakukan oleh Arief).

Sebenarnya kalau kita amati proses penggantian modal sendiri dengan hutang yang dilakukan oleh PT. A, segera bisa kita jumpai adanya kejanggalan. Di atas disebutkan bahwa PT. A mengganti modal sendiri dengan hutang sebesar Rp. 25 juta. Kalau semula nilai modal sendirinya adalah Rp. 50 juta, maka setelah diganti dengan hutang sebesar Rp. 25 juta, nilainya tentu tinggal Rp. 25 juta. Tidak kalau menjadi Rp. 27,27 juta. Kalau nilai modal sendiri menjadi Rp. 25 juta, maka mestinya biaya modal sendiri setelah menggunakan hutang menjadi : $k_e = E/S = \text{Rp. } 6 \text{ juta}/\text{Rp. } 25 \text{ juta} = 24 \%$.

Dengan $k_d = 16\%$, maka biaya modal perusahaan setelah menggunakan hutang adalah: $k_o = 24\% (25/50) + 16\% (25/50) = 20\%$.

Ini berarti bahwa biaya modal perusahaan (atau nilai perusahaan) tidak berubah, baik perusahaan menggunakan hutang atau tidak. Karena pada pendekatan tradisional diasumsikan biaya modal sendiri meningkat tetapi hanya menjadi 22%, maka perusahaan yang menggunakan hutang menjadi lebih tinggi nilainya dari perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, MM merumuskan bahwa biaya modal sendiri akan berperilaku sebagai berikut :

$$k_e = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) (B/S) \quad \dots (.6)$$

Dalam hal ini k_{eu} adalah biaya modal sendiri pada saat perusahaan tidak menggunakan hutang. Dalam contoh PT. A, ini berarti :

$$k_e \text{ (setelah menggunakan hutang)} = 20\% + (20\% - 16\%) (25/25) = 24\%$$

Kita memperoleh angka yang sama dengan cara perhitungan diatas.

Perhatikan bahwa hutang selalu lebih kecil dari biaya modal sendiri. Hal ini disebabkan karena pemilik modal sendiri menanggung resiko yang lebih besar dari pemberi kredit dan kita berada dalam pasar modal yang sangat kompetitif. Hal ini disebabkan oleh (1) penghasilan yang diterima oleh pemilik modal sendiri bersifat lebih tidak pasti dibandingkan dengan pemberi kredit, dan (2) dalam peristiwa likuidasi pemilik modal sendiri akan menerima bagian paling akhir setelah kredit-kredit dilunasi. Dalam keadaan perusahaan memperoleh hutang dari pasar modal kompetitif, $k_d < k_e$. Jadi tidaklah

benar apabila perusahaan menghimpun dana dalam bentuk *equity*, perusahaan kemudian berhasil menghimpun dana murah. Semua sumber pendanaan mempunyai biaya, dan untuk modal sendiri justru biayanya lebih mahal dibandingkan dengan dana pinjaman.

Dengan demikian MM menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan perusahaan pendanaan (*financing decisions*) menjadi tidak relevan. Artinya penggunaan hutang atau modal sendiri akan memberi dampak yang sama bagi kemakmuran pemilik perusahaan.

c. Pasar Modal Sempurna dan Ada Pajak

Dalam keadaan ada pajak, MM berpendapat bahwa keputusan pendanaan menjadi relevan. Hal ini disebabkan oleh karena pada umumnya bunga yang dibayarkan (karena menggunakan hutang) bisa digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak (bersifat *tax deductible*). Dengan kata lain, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama, tetapi yang satu menggunakan hutang (dan membayar bunga) sedangkan satunya tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka tentunya nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Sekilas mungkin nampak agak sulit dimengerti, tetapi marilah kita perhatikan contoh berikut ini :

	<u>PT. D</u>	<u>PT. E</u>
Laba operasi	Rp. 10,00 juta	Rp. 10,00 juta
Bunga		Rp. 4,00 juta
Laba sebelum pajak	Rp. 10,00 juta	Rp. 6,00 juta
Pajak (misal 25%)	Rp. 2,50 juta	Rp. 1,50 juta
Laba setelah pajak	Rp. 7,50 juta	Rp. 4,50 juta

Dari contoh diatas terlihat bahwa PT. E (yang menggunakan hutang dan membayar bunga) membayar pajak lebih kecil. PT. E membayar pajak Rp 1 juta lebih kecil dari PT. D. Pertanyaan yang timbul adalah, apakah penghematan pajak merupakan manfaat? jawabannya adalah “ya”. Masalahnya kemudian bagaimana menghitung besarnya manfaat tersebut.

Kalau dipergunakan asumsi hutang bersifat permanen, maka PT. E akan memperoleh manfaat yang berupa penghematan pajak sebesar Rp. 1 juta setiap tahun selamanya. Berapa nilai manfaat ini? Nilai penghematan pajak dapat dihitung dengan cara sebagai berikut :

$$PV \text{ penghematan pajak} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rp1 \text{ juta}}{(1+r)^t} \dots (.7)$$

Dalam hal ini PV adalah *present value* dan r adalah tingkat bunga yang dianggap relevan. Karena penghematan tersebut diperoleh menggunakan hutang. Maka tingkat bunga (= r) yang dianggap relevan bisa diganti dengan biaya hutang (= k_d). Karena $n = \infty$, maka persamaan (.7) tersebut bisa dituliskan menjadi $PV = \text{Penghematan pajak} = Rp.1 \text{ juta} / k_d$

Karena itu MM berpendapat bahwa nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar daripada nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Selisihnya

adalah sebesar *present value* penghematan pajak. Secara formal bisa dinyatakan sebagai berikut :

$$V_L = V_u + PV \text{ penghematan pajak} \quad \dots (.8)$$

Dalam hal ini V_L adalah nilai perusahaan yang menggunakan hutang, dan V_u adalah nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Karena itu kalau misalkan k_{eu} (PT. D yang tidak menggunakan hutang) adalah 20%, dan $k_d = 16\%$, maka nilai PT. E bisa dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} V_u &= \text{Rp. } 7,50 \text{ juta} / 0,20 \\ &= \text{Rp. } 37,50 \text{ juta} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Penghematan pajak} &= \text{Rp. } 1 \text{ jta} / 0,16 \\ &= \text{Rp. } 6,25 \text{ juta} \end{aligned}$$

Dengan demikian maka :

$$V_L = \text{Rp. } 37,5 \text{ juta} + \text{Rp. } 6,25 \text{ jta} = \text{Rp. } 43,75 \text{ juta}$$

Perhatikan bahwa laba yang tersedia untuk pemilik modal sendiri bagi PT. D adalah Rp. 7,50 juta. Dengan demikian modal sendiri (= S) PT. D adalah Rp. 37,50 juta, dan karena PT. D tidak menggunakan hutang maka berarti nilai perusahaan (= V) adalah juga Rp. 37,50 juta.

Apabila k_d sebesar 0,16 dan bunga yang dibayar per tahun adalah Rp. 4,00 juta, maka nilai B = Rp. 4,00/0,16 = Rp. 25,00 juta. Dari perhitungan diatas diketahui bahwa V_L adalah Rp. 43,75 juta. Dengan demikian maka nilai S = Rp. 43,75 – Rp.25,00 = Rp. 18,75 juta. Karena laba yang tersedia bagi pemilik perusahaan adalah Rp. 4,50 juta setiap tahunnya, maka $k_e = 4,5/18,75 = 0,24$

$$\text{Untuk } k_o = k_e(S/V_0 + k_d(1-t)(B/V))$$

Dalam hitungan tersebut k_d disesuaikan dengan pajak yaitu dinyatakan sebagai $k_d(1-t)$ karena pembayaran bunga dapat dipergunakan sebagai pengurang beban pajak. Dalam contoh diatas PT. E membayar bunga Rp. 4,00 juta, tetapi sebagai akibatnya dapat mengurangi pembayaran pajak sebesar Rp. 1,00 juta. Karena itu biaya netonya hanyalah Rp. 3,00 juta. Dengan hutang sebesar Rp. 25 juta, maka biaya hutang setelah pajak adalah $3/25 = 0,12$. Angka yang sama dapat diperoleh kalau kita nyatakan biaya hutang setelah pajak = $k_d = k_d(1-t)$. Dalam contoh kita $k_d = 0,16(1-0,25) = 0,12$

Biaya modal rata-rata tertimbang untuk contoh kita adalah :

$$\begin{aligned} k_o &= 0,24(18,75/43,75) + 0,16(1 - 0,25)(25/43,75) \\ &= 0,1714 \end{aligned}$$

Pendapat MM yang menunjukkan bahwa perusahaan akan bisa meningkatkan nilainya kalau menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan pajak) tentu mengundang kritik dan keberatan dari para praktisi. Meskipun demikian kita akan melihat nanti bahwa keberatan tersebut salah satunya disebabkan oleh asumsi yang dipergunakan oleh MM dalam analisis mereka.

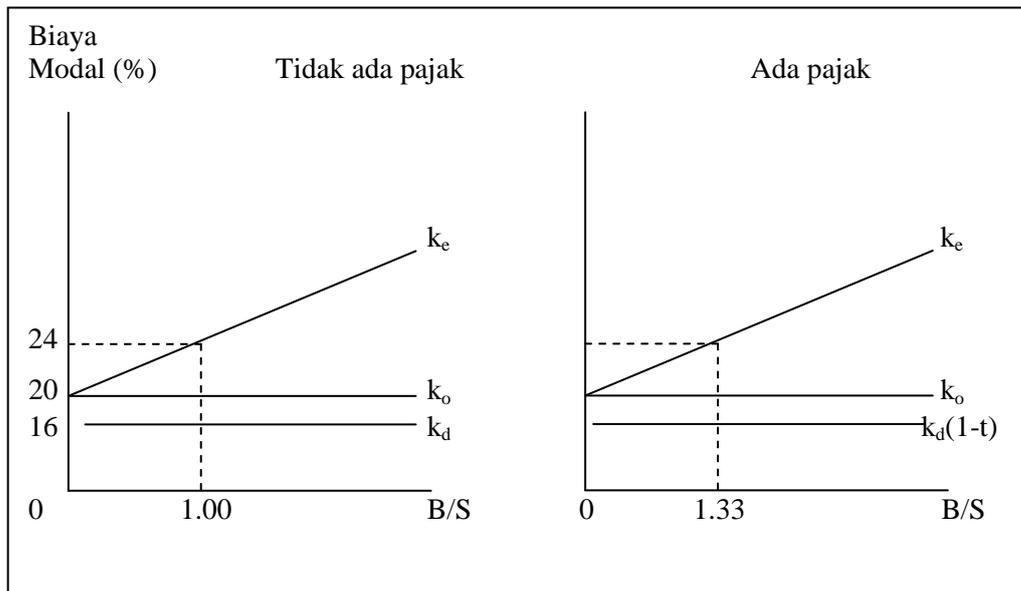
Asumsi pasar modal sempurna menyiratkan bahwa biaya modal sendiri ($=k_e$) akan mengikuti rumus :

$$k_e = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) (B/S) (1 - t) \quad \dots (.9)$$

Dalam contoh yang kita gunakan, ini berarti bahwa k_e PT. E adalah :

$$k_e = 20\% + (20\% - 16\%) (25/18,75) (1 - 0,25)$$

Kalau kita gambarkan pendapat MM, baik dalam keadaan tidak ada maupun ada pajak, mengenai perilaku biaya modal (baik biaya modal sendiri, biaya hutang, maupun biaya modal perusahaan), akan nampak seperti pada gambar berikut ini:



Dalam keadaan tidak ada pajak, maka biaya modal perusahaan ($=k_o$) akan konstan, berapapun komposisi hutang yang digunakan. Dalam keadaan pajak, k_o akan makin menurun dengan makin besarnya komposisi hutang yang dipergunakan, turun mendekati biaya hutang setelah pajak. Biaya modal sendiri meningkat secara linear, meskipun slope-nya berbeda antara keadaan tidak ada pajak dengan keadaan ada pajak. Biaya hutang diasumsikan konstan, berapapun proporsi hutang yang dipergunakan. (Suad Hasnan, 2002).

d. Mengapa Tidak Menggunakan *Extreme Leverage*?

Penjelasan diatas menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan menguntungkan karena sifat *tax deductibility of interest payment*. Apabila diperhatikan adanya ketidaksempurnaan pasar modal maka pemilik perusahaan (pemegang saham) mungkin keberatan untuk menggunakan *leverage* yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan. Apabila pasar modal tidak sempurna, salah satu kemungkinan adalah munculnya biaya kebangkrutan yang cukup tinggi. Biaya kebangkrutan terdiri antara lain dari legal fee (yaitu biaya yang harus dibayar kepada para ahli hukum untuk menyelesaikan claim), dan distress price (kekayaan perusahaan terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan dinyatakan bangkrut). Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan, dan semakin besar biaya kebangkrutannya semakin tidak menarik penggunaan hutang.

Dalam keadaan hutang diintrodusir adanya biaya kebangkrutan, biaya modal sendiri akan naik dengan tingkat yang makin cepat, tidak lagi mengikuti persamaan (.9). Sebagai misal, sesuai dengan persamaan (.9) biaya modal sendiri akan menjadi 24% pada saat $B/S = 1,33$. Apabila biaya kebangkrutan dipertimbangkan, maka terjadi biaya modal sendiri akan lebih besar dari 24%. Sebagai akibatnya, penggunaan hutang yang besar, meskipun memperoleh manfaat dari penghematan pajak, akhirnya akan di-*penalty* oleh kenaikan biaya modal sendiri yang terlalu tajam, sehingga dampaknya akhirnya menaikkan k_o .

Misalkan perusahaan akan menggunakan $B/S = 2,00$. Anggaplah bahwa biaya modal sendiri masih mengikuti persamaan (.9). Dengan demikian maka:

$$\begin{aligned} k_e &= 20\% + (20\% - 16\%) (2,00) - (1 - 0,25) \\ &= 26\% \end{aligned}$$

Apabila k_d tidak berubah, maka biaya modal perusahaan akan sebesar:

$$\begin{aligned} k_o &= 16\% (1 - 0,25) (2/3) + 26\% (1/3) \\ &= 16,67\% \end{aligned}$$

Dalam keadaan pasar modal sempurna, sehingga perilaku biaya modal sendiri akan mengikuti persamaan (.9), dan ada pajak, maka biaya modal rata-rata yang makin rendahlah yang diharapkan apabila perusahaan menggunakan hutang yang makin besar. Masalahnya adalah pada saat mulai dipertimbangkan biaya kebangkrutan, k_e mungkin tidak lagi mengikuti persamaan (.9).

$$\begin{aligned} k_o &= 16\% (1 - 0,25) (2/3) + 30\% (1/3) \\ &= 18,00\% \end{aligned}$$

Ini berarti bahwa biaya modal rata-rata lebih besar apabila dibandingkan dengan sewaktu $B/S = 1,33$. Artinya, struktur modal menggunakan hutang sampai dua kali lipat modal sendiri (yaitu $B/S = 2$) dinilai lebih jelek daripada apabila B/S hanya sebesar 1,33.

Keberatan juga mungkin diajukan oleh pemberi kredit. Apabila perusahaan berbentuk Perseroaan Terbatas dan pemilik melakukan diversifikasi usaha, maka ada kecenderungan untuk menggunakan hutang sebesar-besarnya. Hal ini dikarenakan penggunaan hutang yang tinggi akan menggeser resiko ke kreditur. Untuk lebih jelasnya perhatikan contoh berikut ini.

Misalkan ada seorang pemodal yang memiliki dana sebesar Rp. 1.000 juta. Ia bisa membentuk perusahaan yang berbentuk PT, dan perusahaan tersebut memerlukan dana Rp. 1.000 juta untuk investasinya. Seandainya ia menanamkan seluruh dananya pada perusahaannya, maka PT tersebut akan terdiri dari 100% modal sendiri. Misalkan ia juga bisa membentuk PT tersebut dengan hanya menyetorkan dana sebesar Rp. 100 juta sedangkan sisanya yang Rp. 900 juta dibiayai oleh kreditur. Dengan kata lain rasio hutang terhadap modal sendiri adalah 900%.

Sekarang misalkan investasi yang ia lakukan ternyata salah. Sebagai akibatnya nilai perusahaannya merosot menjadi hanya Rp. 600 juta (yaitu nilai yang terbentuk seandainya perusahaan tersebut dijual). Seandainya perusahaan tadi mempunyai 100% modal sendiri, maka kerugian yang ditanggung adalah Rp. 400 juta. Seandainya perusahaan tadi menggunakan hutang senilai Rp. 900 juta, maka kerugian yang ia tanggung hanya Rp. 100 juta (yaitu maksimum sebesar modal sendiri yang ia gunakan). Yang Rp. 300 juta ditanggung oleh kreditur. Karena itu kreditur akan enggan untuk memberikan kredit yang terlalu besar, kecuali diberikan jaminan tambahan.

Sebagai akibat dari pertimbangan tersebut, kita mungkin melihat jarang perusahaan yang menggunakan *leverage* yang ekstrim. Hal tersebut dikarenakan kreditur enggan untuk memberikan kredit yang terlalu besar. (Suad Husnan, 2002).

DAFTAR PUSTAKA

Modigliani, F. and Miller, MH. 1958. "*The Cost of Capital, Corporation Financial and The Theory of Investment, American Economic Review*". June.

Meyers, S.C. 1974. "*The Capital Structure Puzzle*" *Journal of Finance*, 39 July

Pudji Astuti, E dan Husnan S, 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*

Situs :

www.indonesiakreatif.net

<http://www.depkop.go.id>