

BAB 6

*PENGGUNAAN
LEVERAGE :*
**STRUKTUR KEUANGAN
DAN STRUKTUR MODAL**

LEVERAGE

Leverage timbul karena perusahaan dalam operasinya mempergunakan aktiva dan sumber dana yang menimbulkan beban tetap bagi perusahaan. Penggunaan aktiva yang menimbulkan beban tetap disebut dengan *operating leverage*, sedangkan penggunaan dana dengan beban tetap disebut *financial leverage*.

FINANCIAL LEVERAGE

Financial leverage timbul karena perusahaan dibelanjai dengan dana yang menimbulkan beban tetap, yaitu berupa utang dengan beban tetapnya berupa bunga. *Financial leverage* dibedakan menjadi: *financial structure* (struktur keuangan) dan *capital structure* (struktur modal).

1. *Financial structure*, menunjukkan bagaimana perusahaan membelanjai aktivanya. *Financial structure* tampak pada neraca sebelah kredit, yang terdiri dari utang lancar, utang jangka panjang dan modal.
2. *Capital structure*, merupakan bagian dari struktur keuangan yang hanya menyangkut pembelanjaan yang sifatnya permanen atau jangka panjang. Struktur modal ditunjukkan oleh komposisi : utang jangka panjang, saham istimewa, saham biasa dan laba ditahan.
3. *Leverage factor*, adalah merupakan perbandingan antara nilai buku total utang (D) dengan total aktiva (TA) atau perbandingan antara total utang dengan modal (E).

Sifat Financial Leverage

Penggunaan utang dalam pembelanjaan perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba atas modal yang dipergunakan (*return on equity* atau ROE). Bagaimana pengaruh penggunaan utang terhadap ROE dapat dijelaskan dengan contoh hipotetis sebagai berikut :

Misalkan ada 4 (empat) alternatif struktur keuangan yang diukur dengan D/E atau D/TA, bagi perusahaan "UM", sebagai berikut:

	Buruk -20%	Normal 20%	Baik 60%
1. Struktur I (D/TA = 0%)			
EBIT	-Rp 2,000	Rp 2,000	Rp 6,000
Bunga	0	0	0
EBT	-Rp 2,000	Rp 2,000	Rp 6,000
Pajak (40%)	- 800	800	2,400
EAT	-Rp 1,200	Rp 1,200	Rp 3,600
ROE = EAT/E	- 12 %	12%	36%
2. Struktur II (D/TA = 20%)			
EBIT	-Rp 2,000	Rp 2,000	Rp 6,000
Bunga (10%)	200	200	200
EBT	-Rp 2,200	Rp 1,800	Rp 5,800
Pajak (40%)	- 880	720	2,320
EAT	-Rp 1,320	Rp 1,080	Rp 3,480
ROE	- 16.5%	13.5%	43.5%
3. Struktur III (D/TA = 50%)			
EBIT	-Rp 2,000	Rp 2,000	Rp 6,000
Bunga (14%)	700	700	700
EBT	-Rp 2,700	Rp 1,300	Rp 5,300
Pajak (40%)	- 1,080	520	2,120
EAT	-Rp 1,620	Rp 780	Rp 3,180
ROE	- 32.4%	15.6%	63,6%

4. Struktur IV (D/TA = 80%)

EBIT	-Rp 2,000	Rp 2,000	Rp 6,000
Bunga (20%)	1,600	1,600	1,600
	-----	-----	-----
EBT	-Rp 3,600	Rp 400	Rp 4,400
Pajak (40%)	- 1,440	160	1,760
	-----	-----	-----
EAT	-Rp 2,160	Rp 240	Rp 2,640
ROE	- 108%	12%	132%

Berdasarkan hasil evaluasi di atas dapat disimpulkan bahwa dalam kondisi ekonomi buruk penggunaan utang yang semakin besar akan menurunkan ROE. Pada kondisi ekonomi normal penggunaan utang yang semakin besar pada mulanya meningkatkan ROE, tetapi jika jumlah utang ditambah terus, maka akan menurunkan ROE. Pada kondisi ekonomi yang baik semakin banyak utang yang dipergunakan akan meningkatkan ROE perusahaan. Hal ini berarti jika kondisi ekonomi yang dihadapi perusahaan buruk sebaiknya perusahaan menghindari pembelanjaan dengan mempergunakan utang, sebaliknya dalam kondisi ekonomi yang baik perusahaan dapat membelanjai kebutuhannya dengan mempergunakan utang yang sebanyak-banyaknya. Namun jika kondisi ekonomi normal penggunaan jumlah utang tertentu akan dapat meningkatkan ROE.

Semakin banyak jumlah utang yang dipergunakan berarti risiko yang dihadapi perusahaan semakin tinggi. Hal ini dapat dilihat dari hubungan antara *leverage factor* dengan variabilitas ROE yang diukur dengan “*range*”, sebagai berikut:

<i>Leverage Factor</i>	<i>Range ROE</i>
-----	-----
0%	48%
20%	60%
50%	96%
80%	240%

**HUBUNGAN FINANCIAL LEVERAGE
DENGAN OPERATING LEVERAGE**

Operating Leverage (OL)

Operating leverage timbul bila perusahaan dalam operasinya mempergunakan aktiva tetap. Penggunaan aktiva tetap akan menimbulkan beban tetap berupa penyusutan.

Perusahaan yang mempunyai *operating leverage* yang tinggi, *break event point* (BEP) akan tercapai pada tingkat penjualan yang relatif tinggi, dan dampak perubahan tingkat penjualan terhadap laba akan semakin besar jika *operating leverage*-nya semakin tinggi. Besar kecilnya *operating leverage* diukur dengan *degree of operating leverage* (DOL), yang diukur dengan rumus :

$$DOL = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Sales} \quad \text{atau} \quad \frac{C}{X}$$

Keterangan :

C = *Contribution Margin* (Sales - Variable Cost)

X = EBIT

Financial Leverage (FL)

Financial leverage timbul bila perusahaan dalam membelanjai kegiatan operasi dan investasi menggunakan dana dengan beban tetap (utang). *Financial leverage* dapat mempengaruhi EAT atau *net income* (NI), ROE dan EPS. Besar kecilnya *financial leverage* diukur dengan *degree of financial leverage* (DFL) yang diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$DFL = \frac{\% \Delta EAT}{\% \Delta EBIT} \quad \text{atau} \quad \frac{EBIT}{EBIT - r.D}$$

Keterangan :

r.D = Bunga yang dibayar.

Combination Leverage (CL)

Combination leverage merupakan gabungan *Operating Leverage* dengan *Financial Leverage*. *Combination leverage* mengukur pengaruh perubahan penjualan terhadap perubahan EAT atau NI. Besar kecilnya *combination leverage* diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 \text{DCL} &= \frac{\% \Delta \text{ EBIT}}{\frac{\% \Delta \text{ Sales}}{\% \Delta \text{ EAT}}} \times \frac{\% \Delta \text{ EAT}}{\% \Delta \text{ EBIT}} \\
 &= \frac{\% \Delta \text{ EBIT}}{\% \Delta \text{ Sales}}
 \end{aligned}$$

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan suatu perusahaan:

1. Tingkat pertumbuhan penjualan.
2. Stabilitas penjualan.
3. Karakteristik industri.
4. Struktur aktiva.
5. Sikap manajemen perusahaan.
6. Sikap pemberi pinjaman.

CAPITAL STRUCTURE (STRUKTUR MODAL)

Sebagaimana telah dikemukakan bahwa, struktur modal hanya merupakan bagian dari struktur keuangan yaitu menyangkut pembelanjaan jangka panjang yang terdiri dari utang jangka panjang dan modal.

Teori struktur modal menjelaskan bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, biaya modal dan harga pasar saham. Untuk menjelaskan bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara teoritis dikenal berbagai pendekatan, diantaranya: pendekatan laba bersih, pendekatan laba bersih operasi, dan pendekatan tradisional. Namun demikian karena teori struktur modal tersebut harus didukung oleh suatu asumsi yang sangat ketat, maka dalam prakteknya sulit untuk diterapkan.

Adapun pendekatan yang sering dipergunakan dalam praktek untuk mengevaluasi pengaruh leverage keuangan adalah dengan menganalisis hubungan EBIT - EPS. Pada prinsipnya cara ini membandingkan berbagai metode pembelanjaan, apakah sebaiknya perusahaan menggunakan sumber dana jangka panjang yang berasal dari utang, saham biasa, saham istimewa, laba ditahan atau kombinasi dari alternatif sumber dana jangka panjang tersebut, dengan berbagai asumsi mengenai jumlah EBIT. Dengan kata lain analisis EBIT - EPS mengevaluasi bagaimana pengaruh penggunaan berbagai alternatif sumber dana terhadap EPS pada jumlah EBIT tertentu.

Sebagai contoh, misalkan suatu perusahaan "CTC", mempunyai modal Rp 10 juta seluruhnya berupa saham biasa. Perusahaan sekarang ingin mengadakan

ekspansi yang membutuhkan dana Rp 5 juta. Alternatif pemenuhan kebutuhan dana tersebut adalah :

1. Seluruhnya dibelanjai dengan saham biasa.
2. Seluruhnya dibelanjai dengan utang (12%).
3. Seluruhnya dibelanjai dengan saham preferen (11%).

Besarnya EBIT tiap tahun Rp 2 juta, pajak pendapatan perusahaan 50% dan jumlah saham yang beredar sekarang 200.000 lembar. Saham biasa dijual dengan harga Rp 50 per lembar. Kita ingin mengetahui berapa besar EPS pada berbagai alternatif pembelanjaan jika EBIT setelah ekspansi sebesar Rp 2.4 juta.

Untuk menjawab permasalahan tersebut, maka dilakukan analisis EBIT - EPS sebagai berikut.

Perhitungan EPS Pada Tiga Alternatif Pembelanjaan

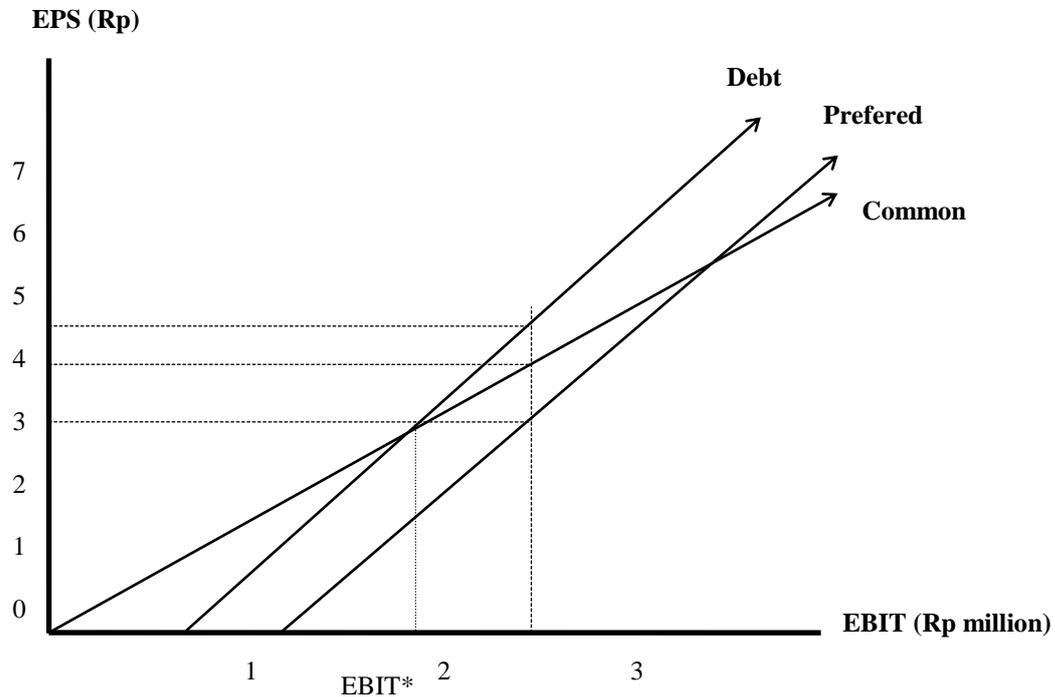
Keterangan	All Common Stc.	All Debt	All Preferred Stc.
- EBIT	Rp 2,400,000	Rp 2,400,000	Rp 2,400,000
- Interest	0	600,000	0
<hr/>			
- EBT	Rp 2,400,000	Rp 1,800,000	Rp 2,400,000
- Taxes	1,200,000	900,000	1,200,000
<hr/>			
- EAT atau NI	Rp 1,200,000	Rp 900,000	Rp 1,200,000
- Preferred dividend	0	0	550,000
<hr/>			
- Earning available to common stock holders	Rp 1,200,000	Rp 900,000	Rp 650,000
- Number of share	300.000	200.000	200.000
- EPS	Rp 4. 00	Rp 4. 50	Rp 3.25
	=====	=====	=====

Berdasarkan hasil analisis EBIT-EPS di atas tampak bahwa alternatif pembelanjaan yang menghasilkan EPS paling besar adalah alternatif utang. dengan demikian berarti ekspansi yang direncanakan sebaiknya dibelanjai dengan utang, jika EBITnya sebesar Rp 2.4 juta.

Masalahnya adalah situasi yang dihadapi oleh perusahaan bersifat tidak pasti. Oleh karena itu ada kemungkinan EBIT yang terjadi bisa lebih besar atau lebih kecil dari Rp 2.4 juta. Seberapa besar perubahan EBIT alternatif utang masih merupakan alternatif pembelanjaan yang menghasilkan EPS tertinggi ?

Untuk menganalisis permasalahan tersebut, maka perlu dihitung *break event point* dari alternatif pembelanjaan tersebut, yang digambarkan sebagai berikut:

Gambar : Analisis BEP dari Tiga Alternatif Pembelanjaan



Secara matematik BEP dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\frac{(EBIT^* - C1)(1 - t)}{S1} = \frac{(EBIT^* - C2)(1 - t)}{S2}$$

Keterangan :

EBIT* = EBIT pada titik BEP antara dua alternatif pembelanjaan.

C1, C2 = Biaya bunga atau dividen saham preferen setiap tahun sebelum pajak.

t = Tarif pajak pendapatan perusahaan.

S1, S2 = Jumlah saham biasa yang beredar pada alternatif 1 dan 2.

Berdasarkan data pada perhitungan yang telah dikemukakan, EBIT - BEP antara alternatif pembelanjaan dengan saham biasa dan utang dapat dihitung sebagai berikut :

$$\frac{(EBIT^* - 0)(1 - 0.50)}{300,000} = \frac{(EBIT^* - 600,000)(1 - 0.50)}{200,000}$$

$$50,000 \text{ EBIT}^* = 90,000,000,000$$
$$\text{EBIT}^* = \text{Rp } 1,800,000$$

Dari hasil perhitungan tersebut dapat disimpulkan bahwa, apabila EBIT turun lebih kecil dari Rp 1,800,000, maka alternatif yang paling baik adalah pembelanjaan seluruhnya dengan saham biasa. Dengan kata lain alternatif pembelanjaan dengan utang merupakan pilihan yang baik jika EBIT lebih besar dari Rp 1,800,000. Dengan cara yang sama dapat dihitung EBIT* untuk alternatif saham biasa dan saham preferen.