

**ANALISIS STRUKTUR MODAL TERHADAP WACC DAN ANALISIS WACC
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(Studi Kasus pada Perusahaan Rokok Yang Terdaftar DI BEI Periode 2009-2013)**

Hari Sulistiyo

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Singaperbangsa Karawang
Jl. Ronggowaluyo Telukjambe Timur Karawang

ABSTRACT

Cost of capital is very important for a company in their business especially to analyze cost of capital to the rate of investment's return. The higher the investor's demands for the share, the higher the share's price. The objective of this study is to examine empirically if capital structure has a positive effect to the firm's value and if cost of capital has a negative effect to the firm's value. Capital structure is represented by long-term debt to equity ratio, cost of capital is represented by weighted-average cost of capital (WACC), and firm's value is represented by average stock price.

Samples used in this research are 3 manufacture companies which are listed in Indonesian Stock Exchange period 2009-2013. Analytical method which is used to test the influence of capital structure and Cost of Capital (in this case, WACC) against value of companies is simple regression analysis.

The result of this research shows that capital structure has positive effect to the firm's value. That shows if higher the value of capital structure it will make the higher firm's value. Besides that, this research also shows that cost of capital has no negative effect to the firm's value. It's caused by global crisis in 2008 that makes liability and stock price unstable.

Keywords: Capital structure, cost of capital, firm's value, long term debt to equity ratio, weighted-average cost of capital, average stock price.

A. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris.

Teori-teori keuangan di bidang keuangan perusahaan memiliki satu fokus: bagaimana memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik perusahaan? Tujuan normatif ini dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai perusahaan dengan asumsi bahwa pemegang saham akan lebih makmur jika saham perusahaan naik. Memaksimalkan nilai pasar saham sama dengan memaksimalkan harga pasar. Hal ini dapat dijelaskan secara sederhana sebagai berikut: Nilai perusahaan ($V = \text{Value}$) adalah utang ($D = \text{Debt}$) ditambah modal sendiri ($E = \text{Equity}$), Atmaja (2008:4). Jika utang diasumsikan tetap, nilai perusahaan

naik maka modal sendiri akan naik. Naiknya modal sendiri akan meningkatkan harga per lembar saham.

Cost of capital atau biaya modal, sangat penting dalam pembelajaran perusahaan terutama untuk menganalisis biaya modal terhadap nilai perusahaan. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui apakah analisis cost of capital relevan untuk menentukan nilai saham dan apakah struktur modal dapat mempengaruhi biaya modal rata-rata tertimbang. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan Rokok yang terdaftar di BEI dengan periode laporan keuangan 2009-2013. Metode penelitian menggunakan survei lapangan dengan analisis deskriptif dan eksploratif.

Menurut trade off theory manajer dapat memilih rasio utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Fama, 1978:12). Fama (1978:12) berpendapat bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar saham. Jensen (2001:156) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya dengan nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua sumber keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Nilai pasar perusahaan merupakan nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang. Dengan demikian, penambahan dari jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian terdahulu, ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya: keputusan pendanaan, kebijakan deviden, keputusan investasi, struktur modal, biaya ekuitas (cost of equity).

Konsep biaya modal dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan modal masing-masing sumber dana untuk kemudian menentukan biaya modal rata-rata atau biasa disebut biaya modal rata-rata tertimbang atau weighted average cost of capital (WACC). Fluktuasi perkembangan rata-rata DER, WACC dan nilai saham perusahaan dalam beberapa penelitian menunjukkan adanya fluktuasi, hal tersebut menunjukkan adanya fenomena gap. Berdasarkan adanya fenomena gap yang menunjukkan adanya inkonsistensi pengaruh variabel debt to equity ratio (DER), WACC, terhadap nilai saham perusahaan. maka dalam penelitian ini rumusan masalah penelitian yang di ajukan adalah sebagai berikut:

1. Bagaimanakah struktur modal pada Perusahaan Rokok yang diteliti?
2. Bagaimanakah WACC pada Perusahaan Rokok yang diteliti?

3. Bagaimanakah pengaruh DER perusahaan terhadap WACC Perusahaan Rokok yang diteliti?
4. Bagaimanakah pengaruh WACC perusahaan terhadap nilai saham Perusahaan Rokok yang diteliti?

B. KERANGKA TEORI

Nilai Perusahaan

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978; Wright dan Ferris, 1997). Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan fair price yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat tercermin lewat harga saham perusahaan tersebut di pasar modal. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang stabil, yang dalam jangka panjang mengalami kenaikan, semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan (Sudana, 2009:7).

DER (Debt Equity Ratio)

Debt to Equity Ratio merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total modal dengan total aktiva (Kasmir, 2014:166). Rasio utang (debt to equity ratio) menunjukkan beberapa banyak utang yang digunakan membiayai aset-aset perusahaan. Sedangkan Rasio DER menurut Andarini (2007:20) dipergunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang terhadap total shareholder's equity yang dimiliki perusahaan. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Debt to Equity Ratio (DER) menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi total kewajibannya, dimana modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. DER menunjukkan perbandingan antara beban utang dibandingkan modal sendiri. DER juga memberikan jaminan seberapa besar utang-utang perusahaan dijamin modal sendiri. dengan rasio leverage yang rendah memiliki rasio leverage yang lebih kecil.

DER adalah rasio yang menunjukkan proporsi aset perusahaan yang dibiayai oleh utang terhadap ekuitas. Harga saham cenderung akan menurun dengan semakin tingginya risiko penggunaan hutang. Selanjutnya untuk melihat sejauhmana kemampuan perusahaan

menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham yang berasal dari aset-aset yang dimiliki perusahaan digunakan profitabilitas perusahaan. Fungsi untuk menghitung DER agar dapat mengetahui perbandingan hutang dan ekuitas dalam Pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibanya.

Hal itu memiliki arti bahwa DER memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Fahlevi (2013) pada penelitiannya menemukan bahwa terdapat pengaruh DER terhadap harga saham. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Lambey (2013) bahwa tidak ada pengaruh DER terhadap harga saham.

WACC (Weighted Average Cost Of Capital)

Setelah membahas komponen modal secara individu baru menghitung biaya modal secara keseluruhan yaitu menghitung Weighted Average Cost of Capital (WACC) dengan rumus:

$$WACC = Ka = wd.Kd (1-T) + wp.Kp + Ws (Ks \text{ atau } Ke)$$

dimana

WACC= biaya modal rata-rata tertimbang

wd = persentase hutang dari modal

wp = persentase saham preferen dari modal

Ws = persentase saham biasa atau laba ditahan dari modal

Kd = biaya hutang

Kp = biaya saham preferen

Ks = biaya laba ditahan

Ke = biaya saham biasa baru

T = pajak (dalam persentase)

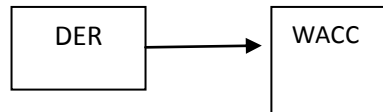
(Atmaja, 2008 : 121)

Wd, Wp, Ws didasarkan pada sasaran struktur modal (capital structure) perusahaan yang dihitung dengan nilai pasarnya (market value). Setiap perusahaan harus memiliki suatu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal sehingga dapat memaksimumkan harga saham.

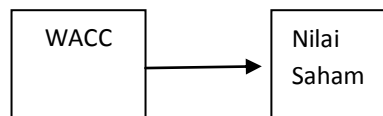
Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual merupakan sintesis dari tinjauan teori dan tinjauan penelitian terdahulu serta alasan-alasan logis. Kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:

Struktur 1



Struktur 2



C. METODE PENELITIAN

Metode

Penelitian yang dilakukan pada dasarnya adalah untuk mengembangkan teori dan pemecahan masalah melalui analisa yang sistematis. Metode penelitian menggunakan metode deskriptif komparatif yang merupakan penelitian fenomena yang menjelaskan aspek-aspek yang relevan dengan fenomena yang diamati sehingga dapat membantu penelitian dalam menjelaskan karakteristik tertentu serta dengan komparatif yaitu dengan mencari sebab-sebabnya.

Populasi dan Sampel

Penentuan populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini, tiga perusahaan rokok yang diambil sebagai sampel adalah PT.HM Sampoerna,Tbk, PT.Gudang Garam ,Tbk dan PT.Bentoel Investama,Tbk. Data yang digunakan dalam penelitian ini data laporan keuangan bermula dari tahun 2009 dan berakhir 2013. Alasan diambilnya ketiga perusahaan tersebut dikarenakan ketiganya merupakan market leader untuk industri rokok di dalam negeri. Teknik pengambilan sample dengan purposive sampling.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian dapat dilihat pada tabel Definisi Operasional Variabel berikut ini :

VARIABEL	DEFINISI	DIMENSI	SKALA
Harga Saham	Nilai buku per lembar saham menunjukkan jumlah rupiah saham yang menjadi hak setiap lembar (Munawir, 1993-85)	Harga saham perusahaan Rokok di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013	Rasio
<i>Debt to Equity Ratio</i>	<i>Debt to Equity Ratio</i> merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total modal dengan total aktiva (Kasmir, 2014:166)	$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Equity}}$ Perusahaan rokok di BEI periode 2009-2013	Rasio
<i>WACC (Weighted Average Cost of Capital)</i>	Biaya modal rata-rata tertimbang (weighted average cost of capital / WACC) yang dihitung rata-rata rasio dari penjumlahan seluruh rasio COC (Atmaja, 2008:121)	$WACC = K_a = w_d \cdot K_d (1-T) + w_p \cdot K_p + W_s (K_s \text{ atau } K_e)$ Perusahaan rokok di BEI periode 2009-2013	Rasio

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Proporsi Struktur Modal pada PT.Hanjaya Mandala Sampoerna, Tbk.

Dalam laporan Keuangan yang berasal dari data PT. H.M Sampoerna, Tbk pada tahun 2009 sampai 2013 diperoleh struktur modal pada PT. Hanjaya Mandala Sampoerna, Tbk. Hasil perhitungan debt to equity rasio PT. H.M Sampoerna, Tbk dari tahun 2009 sampai dengan 2013 dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1

Debt to Equity Rasio (DER) PT. H.M Sampoerna, Tbk
Tahun 2003 sampai dengan 2008

	2009	2010	2011	2012	2013
DER	41%	50%	47%	49%	48%

Proporsi Struktur Modal pada PT.Gudang Garam, Tbk.

Dalam laporan Keuangan yang berasal dari data PT. Gudang Garam, Tbk pada tahun 2009 sampai 2013 diperoleh struktur modal pada PT. Gudang Garam, Tbk dengan cara menghitung DER. Hasil perhitungan debt to equity rasio PT. Gudang Garam, Tbk dari tahun 2003 sampai dengan 2008 dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.2.

Debt to Equity Rasio (DER)PT. Gudang Garam, Tbk
Tahun 2009 sampai dengan 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
DER	32%	31%	37%	36%	42%

Proporsi Struktur Modal pada PT.Bentoel Investama, Tbk.

Dalam laporan Keuangan yang berasal dari data PT. Bentoel Investama, Tbk pada tahun 2009 sampai 2013 diperoleh struktur modal pada PT. Bentoel Investama, Tbk dengan cara menghitung DER. Hasil perhitungan debt to equity rasio PT. Gudang Garam, Tbk dari tahun 2003 sampai dengan 2008 dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.3.

Debt to Equity Rasio (DER) PT. Gudang Garam, Tbk
Tahun 2009 sampai dengan 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
DER	61%	57%	65%	72%	82%

Biaya Modal Rata-rata Tertimbang pada PT. HM. Sampoerna, Tbk.

Hasil perhitungan Weighted Average Cost of Capital (WACC) PT. HM. Sampoerna, Tbk dari tahun 2009 sampai dengan 2013 dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.4.
Weighted Average Cost of Capital (WACC)
PT. HM Sampoerna, Tbk
Tahun 2009 sampai dengan 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
WACC	6.0%	5.6%	4.2%	3.3%	4.5%

Biaya Modal Rata-rata Tertimbang pada PT. Gudang Garam, Tbk.

Dalam laporan keuangan yang berasal dari data perusahaan PT. Gudang Garam, Tbk pada tahun 2009 sampai 2013 hasil dari perhitungan Weighted Average Cost of Capital (WACC) PT. Gudang Garam, Tbk dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.5.
Weighted Average Cost of Capital (WACC)
PT. Gudang Garam, Tbk
Tahun 2009 sampai dengan 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
WACC	3.2%	2.7%	2.5%	2.5%	3.4%

Sumber: Data diolah SPSS

Biaya Modal Rata-rata Tertimbang pada PT. Bentoel Investama, Tbk.

Dalam laporan keuangan yang berasal dari data perusahaan PT. Gudang Garam, Tbk pada tahun 2009 sampai 2013 hasil dari perhitungan Weighted Average Cost of Capital (WACC) PT. Gudang Garam, Tbk dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.6.
Weighted Average Cost of Capital (WACC)
PT. Bentoel Investama, Tbk
Tahun 2009 sampai dengan 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
WACC	4.6%	5.1%	6.1%	5.5%	6.3%

Analisis Statistik

Deskriptif

Data diatas kemudian dilakukan analisis statistik untuk mengetahui kontribusi masing-masing variabel yang diteliti. Variabel yang diteliti adalah PT. HM Sampoerna, Tbk, PT. Gudang Garam, Tbk, dan PT. Bentoel Investama, Tbk. Adapun hasil pengolahan data analisis deskriptif adalah sebagai berikut:

Tabel.4.7.
Nilai DER,WACC dan Harga Saham PT HM Sampoerna,Tbk

TAHUN	DER	WACC	Harga Saham
2009	41%	0.060	10,400
2010	50%	0.056	28,150
2011	47%	0.042	39,000
2012	49%	0.033	59,900
2013	48%	0.045	62,400

Tabel.4.8.
Nilai DER,WACC dan Harga Saham PT Gudang Garam,Tbk

TAHUN	DER	WACC	Harga Saham
2009	32%	0.032	21,551
2010	31%	0.027	40,000
2011	37%	0.025	62,050
2012	36%	0.025	56,300
2013	42%	0.034	42,000

Sumber : Data diolah SPSS

Tabel.4.9.
Nilai DER,WACC dan Harga Saham PT Bentoel Investama,Tbk

TAHUN	DER	WACC	Harga Saham
2009	61%	0.046	650
2010	57%	0.051	800
2011	65%	0.061	790
2012	72%	0.055	580
2013	82%	0.063	570

Sumber : Data diolah SPSS

Pengaruh Proporsi Struktur Modal terhadap WACC

Pengaruh Struktur Modal (DER) terhadap bobot tertimbang rata-rata (WACC) dapat diketahui melalui pengujian statistik dengan menggunakan hipotesis sebagai berikut :

$H_0 : \rho_{zy} = 0$: Tidak terdapat pengaruh DER terhadap WACC

$H_1 : \rho_{zy} \neq 0$: Terdapat pengaruh DER terhadap WACC

Dengan kriteria uji : Tolak H_0 jika $\text{Sig.} < \alpha$ atau $t_{\text{hitung}} > t_{\text{table}}$

Tabel 4.10
Pengaruh DER terhadap WACC
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Sig.
1	.766 ^a	.586	.554	.001

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.002	1	.002	18.406	.001 ^a
	Residual	.001	13	.000		
	Total	.003	14			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.009	.008		1.019	.033
	DER	.070	.016	.766	4.290	.001

Untuk pengaruh DER (X) terhadap WACC (Y), dengan tingkat signifikansi (α) = 5% diperoleh nilai Sig. ($0,01 < \alpha < 0,05$) sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh secara signifikan DER terhadap WACC. Persamaan regresi untuk

pengaruh proporsi struktur modal terhadap biaya rata-rata tertimbang berdasarkan nilai koefisien regresi dapat dituliskan sebagai berikut:

$$WACC = 9.258 + 1.254 \text{ DER}$$

Pengaruh WACC terhadap Harga Saham

Pengaruh WACC terhadap Harga Perusahaan dapat diketahui melalui pengujian statistik dengan menggunakan hipotesis sebagai berikut :

$H_0 : \rho_{zy} = 0$: Tidak terdapat pengaruh WACC terhadap Harga Saham

$H_1 : \rho_{zy} \neq 0$: Terdapat pengaruh WACC terhadap Harga Saham

Dengan kriteria uji : Tolak H_0 jika $\text{Sig.} < \alpha$ atau $t_{\text{hitung}} > t_{\text{table}}$

Tabel 4.103
Pengaruh WACC terhadap Harga Saham
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Sig.
1	.756 ^a	.571	.538	16940.781	.001

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4973.00	1	4973.00	17.330	.001 ^a
	Residual	3730.00	13	2869.00		
	Total	8704.00	14			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	88698	15143		5.857	.000
	WACC	-1382188	332023	-.756	-4.163	.001

Untuk pengaruh WACC terhadap Harga Saham, dengan tingkat signifikansi (α) = 5% diperoleh nilai Sig. ($0,01 < \alpha$ (0,05) sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh secara signifikan WACC terhadap Harga Saham Perusahaan.

Persamaan regresi untuk pengaruh proporsi struktur modal terhadap biaya rata-rata tertimbang berdasarkan nilai koefisien regresi dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Nilai Perusahaan} = 88.698 - 1.382.188 \text{WACC}$$

E. SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pengamatan dan penelitian yang dilakukan dengan data laporan keuangan yang diperoleh dari dua perusahaan dengan penelitian selama lima tahun, yaitu 2009 sampai dengan 2013, maka ada beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Dari penelitian menunjukkan bahwa proporsi struktur modal (DER) mempunyai pengaruh terhadap biaya rata-rata tertimbang (WACC), karena hasil penelitian pada perusahaan rokok yang terdaftar di BEI memiliki nilai Sig. ($0,01 < \alpha$ (0,05) atau mempunyai tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05, artinya hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi struktur modal mempunyai pengaruh terhadap biaya modal rata-rata tertimbang.
2. Dari penelitian menunjukkan bahwa proporsi biaya rata-rata tertimbang (WACC) mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan harga saham, karena hasil penelitian pada perusahaan rokok yang terdaftar di BEI memiliki nilai Sig. ($0,01 < \alpha$ (0,05) atau mempunyai tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05, artinya hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi struktur modal mempunyai pengaruh terhadap biaya modal rata-rata tertimbang.

DAFTAR PUSTAKA

- Andarini, Diah. 2007. *Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ*. Skripsi S-1. Universitas Gunadarma Jakarta.
- Atmaja, Lukas Setia, 2008, *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, Penerbit ANDI, Yogyakarta
- Fama, E.F. 1978. "The Effects Of a Firm's Investment and Financing Decisions on The Welfare of Its Security Holders". *The Modern Theory Of Corporate Finance*; Vol 68. No.3, pp. 22-38.
- Jensen, M.C. 2001. "Value Maximization, Stakeholders Theory, and The Corporate Objective Function". Working Paper; No.01-09. Harvard Business School, PP.1-21. or [www.google.com/search/ Working Paper/ Harvard Business School](http://www.google.com/search/Working+Paper/Harvard+Business+School).
- Kasmir. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. PT. Rajagrafindo Perkasa : Jakarta.
- Munawir, 1993, *Analisa Laporan Keuangan*, Penerbit Liberty, Yogyakarta
- Sudana, I Made. 2009. *Manajemen Keuangan : Teori dan Praktek*. Surabaya: Airlangga University Press
- Wahyudi, U., dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang: 1-25.