Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi
Widya Wiwaha

MANAJEMEN KEUANGAN
(*FINANCIAL MANAGEMENT*)

Prodi Magister Manajemen

Oleh:
Dr. Muda Setia Hamid., MM., Ak.

REFERENCES

1. Brigham. *Fundamental of Financial Management.*
2. Mamduh M Hanafi, Manajemen Keuangan BPFE Yogyakarta.
3. Van Horne, Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan, Edisi 13, Salemba Empat.Jakarta

BAB 1
OVERVIEW MANAJEMEN KEUANGAN

Manajemen keuangan bisa didefinisikan sebagai manajemen fungsi-fungsi keuangan perusahaan.

Tugas manajer keuangan mengalami transformasi dari fokus mencari pendanaan (financing) menjadi tugas yang lebih kompleks mencakup perencanaan dan alokasi sumberdaya dalam perusahaan.

Secara garis besar, fungsi-fungsi perusahaan bisa dikelompokkan ke dalam empat fungsi, yaitu:

(1) Fungsi Pemasaran
(2) Fungsi Keuangan
(3) Fungsi Produksi
(4) Fungsi Personalia

Keempat fungsi tersebut merupakan fungsi pokok suatu perusahaan.

Fungsi-fungsi manajemen diklasifikasi ke dalam beberapa hal:

(1) Perencanaan (*Planning*)

(2) Pengorganisasian (*Organizing*)

(3) Staffing

(4) Pelaksanaan

(5) Pengendalian

Manajemen keuangan dengan demikian bisa diartikan sebagai kegiatan perencanaan, pengorganisasian, staffing, pelaksanaan dan pengendalian fungsi-fungsi keuangan.

1. Model Neraca Keuangan untuk Memahami Manajemen Keuangan

Neraca keuangan suatu perusahaan terdiri dari dua sisi: sisi kiri yang meringkaskan aset yang dimiliki oleh perusahaan, dan sisi kanan yang meringkaskan sumber dana yang dipakai untuk membiayai sisi kiri perusahaan tersebut.

Tugas manajer keuangan adalah mengambil keputusan investasi, pendanaan, dan operasional dengan tujuan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham (nilai saham).

Sisi kiri tersebut (Aset) dengan demikian bisa dipandang sebagai ringkasan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan., sisi kanan neraca merupakan tugas manajer keuangan, dalam hal ini mencari dana yang kemudian diinvestasikan pada sisi kiri neraca.

- Komponen jangka pendek (lancar) dari Aset dan pasiva membentuk modal kerja. Modal kerja bersih bisa diartikan sebagai Aset lancar dikurangi Utang lancar. Modal kerja merupakan hasil dari keputusan operasional (sehari-hari).
- Nilai perusahaan terdiri dari nilai Utang dan nilai saham tujuan tersebut sering disingkat sebagai memaksimumkan kemakmuran pemegang saham.
- Kemakmuran pemegang saham sering diterjemahkan ke dalam kenaikan harga pasar saham. Dengan demikian tujuan manajemen keuangan bisa diterjemahkan menjadi memaksimumkan harga pasar saham.

2. Menciptakan Nilai : Meningkatkan Aliran Kas Masuk

Nilai bisa ditingkatkan dengan menciptakan aliran kas yang positif, Sebagai contoh, Perusahaan bisa menerbitkan surat berharga dengan biaya yang sedikit dan mendatangkan aliran kas masuk yang positif.

Aliran kas yang menjadi fokus manajer keuangan berbeda dengan keuntungan akuntansi (accounting profit) Keuntungan akuntansi dihasilkan dengan memperfemukan antara pendapatan dengan biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh pendapatan tersebut (prinsip matching).

Tiga dimensi aliran kas yang perlu diperhatikan: besarnya (magnitude), timing, dan risiko. Aliran kas yang besar, diterima lebih awal, dan mempunyai risiko yang rendah, mempunyai nilai yang lebih tinggi.

3. Maksimimasi Keuntungan Versus Maksimisasi Nilai Saham

Tujuan manajemen keuangan seringkali dinyatakan sebagai maksimisasi keuntungan. Hal tersebut tidak tepat. Pertama, keuntungan yang besar melalui jumlah saham yang beredar yang besar tidaklah sebaik yang kita inginkan. Kedua, keuntungan perlembar saham juga bukan merupakan tujuan yang tepat. Keuntungan perlembar saham tidak memperhatikan nilai waktu uang dan risiko. Keuntungan akuntansi lain dengan aliran kas. Aliran kaslah yang harus diperhatikan oleh manajer keuangan.

Maksimisasi keuntungan dengan maksimisasi nilai saham dengan demikian merupakan dua hal yang berbeda.

Nilai saham akan ditentukan oleh banyak faktor: keuntungan perusahaan, risiko, dan faktor lain.

Harga saham yang terjadi merupakan konsensus yang terjadi di pasar keuangan terhadap prospek dan risiko perusahaan di masa mendatang. Harga tersebut mencerminkan informasi besarnya aliran kas, timing, risiko, dan lainnya yang dianggap relevan oleh investor.

4. Manajer dan Pasar Keuangan

1. Manajer keuangan mencari dana dari pasar keuangan dengan jalan menerbitkan sekuritas atau memperoleh pinjaman dari lembaga keuangan. Pada dasarnya ada dua jenis sekuritas/instrumen dasar, yaitu: saham dan Utang. Saham merupakan bentuk kepemilikan sedangkan Utang merupakan pinjaman. Sisi kanan neraca keuangan meringkaskan sumber dana yang diperoleh oleh manajer keuangan
2. Dana tersebut kemudian diinvestasikan oleh manajer keuangan, membeli aset yang bisa menghasilkan kembalian. Sisi kiri neraca keuangan meringkaskan aset yang diperoleh manajer keuangan, dengan menggunakan dana yang diperoleh pada langkah 1 di atas

3. Aset tersebut menghasilkan kembalian (keuntungan)

4a. Sebagian dana tersebut dikembalikan ke pasar keuangan melalui medium yang berbeda-beda. Untuk pemegang saham, perusahaan membagikan dividen, sementara untuk pemegang Utang perusahaan membagikan bunga dan mengembalikan pinjaman pokok Utang

4b. Sebagian kembalian (tingkat keuntungan) ditanamkan kembali oleh manajer keuangan ke dalam perusahaan. Kebijakan dividen akan membicarakan seberapa besar keuntungan dibagikan ke pemegang saham.

Dengan demikian manajer keuangan perlu memahami bagaimana kerja pasar keuangan, bagaimana pasar keuangan menilai suatu aset.

MANAJER KEUANGAN SEBAGAI JEMBATAN ANTARA PASAR KEUANGAN DENGAN PERUSAHAAN



1: MENGUMPULKAN DANA

2: INVESTASI DANA

3: INVESTASI MENGHASILKAN

4: DISTRIBUSI KEUNTUNGAN ATAU REINVEST

5. Perusahaan sebagai Serangkaian Kontrak

Perusahaan bisa dilihat sebagai satu rangkain kontrak antara pihak-pihak yang berkaitan. Misal, karyawan menandatangani kontrak untuk bekerja di perusahaan. Bank memberi pinjaman berdasarkan kontrak yang tertentu dengan perusahaan.

Manajer dikontrak oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan agar perusahaan tersebut menghasilkan aliran kas yang bisa meningkatkan nilai perusahaan, yang dengan demikian meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Pemegang saham itu sendiri tidaklah homogen, ada pemegang saham mayoritas, pemegang saham minoritas. Keduanya tidak harus mempunyai tujuan yang konsisten satu sama lain, yang berarti mempunyai potensi konflik.

Biasanya ada tiga jenis konflik keagenan yang sering dibicarakan di literatur keuangan, yaitu:

(1) Konflik antara pemegang saham dengan manajer,
(2) Konflik antara pemegang saham dengan pemegang Utang, dan
(3) Konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas.

5.1. Konflik antara Pemegang Saham dengan Manajer

Manajer disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan, agar perusahaan mencapai tujuan pemegang saham, yaitu memaksimumkan nilai perusahaan (kemakmuran pemegang saham).

Menjadi pertanyaan apakah manajer akan bertindak konsisten dengan tujuan memakmurkan pemegang saham, tujuan yang dibebankan oleh pemegang saham kepada manajer?

Jawab: Tidak Selalu karena ada potensi konflik antara Manajer dengan Pemegang Saham.

Manajer bisa mempunyai agenda sendiri yang tidak konsIsten dengan agenda memaksimumkan kemakmuran pemegang saham.

Donaldson, seorang peneliti di Amerika Serikat, menyebutkan dua motivasi dasar manajer:

1. Survival – manajer berusaha menguasai sumberdaya agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan
2. Independensi atau Kecukupan diri – Manajer ingin mengambil keputusan yang bebas dari tekanan pihak luar, termasuk dari pasar keuangan. Manajer tidak suka mengeluarkan saham, karena akan mengundang campur tangan pihak luar. Sebaliknya manajer akan lebih suka menggunakan dana yang dihasilkan secara internal.

Dengan dua motivasi tersebut, manajer cenderung mempunyai tujuan memaksimumkan kemakmuran perusahaan (bukannya kemakmuran pemegang saham).

Pemegang saham bisa melakukan sejumlah tindakan untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak konsisten dengan tujuan pemegang saham. Tindakan semacam itu membutuhkan biaya yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan tersebut terdiri dari biaya untuk memonitor manajer dan biaya untuk mengimplementasikan alat kontrol terhadap manajer. Meskipun demikian, masalah perbedaan tujuan tersebut tidak akan bisa diselesaikan secara sempurna. Pemegang saham dengan demikian mempuyai kerugian dalam situasi tersebut. Kerugian tersebut sering disebut sebagai kerugian sisa (*residual loss*).

Pemegang saham bisa membentuk dewan komisaris (board of directors) untuk mengawasi perilaku manajer. Beberapa cara lain bisa dilakukan, antara lain:

1. Sistem penggajian yang dikaitkan dengan prestasi perusahaan (keuntungan) dan dengan opsi saham. Jika keuntungan perusahaan naik, manajer akan memperoleh bonus. Jika harga saham naik, manajer akan memperoleh bonus tambahan melalui opsi saham
2. Pasar tenaga kerja manajer akan mengontrol manajer. Manajer yang mempunyai kemampuan yang jelek tidak akan laku, sebaliknya manajer yang sukses akan diburu oleh banyak perusahaan. Dengan demikian manajer akan berusaha meningkatkan prestasinya, dengan jalan meningkatkan nilai atau harga saham, agar masa depan mereka selalu terjaga.

3. Jika perusahaan mempunyai prestasi yang jelek, harga saham akan mengalami penurunan. Pada situasi semacam itu, nilai perusahaan akan terlihat terlalu 'murah', dan akibatnya perusahaan lain bisa membeli (mengakuisisi) perusahaan tersebut. Dalam kasus semacam itu, seringkali manajer perusahaan yang diakuisisi tidak akan dipakai lagi. Aktivitias takeover (pengambilalihan) perusahaan semacam itu akan mendisiplinkan manajer. Manajer dengan demikian akan berusaha agar harga saham selalu tinggi.

Apakah pendisiplinan tersebut sudah efektif? Perlu jawaban empiris, tetapi secara umum nampaknya bukti empiris menunjukkan sudah efektif.

5.2. Agency Free Cash Flow

Variasi lain dari konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham adalah agency free cash flow. Menurut teori ini, manajer akan berusaha memegang sumberdaya perusahaan agar tetap dalam kendali manajer. Jika perusahaan memperoleh keuntungan atau kas masuk tinggi, maka manajer akan berusaha agar keuntungan/kas masuk tersebut tetap berada di tangan manajer. Meskipun sebenarnya, pemegang saham mungkin akan diuntungkan jika kas tersebut dibagikan (misal dalam bentuk dividen), kemudian pemegang saham dibiarkan menginvestasikan kas tersebut ke alternatif investasi lain yang lebih menguntungkan. Manajer berusaha menahan kas tersebut dengan berbagai cara, misal tidak membayar dividen, melakukan akuisisi (membeli) perusahaan lain. Dengan akuisisi, sumber daya masih berada di tangan manajer.

Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas (*free cash flow*) sebagai aliran kas yang tersisa setelah semua proyek dengan NPV positif didanai. *Free cash* flow lebih baik dibagikan ke pemegang saham, bukannya ditahan, karena perusahaan sudah tidak mempunyai kesempatan investasi yang menguntungkan. Kemudian pemegang saham dibiarkan memanfaatkan kas yang diterima tersebut. Dengan cara semacam itu pemegang saham bisa memaksimumkan kemakmurannya.

5.3. Konflik antara Pemegang Saham dengan Pemegang Utang

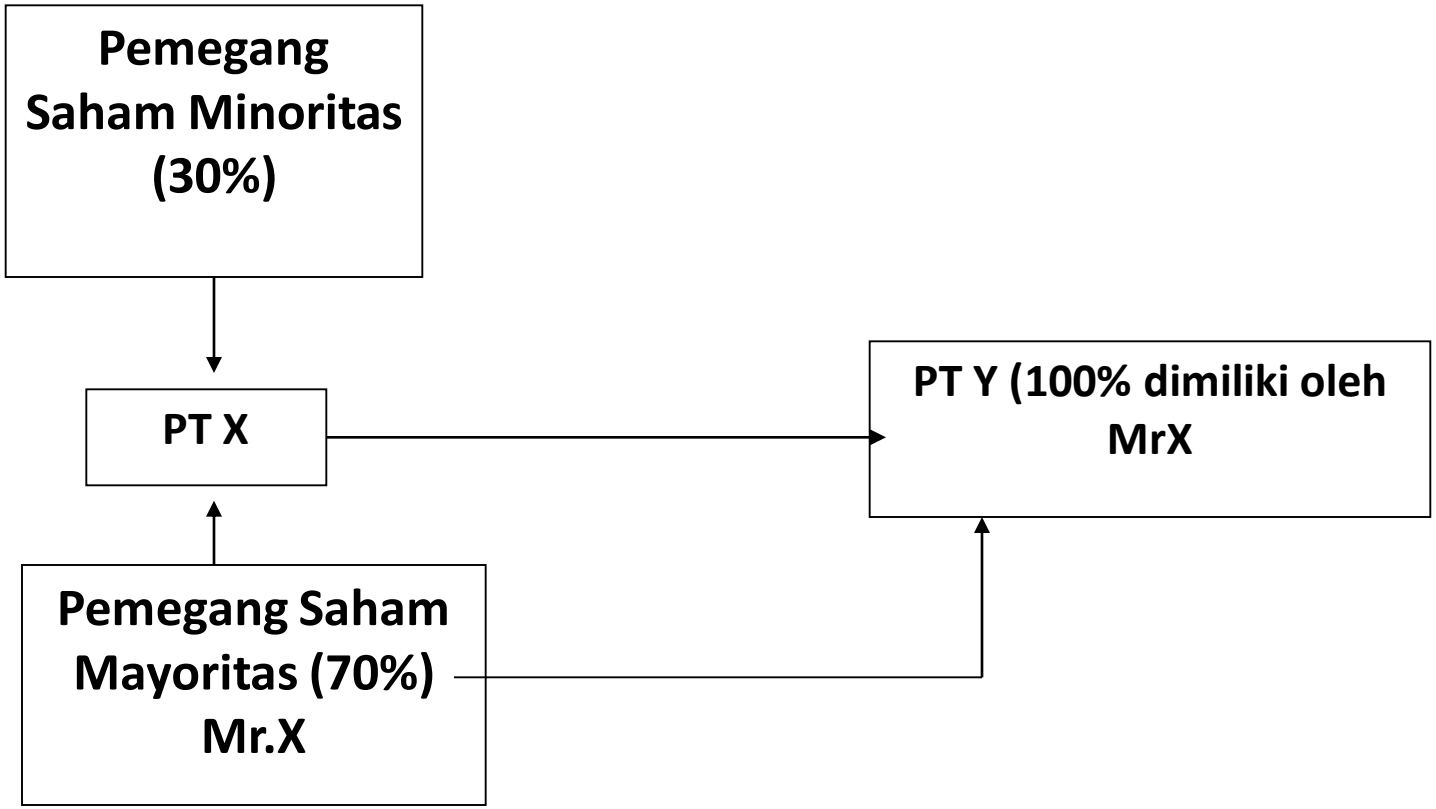
Pemegang saham, melalui manajer, bisa mengambil keuntungan atas pemegang Utang. Konflik tersebut bisa terjadi karena pemegang saham dengan pemegang Utang mempunyai struktur penerimaan (pay off) yang berbeda. Pemegang Utang memperoleh pendapatan yang tetap (yaitu bunga) dan kembalian pinjamannya, sedangkan pemegang saham memperoleh pendapatan diatas kelebihan atas kewajiban yang perlu dibayarkan ke pemegang Utang. Jika nilai perusahaan berada dibawah nilai kewajiban Utang, pemegang Utang berhak atas semua nilai perusahaan. Jika nilai perusahaan naik di atas nilai Utang, pemegang saham berhak atas kelebihan tersebut. Perbedaan struktur pay-off tersebut bisa menyebabkan perbedaan perilaku.

Lebih spesifik lagi, Pemegang saham (bekerjasama dengan manajer) akan tergoda untuk investasi pada aset dengan risiko yang tinggi. Tingkat keuntungan yang diharapkan akan meningkat (pemegang saham memperoleh keuntungan). Tetapi kualitas aset akan turun, sehingga merugikan pemegang Utang. Kenaikan tingkat keuntungan tidak akan memperbaiki kondisi pemegang Utang karena pemegang Utang akan memperoleh keuntungan yang tetap (bunga yang tetap sifatnya)

Misalkan Bank X memberikan pinjaman kepada PT Y yang bergerak di bidang makanan (consumer goods- risiko rendah). Tiba-tiba PT Y memutuskan untuk menginvestasikan pinjaman tersebut ke sektor (anak perusahaan baru) komputer yang risikonya tinggi, dengan harapan memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi. Apakah bank X akan senang?

5.4. Konflik antara Pemegang Saham Mayoritas dengan Pemegang Saham Minoritas

Pemegang saham tidak bersifat homogen. Karena pemegang saham tersebut berlainan, maka akan ada potensi konflik antar pemegang saham. Sebagai contoh, perusahaan yang sebelumnya dikendalikan oleh pendiri, kemudian menjual sebagian kecil saham ke publik. Dalam situasi tersebut ada dua jenis pemegang saham: mayoritas (pendiri) dan minoritas (publik). Publik dikatakan minoritas karena, meskipun jumlah mereka barangkali banyak, jumlah suara atau saham mereka lebih kecil dibandingkan dengan jumlah saham pendiri.



PT X tbk membeli aset PT Y dengan harga Rp200 juta. Harga pasar aset tersebut adalah Rp100juta. Siapa yang diuntungkan?

BAB 2

LAPORAN KEUANGAN, KONSEP DASAR LIKUIDITAS, SOLVABILITAS DAN RENTABILITAS

Laporan keuangan perusahaan bertujuan meringkaskan kegiatan dan hasil dari kegiatan tersebut untuk jangka waktu tertentu. Ada tiga jenis laporan keuangan yang paling sering dilaporkan: neraca keuangan, laporan laba-rugi, dan laporan aliran kas.

Laporan keuangan menjadi penting karena memberikan input (informasi) yang bisa dipakai untuk pengambilan keputusan. Laporan keuangan diharapkan memberi informasi mengenai profitabilitas, risiko, dan timing dari aliran kas yang dihasilkan perusahaan. Informasi tersebut akan mempengaruhi harapan pihak-pihak yang berkepentingan, dan pada giliran selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

1. Laporan Keuangan

Ada tiga jenis laporan keuangan yang sering digunakan yaitu neraca, laporan laba-rugi, dan laporan aliran kas.

1.1. Neraca

Neraca keuangan perusahaan mencoba meringkaskan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan pada waktu tertentu. Dengan demikian neraca keuangan merupakan 'snapshot' gambaran kekayaan perusahaan pada saat tertentu. Karena fokus pada titik tertentu, neraca keuangan biasanya dinyatakan neraca per-tanggal tertentu.

Neraca dibagi ke dalam dua bagian: sisi kiri yang menyajikan aset yang dimiliki oleh perusahaan, dan sisi kanan yang menyajikan sumber dana yang dipakai untuk memperoleh aset tersebut. Untuk setiap sisi, neraca disusun atau diurutkan berdasarkan likuiditas aset tersebut. Likuiditas yang dimaksudkan disini adalah kedekatannya dengan kas. Demikian juga dengan sisi kanan (pasiva) neraca. Kewajiban diurutkan dari Utang dagang sampai modal saham. Alternatif penyusunan neraca adalah dengan menempatkan Aset pada bagian atas, kemudian kewajiban dan modal pada bagian bawah. Neraca di atas menyajikan struktur semacam itu. Kemudian untuk Aset dan kewajiban/modal, item-item disusun berdasarkan item yang paling likuid, diikuti dengan item yang kurang likuid.

Neraca keuangan didasarkan pada accounting identity yang pada dasarnya menggambarkan neraca sebagai kesamaan antara aset dengan kewajiban dan modal saham, sebagai berikut ini.

Aset = Kewajiban + Ekuitas (Modal Saham) .....(1)

Dari persamaan tersebut terlihat bahwa jumlah aset (Aset) akan sama dengan kewajiban dan modal saham. Modal saham biasanya didefinisikan sebagai selisih Kewajiban dikurangkan dari Aset. Neraca disajikan berdasarkan blok-blok, yang terdiri dari tiga blok terbesar: (1) Aset (2) Kewajiban dan (3) Ekuitas (Modal Saham).

Aset bisa didefinisikan sebagai manfaat ekonomis yang akan diterima di masa mendatang, atau akan dikuasai oleh perusahaan sebagai hasil dari transaksi atau kejadian tertentu. Aset merupakan sumber ekonomi organisasi yang akan dipakai untuk menjalankan kegiatannya. Atribut pokok suatu aset adalah kemampuan memberikan jasa atau manfaat pada organisasi yang memakai aset tersebut.

Kewajiabn (Utang) didefinisikan sebagai pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul di masa mendatang dari kewajiban organisasi sekarang untuk mentransfer aset atau memberikan jasa ke pihak lain di masa mendatang, sebagai akibat transaksi atau kejadian di masa lalu. Kewajiban (Utang) muncul terutama karena penundaan pembayaran untuk barang atau jasa yang telah diterima oleh organisasi dan dari dana yang dipinjam.

Utang dagang merupakan contoh Utang yang timbul karena penundaan pembayaran untuk pembayaran barang atau jasa yang telah diterima organisasi, sementara Utang pinjaman merupakan contoh Utang yang timbul karena dana yang dipinjam.

Ekuitas (Modal saham) merupakan sisa, yaitu aset dikurangi Utang-Utangnya. Modal saham merupakan bentuk kepemilikan suatu usaha. Modal saham menduduki urutan sesudah Utang dalam hal klaim terhadap aset perusahaan, atau dengan kata lain memiliki klaim terhadap sisa perusahaan. Dari sudut pandang perusahaan, modal saham mencerminkan pihak yang menanggung risiko perusahaan dan ketidakpastian yang diakibatkan oleh kegiatan perusahaan, dan memperoleh imbalan sebagai konsekuensinya. Imbalan tersebut berupa kenaikan harga saham dan dividen yang dibayarkan.

Hal lain yang perlu diperhatikan ketika membaca neraca keuangan perusahaan adalah necara perusahaan dicatat melalui harga perolehan (cost).

Sebagai contoh, perusahaan membeli aset sebesar Rp10 juta, maka nilai Rp10 juta yang akan tercatat dalam neraca, meskipun nilai pasar aset tersebut saat ini bisa berbeda jauh. Ada beberapa perkecualian seperti kas atau surat berharga yang bisa dicatat berdasakan nilai pasarnya. Manajer keuangan dengan demikian harus memahami perbedaan tersebut.

1.2. Laporan Laba-Rugi

Laporan laba-rugi meringkaskan aktivitas perusahaan selama periode tertentu. Karena itu laporan keuangan perusahaan ditulis sebagai 'laporan laba rugi untuk tahun yang berakhir 31 Desember 20XX', yang berarti laporan laba-rugi menyajikan ringkasan aktivitas selama satu tahun, yaitu tahun 20XX. Laporan laba-rugi sering dianggap sebagai laporan yang paling penting dalam laporan tahunan.

Kegiatan yang dilaporkan meliputi kegiatan rutin (operasi bisnis), dan juga kegiatan yang tidak rutin, seperti penjualan aset tertentu, penghentian lini bisnis tertentu, perubahan metode akuntansi, dan sebagainya. Definisi kegiatan rutin dan non-rutin akan tergantung dari jenis usaha yang dilakukan oleh perusahaan.

Laporan keuangan laba-rugi diharapkan bisa memberikan informasi yang berkaitan dengan tingkat keuntungan, risiko, fleksibilitas keuangan, dan kemampuan operasional perusahaan. Tingkat keuntungan mencerminkan prestasi perusahaan secara keseluruhan. Risiko berkaitan dengan ketidakpastian hasil yang akan diperoleh oleh perusahaan. Fleksibilitas berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan terhadap kesempatan atau kebutuhan tidak seperti yang diharapkan (kemampuan penyesuaian). Kemampuan operasional mengacu pada kemampuan perusahaan menjaga aktivitas perusahaan berdasarkan tingkat kegiatan tertentu.

Laporan laba-rugi menyajikan beberapa elemen pokok:

(1) Pendapatan Operasional,

(2) Biaya Operasional,

(3) Laba atau Rugi.

Laba merupakan ukuran keseluruhan prestasi perusahaan, yang didefinisikan sebagai berikut

Laba = Penjualan - Biaya ..... (2)

Harga pokok penjualan dipisahkan dari biaya administrasi dan umum agar keduanya bisa dianalisis secara terpisah. Pendapatan sebelum bunga dan pajak merupakan pendapatan operasional yang langsung terkait dengan operasi perusahaan.

Manajer keuangan bisa memfokuskan pada item ini untuk memperoleh gambaran kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan dari operasinya. Bunga merupakan item yang diakibatkan oleh keputusan pendanaan. Tergantung tujuan analisis, bunga bisa jadi bukan merupakan fokus analisis, jika kita ingin memfokuskan pada kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari kegiatan operasionalnya (keputusan investasi).

Hal yang sama juga berlaku untuk pajak.

Proses pencatatan pendapatan dalam laporan keuangan perlu memperoleh perhatian. Keuntungan (laba) diakui dengan jalan mempertemukan pendapatan dan biaya, yang mempunyai konsekuensi kas, pada periode dimana hal tersebut muncul, bukannya pada periode dimana kas diterima atau dikeluarkan. Dalam akuntansi, istilah tersebut disebut prinsip mempertemukan (matching). Prinsip tersebut mempunyai arti bahwa pendapatan dan biaya dipertemukan pada periode terjadinya pendapatan/biaya tersebut, tidak tergantung pada kapan diterima atau dikeluarkannya kas yang berkaitandengan pendapatan/biaya tersebut. Contoh, jika perusahaan melakukan penjualan dengan kredit satu tahun pada tahun ini, maka perusahaan akan mencatat penjualan (pendapatan) pada tahun ini, meskipun perusahaan belum menerima kas masuk pada tahun ini. Item penjualan tersebut merupakan item non-kas.

Item non-kas juga terdapat pada biaya yang dibebankan atas penjualan. Depresiasi merupakan contoh item non-kas biaya yang cukup besar. Depresiasi merupakan perkiraan biaya yang dipakai dalam proses produksi. Perhatikan bahwa aliran kas terjadi pada saat perusahaan melunasi aset tersebut. Setelah itu, tidak ada perubahan kas yang terjadi meskipun ada biaya depresiasi setiap tahunnya.

Manajer keuangan perlu memperhatikan item-item non-kas dalam laporan laba-rugi dan melakukan penyesuaian yang diperlukan. Fokus manajemen keuangan adalah aliran kas, bukannya keuntungan non-kas seperti yang dibicarakan di atas.

1.3. Laporan Aliran Kas

Laporan aliran kas meringkas aliran kas masuk dan keluar perusahaan untuk jangka waktu tertentu. Laporan kas diperlukan karena dalam beberapa situasi, laporan laba-rugi tidak cukup akurat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Misal, perusahaan yang sedang tumbuh mempunyai tingkat penjualan yang tinggi (misal penjualan dengan kredit), yang berarti akan mencatat pendapatan/penjualan yang tinggi. Di lain pihak, karena perusahaan masih baru, maka akan mengeluarkan kas yang banyak untuk membangun infrastruktur pemasaran dan produksinya. Laporan laba-rugi akan mencatat laba yang positif, bagaimana dengan aliran kasnya? Karena penjualan dilakukan dengan kredit, maka belum banyak kas yang masuk. Karena aliran kas keluar lebih besar dibandingkan dengan aliran kas masuk, maka aliran kas masuk bersih menjadi kecil atau bahkan negatif.

Laporan aliran kas mempunyai dua tujuan:

(1) memberikan informasi mengenai penerimaan dan pembayaran kas perusahaan selama periode tertentu, dan (2) memberikan informasi mengenai efek kas dari kegiatan investasi, pendanaan, dan operasi perusahaan selama periode tertentu. Dengan kata lain, laporan aliran kas ingin melihat aliran dana, yaitu berapa besar kas masuk, sumber-sumbernya, berapa kas keluar, dan kemana kas tersebut keluar.

Item-item dalam laporan aliran kas dikelompokkan ke dalam tiga bagian besar, yaitu: (1) aliran kas dari kegiatan operasional, (2) aliran kas dari kegiatan investasi, dan (3) aliran kas dari kegiatan pendanaan.

2. Analisis Laporan Keuangan

Laporan keuangan menyediakan data yang 'relatif mentah'. Manajer keuangan membutuhkan informasi (data yang diolah). Informasi apa yang dibutuhkan tergantung dari tujuan yang ingin dicapai. Tujuan yang ingin dicapai akan tergantung dari siapa yang membutuhkan informasi, dan kapan informasi tersebut dibutuhkan.

Pada waktu menganalisis laporan keuangan, beberapa hal perlu diperhatikan.

1. Manajer keuangan perlu melihat trend atau perkembangan dalam laporan keuangan. Laporan keuangan lima atau enam tahun ke belakang barangkali bisa digunakan untuk melihat adanya trend-trend tersebut. Jika trend menunjukkan perkembangan yang lebih baik, maka perusahaan berada pada jalur yang tepat, dan sebaliknya.

2. Angka-angka yang berdiri sendiri akan sulit ditentukan baik-tidaknya. Angka pembanding diperlukan untuk melihat apakah angka tertentu itu baik atau tidak baik. Salah satu contoh angka pembanding yang sering digunakan adalah rata-rata industri (rata-rata yang diperoleh dari perusahaan-perusahaan lain yang bergerak di sektor usaha yang sama). Alternatif lain, jika rata-rata industri sulit diperoleh, adalah dengan menggunakan angka dari perusahaan lain yang sejenis.
3. Dalam analisis perusahaan, membaca dan menganalisis laporan keuangan dengan hati-hati adalah penting. Diskusi atau pernyataan-pernyataan yang melengkapi laporan keuangan seperti diskusi strategi perusahaan, diskusi rencana ekspansi atau restrukturisasi, merupakan bagian integral yang harus dimasukkan ke dalam analisis.

4. Manajer keuangan barangkali memerlukan informasi tambahan yang tidak tersedia di laporan keuangan. Informasi tambahan tersebut bisa membuat analisis menjadi lebih tajam. Sebagai contoh, analisis penurunan penjualan bisa disertai dengan analisis perkembangan pangsa pasar.

2.1. Analisis Rasio Keuangan

Rasio-rasio keuangan dihitung dengan menggabungkan angka-angka di neraca dengan/atau angka-angka pada laporan laba-rugi.

Ada lima jenis rasio keuangan yang sering digunakan:

1. Rasio likuiditas:rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek.
2. Rasio aktivitas: rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menggunakan asetnya dengan efisien.
3. Rasio Utang/leverage: rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi total kewajibannya.
4. Rasio keuntungan/profitabilitas: rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan profitabilitas.
5. Rasio pasar: rasio yang mengukur prestasi pasar relatif terhadap nilai buku, pendapatan, atau dividen.

2.1.1. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat besarnya Aset lancar relatif terhadap Utang lancarnya. Utang dalam hal ini merupakan kewajiban perusahaan. Ada beberapa rasio likuditas: rasio lancar dan rasio quick.

Rasio lancar mengukur kemampuan perusahaan memenuhi Utang jangka pendeknya (jatuh tempo kurang dari satu tahun) dengan menggunakan Aset lancar.

rasio lancar bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\text{Rasio Lancar} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$$

Rasio lancar yang tinggi menunjukkan kelebihan Aset lancar (likuiditas tinggi dan risiko rendah), tetapi mempunyai pengaruh yang tidak baik terhadap profitabilitas perusahaan. Aset lancar secara umum menghasilkan return atau tingkat keuntungan yang lebih rendah dibandingkan Aset tetap. Ada trade-off antara risiko dengan return dalam hal ini.

Rasio quick (*acid-test ratio*) mengeluarkan persediaan dari komponen Aset lancar. Dari ketiga komponen Aset lancar (kas, piutang dagang, dan persediaan), persediaan biasanya dianggap sebagai aset yang paling tidak likuid. Rasio quick dihitung seperti berikut,

$$\text{Rasio Quick} = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Utang Lancar}}$$

2.1.2. Rasio Aktivitas

Rasio ini melihat seberapa besar efisiensi penggunaan aset oleh perusahaan. Rasio ini melihat seberapa besar dana tertanam pada aset perusahaan. Jika dana yang tertanam pada aset tertentu cukup besar, sementara dana tersebut mestinya bisa dipakai untuk investasi pada aset lain yang lebih produktif, maka profitabilitas perusahaan tidak sebaik yang seharusnya.

Ada beberapa rasio aktivitas yang akan dibicarakan: (1) Rata-rata umur piutang, (2) Perputaran persediaan, (3) Perputaran Aset tetap, dan (4) Perputaran total Aset.

Rata-rata umur piutang melihat berapa lama waktu yang diperlukan untuk melunasi piutang yang dipunyai oleh perusahaan (merubah piutang menjadi kas). Semakin lama rata-rata piutang, berarti semakin besar dana yang tertanam pada piutang.

Rata-rata piutang bisa dihitung melalui dua tahap seperti berikut ini.

$$\text{Perputaran Piutang} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Piutang}} \quad \ldots\ldots\ldots (3)$$

Rata-rata umur piutang = 365 / perputaran piutang

Alternatif lain adalah menghitung rata-rata umur piutang dengan cara langsung, seperti berikut ini.

$$\text{Rata-rata umur piutang} = \frac{\text{Piutang Dagang}}{\text{Penjualan /365}}$$

Untuk melihat baik tidaknya angka tersebut, perusahaan bisa membandingkan dengan angka industri atau dengan kebijakan kredit perusahaan. Angka rata-rata yang tinggi mengandung risiko yang tinggi, tetapi perusahaan bisa mengharapkan kenaikan keuntungan dari meningkatnya penjualan. Sebaliknya, kebijakan kredit yang ketat akan memperkecil angka rata-rata umur piutang, biaya dan risiko kredit macet menjadi berkurang, tetapi potensi pendapatan juga menjadi berkurang. Manajer keuangan harus memperhatikan trade-off antara risiko, biaya dan tingkat keuntungan.

Rasio aktivitas yang kedua adalah rasio perputaran persediaan, yang bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\text{Perputaran Persediaan} = \frac{\text{Harga Pokok Penjualan}}{\text{Piutang}}$$

Rata-rata umur persediaan = 365/perputaran persediaan

Semakin besar angka perputaran persediaan, semakin efektif perusahaan mengelola persediaanya. Sebaliknya, semakin besar angka rata-rata umur persediaan, semakin jelek prestasi perusahaan, karena semakin besar dana yang tertanam pada aset persediaan tersebut.

Perputaran Aset tetap bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\text{Perputaran Aset Tetap} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Aset Tetap}}$$

Semakin tinggi angka perputaran Aset tetap, semakin efektif perusahaan mengelola asetnya. Rasio perputaran Aset tetap menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan penjualan berdasarkan Aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan.

Rasio terakhir adalah perputaran total Aset yang bisa dihitung sebagai berikut:

$$\text{Perputaran Total Aset} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

Interpretasi perputaran total Aset sama dengan interpretasi perputaran Aset tetap.

2.1.3. Rasio Utang / Solvabilitas / Leverage

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Perusahaan yang tidak solvabel adalah perusahaan yang total Utangnya lebih besar dibandingkan dengan total asetnya.

Rasio ini memfokuskan pada sisi kanan kewajiban (utang) perusahaan. Ada beberapa macam rasio leverage yang bisa dihitung, yaitu rasio Utang terhadap total aset, rasio times interest earned, dan rasio fixed charge coverage.

rasio Utang terhadap total aset bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\text{Rasio Total Utang thd Total Aset} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

Rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan Utang/financial leverage yang tinggi. Penggunaan Utang yang tinggi akan meningkatkan profitabilitas, di lain pihak, Utang yang tinggi juga akan meningkatkan risiko. Jika penjualan tinggi, maka perusahaan bisa memperoleh keuntungan yang tinggi (karena hanya membayar bunga yang sifatnya tetap). Sebaliknya jika penjualan turun, perusahaan bisa mengalami kerugian, karena adanya beban bunga yang tetap harus dibayarkan.

Rasio times interest earned mengukur kemampuan perusahaan membayar Utang dengan laba sebelum bunga dan pajak. Rasio tersebut bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\text{Times Interest Earned (TIE)} = \frac{\text{Laba sebelum bunga dan pajak (EBIT)}}{\text{Bunga}}$$

Rasio tersebut menghitung seberapa besar laba sebelum bunga dan pajak yang tersedia untuk menutup beban bunga tetap. Rasio yang tinggi menunjukkan situasi yang 'aman', karena tersedia dana yang lebih besar untuk menutup pembayaran bunga. Tetapi selalu ada trade-off antara risiko dengan return.

Kalau TIE hanya menggunakan beban bunga sebagai pembaginya, rasio fixed charge coverage mengukur kemampuan perusahaan membayar total beban tetap, yang biasanya mencakup biaya bunga dan sewa. Rasio tersebut bisa dilihat sebagai berikut ini.

$$\text{Fixed Charge Coverage} = \frac{\text{EBIT} + \text{Biaya sewa}}{\text{Bunga} + \text{Biaya sewa}}$$

Sama seperti rasio TIE, angka yang tinggi untuk rasio fixed charge coverage menunjukkan situasi yang lebih aman (risiko rendah), meskipun dengan profitabilitas yang juga lebih rendah.

2.1.4. Rasio Profitabilitas

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Ada tiga rasio yang sering digunakan, yaitu profit margin, return to total asset (ROA), dan return to equity (ROE).

Profit margin menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. Rasio ini bisa dilihat secara langsung pada analisis common-size (lihat bagian berikutnya) untuk laporan laba-rugi. Rasio ini bisa juga diinterpretasikan sebagai kemampuan perusahaan menekan biaya-biaya (ukuran efisiensi) di perusahaan pada periode tertentu.

profit margin bisa dihitung sebagai berikut:

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Penjualan}}$$

Profit margin yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi pada tingkat penjualan tertentu. Secara umum, rasio yang rendah menunjukkan ketidakefisienan manajemen. Rasio ini cukup bervariasi dari satu industri ke industri lainnya. Sebagai contoh, industri ritel cenderung mempunyai profit margin yang lebih rendah dibandingkan dengan industri manufaktur.

Return On Asset (ROA) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset yang tertentu. ROA sering juga disebut sebagai ROI (Return on Investment). Rasio tersebut bisa dihitung sebagai berikut:

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Rasio yang tinggi menunjukkan efisiensi dan efektivitas pengelolaan aset, yang berarti semakin baik.

Return On Equity (ROE) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal tertentu. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dilihat dari sudut pandang pemegang saham. Rasio ROE bisa dihitung sebagai berikut.

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Modal Saham}}$$

Angka yang tinggi untuk menunjukkan tingkat profitabilitas yang tinggi. ROE tidak memperhitungkan dividen maupun capital gain untuk pemegang saham. ROE dipengaruhi oleh ROA dan tingkat penggunaan Utang (leverage keuangan) perusahaan.

2.1.5. Rasio Pasar

Rasio pasar mengukur harga pasar saham perusahaan, relatif terhadap nilai bukunya. Sudut pandang rasio ini lebih banyak berdasar pada sudut pandang investor (atau calon investor), meskipun pihak manajemen juga berkepentingan terhadap rasio-rasio ini. Ada beberapa rasio yang bisa dihitung: PER (Price Earning Ratio), dividend yield, dan pembayaran dividen (dividend pay-out ratio).

PER melihat harga pasar saham relatif terhadap earningnya. PER bisa dihitung sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{Harga Pasar per-lembar}}{\text{Earning per-lembar}}$$

Perusahaan yang diharapkan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan tinggi (yang berarti mempunyai prospek yang baik), biasanya mempunyai PER yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang diharapkan mempunyai pertumbuhan yang rendah, akan mempunyai PER yang rendah juga.

Rasio dividend yield bisa dihitung sebagai berikut:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen per-lembar}}{\text{Harga pasar saham pe lbr}}$$

Biasanya perusahaan yang mempunyai prospek pertumbuhan yang tinggi akan mempunyai dividen yield yang rendah, karena dividen sebagian besar akan diinvestasikan kembali. Kemudian, karena perusahaan dengan prospek yang tinggi akan mempunyai harga pasar saham yang tinggi, yang berarti pembaginya tinggi, maka dividend yield untuk perusahaan semacam itu akan cenderung lebih rendah (kecil).

Rasio pembayaran dividen melihat bagian earning (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Bagian lain yang tidak dibagikan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan. Rasio pembayaran dividen dihitung sebagai berikut ini.

Rasio pembayaran dividen melihat bagian earning (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Bagian lain yang tidak dibagikan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan. Rasio pembayaran dividen dihitung sebagai berikut:

$$\text{Rasio pembayaran dividen} = \frac{\text{Dividen per lbr}}{\text{Earning per lbr}}$$

Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang rendah, sebaliknya, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah akan mempunyai rasio yang tinggi.

2.2. Analisis Perbandingan

Angka-angka rasio yang berdiri sendiri mempunyai arti yang kecil. Untuk menentukan baik tidaknya angka tersebut diperlukan angka pembanding.

Angka pembanding bisa memakai:

(1) Data historis (data masa lalu), dan

(2) Angka-angka dari perusahaan lain yang sejenis, yang diringkaskan ke dalam rata-rata industri.

Menggunakan data lima sampai enam periode ke belakang akan membantu mengidentifikasi adanya trend-trend tertentu, apakah trend yang semakin membaik atau memburuk. Trend perusahaan dengan trend industri bisa dibandingkan satu sama lain. Sehingga manajer keuangan bisa memperoleh gambaran yang lebih tajam.

4.3. Analisis Common Size

Analisis common size disusun dengan jalan menghitung tiap rekening dalam laporan laba-rugi dan neraca menjadi proporsi dari total penjualan (untuk laporan laba-rugi) atau dari total Aset (untuk neraca).

Teknik common size memudahkan membaca data-data keuangan, khususnya untuk membaca data-data keuangan dalam beberapa periode untuk mencari trend-trend tertentu.

4.4. Analisis Du Pont

Du Pont (Perusahaan kimia di Amerika Serikat) mengembangkan analisis DuPont. Analisis bertujuan untuk memisahkan Return On Asset ke dalam dua bagian: perputaran aset dan profit margin.

Analisis Du Pont bisa dikembangkan lebih lanjut dengan memasukkan Utang/modal untuk menghitung *Return on Equity*.

ROA bisa dipecah ke dalam profit margin dan perputaran Aset.

ROA = Profit margin × Perputaran Aset ..... (5)

Dengan memasukkan Utang, ROE bisa dihitung sebagai berikut ini.

ROE= ROA / (1 – (Total Utang/Total Aset)) ..... (6)

Dari formula di atas, terlihat bahwa untuk menaikkan ROE, manajer keuangan bisa melakukan beberapa hal:

1. Menaikkan ROA, yang bisa dilakukan dengan menaikkan profit margin, atau menaikkan perputaran Aset, atau keduanya, sambil mempertahankan tingkat Utang.
2. Menaikkan Utang (financial leverage) sambil mempertahankan ROA. Dengan naiknya Utang, pembagi dalam persamaan di atas menjadi lebih kecil, dan dengan demikian ROE akan meningkat.
3. Menaikkan ROA dan Utang bersamaan.

5. Economic Value Added (EVA)

5.1. EVA

EVA merupakan ukuran kinerja yang menggabungkan perolehan nilai dengan biaya untuk memperoleh nilai tambah tersebut. Pendekatan EVA yang dikembangkan oleh lembaga konsultan manajemen asal Amerika Serikat, Stern Steward Management Services pada pertengahan 1990-an. Secara matematis, formula EVA bisa dituliskan sebagai berikut ini.

EVA = NOPAT – Biaya Modal … (7)

Karena NOPAT pada dasarnya tingkat keuntungan yang diperoleh dari modal yang kita tanam, dan biaya modal adalah biaya dari modal yang kita tanamkan, maka NOPAT dan biaya modal bisa dituliskan sebagai berikut.

NOPAT = Modal yang Diinvestasikan × ROIC

Biaya Modal = Modal yang Diinvestasikan × WACC

Karena itu, EVA bisa juga dituliskan sebagai berikut ini.

EVA = Modal yang Diinvestasikan (ROIC – WACC)

dimana ROIC = Return on Invested Capital

WACC = Weighted Average Cost of Capital

Formula di atas menunjukkan bahwa nilai tambah yang diperoleh adalah nilai tambah bersih (net), yaitu nilai tambah yang dihasilkan dikurangi dengan biaya yang digunakan untuk memperoleh nilai tambah tersebut. Berbeda dengan pengukuran kinerja akuntansi yang tradisional (seperti ROE), EVA mencoba mengukur nilai tambah yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan.

EVA menghasilkan angka (dalam unit moneter). EVA bisa diinterpretasikan sebagai nilai tambah bersih, yaitu nilai tambah kotor dikurangi biaya modal yang digunakan untuk menghasilkan investasi tersebut. Kedua pendekatan untuk menghitung EVA menghasilkan angka yang sama.

Kelebihan konsep EVA adalah bermanfaat sebagai penilai kinerja yang berfokus pada penciptaan nilai (value creation), membuat perusahaan lebih memperhatikan struktur modal, dan dapat digunakan untuk mengidentifikasikan kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian lebih tinggi daripada biaya modal. Selain itu, manajemen dipaksa untuk mengetahui berapa *the true cost of capital* dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal yang merupakan hal yang sesungguhnya menjadi perhatian para investor dapat diperlihatkan secara jelas. Dapat diketahui berapa jumlah sebenarnya dari modal yang diinvestasikan ke dalam bisnis dengan tidak terpaku pada aturan-aturan akuntansi yang memperlakukan investasi seperti pada penelitian dan pengembangan dan pelatihan karyawan sebagai *expense*.

Penilaian kinerja dengan menggunakan pendekatan EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dengan EVA, para manajer akan berfikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimumkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimumkan.

Dengan berbagai keunggulannya, EVA juga mempunyai beberapa kelemahan. Pertama, EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Dengan demikian bisa saja suatu perusahaan mempunyai EVA pada tahun yang berlaku positif tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena EVA di masa datangnya negatif.

Secara konseptual EVA mungkin lebih unggul daripada pengukur tradisional akuntansi, namun secar praktis belum tentu EVA dapat diterapkan dengan mudah.

Proses perhitungan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal dan estimasi ini terutama untuk perusahaan yang belum *go public* sulit untuk dilakukan.

5.2. Market Value Added (MVA)

MVA menghitung selisih antara nilai pasar dengan nilai buku saham. Formula MVA bisa dilihat berikut:

MVA = Nilai pasar saham – Nilai buku saham ..... (8)

MVA dihitung dengan menggunakan dasar nilai buku saham awal. MVA dengan demikian mengukur prestasi perusahaan sejak perusahaan tersebut berdiri. MVA hanya digunakan untuk perusahaan secara keseluruhan, sedangkan EVA bisa digunakan untuk divisi disamping juga untuk perusahaan secara keseluruhan.

BAB 3
MANAJEMEN MODAL KERJA

- Modal kerja kotor mengacu pada Asetlancar, yang meliputi kas, piutang dagang, dan persediaan. Modal kerja bersih diartikan sebagai Asetlancar dikurangi Utang lancar. Modal kerja bersih operasional diartikan sebagai Asetlancar operasional dikurangi Utang lancar operasional. Asetlancar operasional mencakup kas, piutang dagang, dan persediaan. Sedangkan utang lancar operasional mencakup utang dagang dan utang akrual (misal utang gaji dan utang pajak)
-). Kebijakan modal kerja akan tercermin pada rasio-rasio lancar, khususnya rasio likuiditas.

Kenapa perusahaan mempunyai modal kerja?' Jawabannya adalah karena adanya ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan tersebut memaksa perusahaan untuk mempunyai modal kerja. Jika biaya transaksi tidak ada, segala aktivitas bisa diperkirakan dengan jelas (kondisi kepastian), tidak ada biaya kebangkrutan, maka modal kerja tidak diperlukan.

Berikut ini beberapa kondisi ketidaksempurnaan pasar yang membuat keputusan modal kerja menjadi penting.

Biaya Transaksi. Biaya transaksi mencakup biaya eksplisit (misal biaya komisi pembelian atau penjualan aset) dan juga biaya implisit. Contoh biaya implisit adalah harga yang terlalu murah (mahal) jika perusahaan menjual (membeli)

Kelambatan/Ketidaksinkronan Aktivitas. Dalam situasi normal: ada kemungkinan kelambatan kedatangan bahan mentah, atau produk yang sudah jadi tidak bisa langsung dikirim langsung ke distributor, atau permintaan produk tidak diketahui dengan pasti. Dalam situasi tersebut, persediaan bahan mentah dan produk diperlukan untuk mengantisipasi kelambatan kedatangan bahan mentah atau permintaan yang lebih tinggi dari yang diantisipasi. Dalam situasi ketidaksempuranaan pasar, modal kerja akan diperlukan.

Kemungkinan Kebangkrutan/Kesulitan Pembayaran. Biaya kebangkrutan cukup signifikan. Kebangkrutan bisa disebabkan oleh kondisi perusahaan (prospek) yang memburuk, tetapi juga bisa dikarenakan ketidakmampuan memenuhi kewajibannya.

2. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Modal Kerja

2.1. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Aset Lancar

Berikut ini faktor-faktor tersebut.

Karakteristik Bisnis. Sektor usaha (industri) mempunyai karakteristik yang berbeda satu sama lain, termasuk dalam penggunaan modal kerja.

Ukuran Perusahaan. Perusahaan kecil cenderung mempunyai modal kerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar.

ekonomi modal kerja, atau aliran kas yaBeberapa kemungkinan jawaban atas fenomena tersebut: (1) Perusahaan besar menjadi semakin modal intensif, (2) Perusahaan besar mempunyai skala ng relatif stabil, dan (3) Perusahaan besar mempunyai akses yang lebih baik ke pasar keuangan, sehingga tidak perlu memegang modal kerja lebih besar.

Aktivitas Perusahaan. Jika perusahaan meningkat aktivitasnya (penjualan meningkat), Asetlancar dan Utang lancar yang bersifat spontan juga meningkat.

Stabilitas Penjualan Perusahaan. Jika penjualan stabil, Asetlancar cenderung semakin kecil. Sebaliknya, jika penjualan berfluktuasi, Asetlancar akan cendrung semakin besar.

2.2. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Utang Lancar

Faktor yang mempengaruhi Utang lancar bisa digolongkan menjadi dua:

Faktor Eksternal. Industri tertentu cenderung mempunyai Utang lancar lebih besar. Sebagai contoh, usaha retail menggunakan Asetlancar (biasanya dalam bentuk barang dagangan) yang lebih besar dibandingkan dengan industri manufaktur.

Faktor Internal Kebijakan Manajemen. Manajemen mempunyai pilihan apakah menggunakan Utang lancar yang tinggi atau yang rendah. Jika fleksibilitas manajemen cukup tinggi, manajemen akan menggunakan Utang lancar yang lebih kecil.

3. Strategi Modal Kerja

3.1. Strategi Aset Lancar

Secara umum, Aset lancar mempunyai tingkat keuntungan lebih kecil diandingkan Aset tetap. Jika perusahaan mempunyai Aset lancar yang lebih tinggi, maka perusahaan bisa mengurangi risiko (contoh, risiko likuditas), tetapi konsekuensinya perusahaan akan memperoleh profitabilitas yang lebih rendah juga.

3.2. Strategi Pendanaan

Ada tiga pendekatan dalam pendanaan jangka pendek:

(1) Matching atau Hedging

(2) Agresif, dan

(3) Konservatif.

4. Siklus Kas (*Cash Conversion Cycle*)

4.1. Pengertian Siklus Kas

Siklus kas merupakan "perjalanan" kas, mulai dari kas dikeluarkan (untuk membeli bahan-bahan) sampai kas kembali lagi (piutang dibayarkan). Diagram berikut ini akan memperjelas siklus kas. Kegiatan semacam itu menggambarkan bagaimana siklus kas terjadi, yaitu dikeluarkan oleh perusahaan dan pada akhirnya akan kembali lagi ke perusahaan.

Siklus kas bisa dihitung sebagai berikut:

Siklus Kas = Periode pengumpulan Piutang + Periode Persediaan – Periode pembayaran Utang dan rekening akrual

4.2. Menggunakan Neraca untuk Menghitung Siklus Kas

Berapa siklus kas perusahaan tersebut? Pertama, kita akan menghitung perputaran untuk setiap komponen modal kerja (Asetlancar dan Utang lancar). Untuk Asetlancar, perputaran piutang dan persediaan akan dihitung, sedangkan untuk Utang lancar, semuanya akan dihitung. Perputaran asset/Utang menunjukkan seberapa sering suatu asset/Utang berputar untuk setiap periode tertentu (setahun dalam hal ini). Jika kita mengetahui perputaran suatu aktiva/Utang, kita bisa menghitung periode siklusnya. Setelah periode tertanamnya kas untuk setiap asset/Utang bisa dihitung, langkah berikutnya adalah menghitung siklus kas.

5. Menghitung Kebutuhan Modal Kerja

5.1. Menghitung Modal Kerja dengan Metode Perputaran Aset

Metode ini mengasumsikan perputaran aset yang konstan. Pertama kita perlu menghitung tingkat perputaran masing-masing komponen modal kerja.

Modal kerja bersih bisa didefinisikan sebagai Aset lancar minus Utang lancar. Aset lancar terdiri atas kas, piutang dagang, dan persediaan. Sedangkan Utang lancar terdiri atas Utang dagang dan Utang wesel.

5.2. Metode Keterikatan Dana

Metode keterikatan dana menghitung seberapa lama dan seberapa besar dana "terikat". Besarnya dana yang "terikat" tersebut merupakan kebutuhan modal kerja. Pada waktu manajer membeli bahan mentah, maka manajer tersebut akan mengeluarkan kas. Kemudian bahan mentah tersebut diproduksi menjadi produk (persediaan), dijual dengan (misal) kredit, kemudian pada akhirnya dilunasi. Kas akan kembali ke tangan manajer keuangan. Selama siklus kas tersebut, kas yang dikeluarkan akan "terikat" dan baru "bebas" pada saat kredit dilunasi. Besarnya modal kerja tergantung dari dua hal, yaitu:

1. Periode terikatnya dana
2. Rata-rata pengeluaran kas setiap harinya.

6. Memonitor Modal Kerja (Posisi Likuiditas)

Beberapa indikator yang bisa dipakai untuk memonitor kondisi likuiditas atau modal kerja perusahaan adalah:

1. Periode pelunasan piutang yang semakin melambat (meningkat)
2. Aliran kas masuk harian (operasional) yang semakin menurun
3. Persediaan yang semakin menumpuk
4. Rasio lancar (Aset lancar /Utang lancar) yang semakin kecil, yang berarti Utang lancar semakin naik

Setelah permasalahan modal kerja terdeteksi, manajer keuangan bisa melakukan beberapa langkah:

1. Mengendalikan tingkat persediaan.
2. Mengendalikan investasi pada piutang.
3. Mengurangi atau mengendalikan aliran kas keluar yang rendah prioritasnya.

Untuk meningkatkan fleksibilitas perusahaan, dan menangani permasalahan likuiditas yang mungkin muncul secara mendadak, manajer keuangan bisa melakukan beberapa hal:

1. Membuka perjanjian khusus dengan bank, agar bisa memperoleh pinjaman jika ada situasi likuditas yang mendadak
2. Membuka pinjaman line of credit dengan pihak bank.

3. Manajer keuangan membuka akses ke pasar keuangan.
4. Manajer keuangan bisa memegang surat berharga jangka pendek yang likuid.
5. Menjual piutang (factoring), meminjam dengan jaminan persediaan.

Tentu saja alternatif di atas masih bisa ditambah. Yang penting dalam penjelasan di atas adalah manajer keuangan mempunyai kemampuan menyesuaikan diri terhadap kebutuhan likuiditas yang mendadak, mempunyai cadangan kas yang cukup jika kebutuhan tersebut muncul. Kemampuan tersebut sering disebut sebagai protective liquidity (likuditas berjaga-jaga).

BAB 4
MANAJEMEN KAS

Item aset yang paling likuid adalah kas.

1. Pendahuluan

1. Motif Memegang Kas

Ada beberapa motif kenapa perusahaan memegang kas:

Motif Transaksi. Kas diperlukan untuk memenuhi kebutuhan transaksi.

Motif Berjaga-jaga. Alasan lain memegang kas adalah untuk berjaga-jaga menghadapi ketidakpastian di masa mendatang.

Kebutuhan di Masa Mendatang. Kebutuhan kas bisa meningkat pada saat ada kejadian-kejadian tertentu di masa mendatang.

Saldo Kas Minimal (*Compensating Balances*). Bank seringkali mensyaratkan saldo minimal yang harus tetap berada di rekening perusahaan di bank.

2. Manajemen Kas

Ada tiga hal yang ingin dilakukan oleh manajer keuangan ketika mengelola kas:

1) Mempercepat pemasukan kas
2) Memperlambat pengeluaran kas
3) Memelihara saldo kas yang optimal.

Dua langkah pertama (langkah 1 dan 2), *cash availability* (ketersediaan kas) diharapkan akan meningkat. Semakin besar ketersediaan kas (atau kas yang bisa dipegang oleh perusahaan), semakin baik untuk perusahaan. Meningkatkan *cash availability* konsisten dengan tujuan meningkatkan siklus kas, siklus kas (*cash conversion cycle*) yang kecil akan menurunkan investasi pada modal kerja.

2.1. Mempercepat Pemasukan Kas

Penjualan kas. Cara ini tentunya merupakan cara yang paling langsung. Dengan penjualan kas, tanpa piutang, manajer keuangan akan memperoleh kas.

Potongan kas (Cash discount). Potongan kas ditujukan untuk mempercepat pembayaran piutang oleh pembeli/pelanggan perusahaan.

Desentralisasi Pusat Penerimaan Pembayaran. Misal pelanggan tersebar secara geografis, dan pelanggan mempunyai kebiasaan menggunakan pos-wesel sebagai alat pembayaran, atau cek pribadi pada negara maju. Untuk mempercepat perjalanan uang tersebut, perusahaan bisa menyebarkan

Lockboxes. Lockboxes mempunyai ide yang sama dengan concentration banking. Misalkan pembeli tersebar ke dalam pelosok-pelosok kota. Cara mempercepat pembayaran mereka adalah dengan mendirikan kotak-kotak penerimaan yang ditaruh di kantor pos. Pelanggan cukup memasukkan pembayaran di kotak di kantor pos yang terdekat.

2.2. Memperlambat Pengeluaran Kas

Ada beberapa cara untuk memperlambat pembayaran:

Pembelian dengan Kredit. Pembelian dengan kredit berarti supplier mendanai lebih dulu pembelian yang dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan dengan demikian mempunyai kesempatan menunda pengeluaran kas.

Memanfaatkan Float. Float merupakan selisih perbedaan saldo bank dengan saldo kas perusahaan.

Menggunakan Draft. Draft merupakan tanda bayar yang harus diotorisasi oleh pihak perusahaan untuk kemudian dibayarkan. Istilah kas bon sering digunakan.

Pembayaran Secara Sentral. Dalam cara ini, setiap tagihan yang datang ke cabang perusahaan akan diserahkan ke pusat untuk dimintakan otorisasi. Setelah pusat memberikan otorisasi, baru kemudian diserahkan lagi ke cabang dan kemudian bisa dibayarkan.

Cek Dibayar pada Hari Tertentu. Cek bisa dipakai untuk memperlambat pembayaran kas.

2.3. Analisis Manafaat dan Biaya untuk Mempercepat/Memperlambat Aliran Kas

Analisis manfaat-biaya bisa digunakan untuk memutuskan apakah alternatif mempercepat atau memperlambat aliran kas sebaiknya dilakukan atau tidak. Alternatif akan dilakukan jika manfaatnya lebih besar dibandingkan dengan biayanya. Manfaat bisa dihitung sebagai biaya bunga yang bisa diperoleh jika perusahaan memegang kas.

3. Menentukan Saldo Kas Optimal

Perusahaan diharapkan memegang saldo kas yang optimal, yaitu saldo kas yang bisa menjaga likuiditas perusahaan, tetapi juga bisa menjaga produktivitas perusahaan.

3.1. Model Persediaan untuk Kas (Model Baumol)

Untuk menghitung saldo kas optimal, kita perlu mengetahui biaya yang berkaitan dengan penyimpanan kas. Setelah itu kita bisa meminimalkan biaya tersebut. Dengan kata lain, tujuan dari model ini adalah menghitung saldo kas yang optimal, yaitu saldo kas yang bisa meminimalkan total biaya transaksi.

Total biaya transaksi yang akan diminimalkan untuk memperoleh saldo kas optimal terdiri dari dua item:

(1) Biaya simpan: yang berupa biaya kesempatan (opportunity cost) yang muncul karena perusahaan memegang kas, bukannya memegang surat berharga. Dengan kata lain, biaya kesempatan adalah pendapatan bunga yang tidak bisa diperoleh karena perusahaan memegang kas.

(2) Biaya transaksi: biaya transaksi dihitung dari biaya yang harus dikeluarkan ketika manajer keuangan menjual surat berharga. Dengan kata lain, Biaya transaksi merupakan biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh saldo kas tersebut.

Biaya total dengan demikian bisa dituliskan sebagai berikut ini.

Biaya Total = Biaya simpan + Biaya transaksi

$$TC = (C / 2)\, i + (T / C)\, b \quad \ldots\ldots\ldots (1)$$

C = Saldo kas optimal

i = Tingkat bunga

T = Total kebutuhan kas dalam satu periode

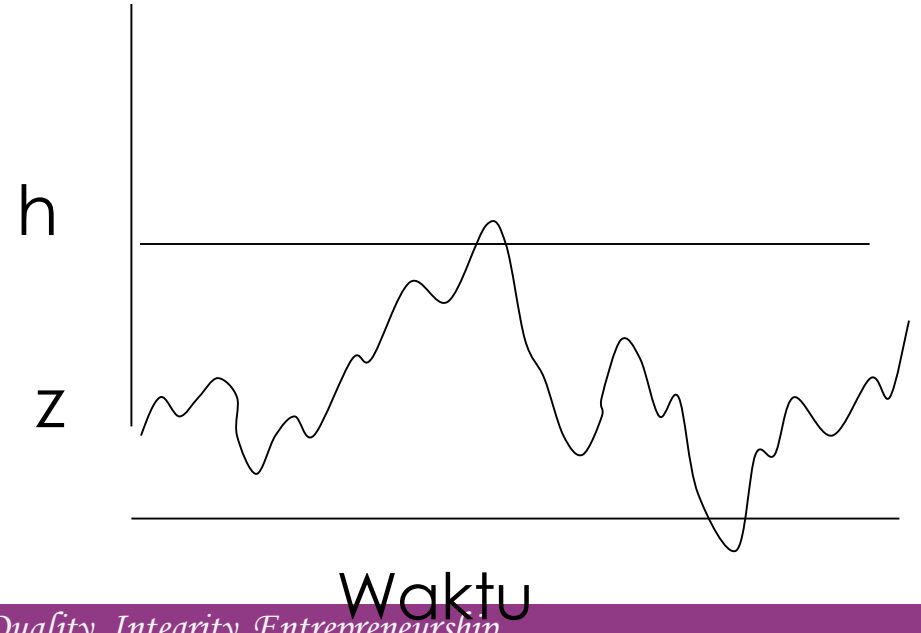
b = Biaya order kas

Jika saldo kas optimal besar, maka biaya simpan akan lebih tinggi, tetapi biaya transaksi akan lebih kecil. Sebaliknya, jika saldo optimal kecil, perusahaan akan semakin sering mengisi kas, berarti semakin tinggi biaya transaksi pengadaan kas; tetapi biaya simpan semakin kecil, karena rata-rata persediaan menjadi lebih kecil.

4.2. Model Random Aliran Kas (Model Miller-Orr)

Jika ketidakpastian aliran kas cukup besar, maka model persediaan untuk kas tidak bisa digunakan lagi. Model Miller-Orr mengasumsikan saldo aliran kas harian yang bersifat random, tidak konstan seperti pada model persediaan di atas.

Bagan 4. Model Kas Miller-Orr



Garis h menunjukkan batas atas, sedangkan garis z menunjukkan batas tengah. Jika saldo kas harian berfluktuasi di antara h dengan z, maka tidak ada tindakan apa-apa yang perlu dilakukan. Jika saldo kas harian menyentuh saldo nol, maka surat berharga senilai z dijual (sehingga saldo kas bertambah dengan z).

Jika saldo kas menyentuh h, maka surat berharga senilai h – z dibeli (sehingga saldo kas turun senilai h – z), agar saldo kas kembali ke level z (tidak terlalu besar).

Untuk menghitung saldo kas dengan menggunakan model Miller-Orr, berikut ini ringkasan langkah-langkah yang harus di-lakukan:

1.Menentukan batas minimal, apakah 0 atau jumlah tertentu yang menjadi jumlah minimal yang aman (minimum safety)

2.Menghitung standar deviasi aliran kas harian. Standar deviasi tersebut bisa dihitung dengan menggunakan data historis aliran kas bersih harian

3.Menentukan tingkat bunga harian

4.Memperkirakan biaya transaksi pembelian/penjualan surat berharga.

Model mereka bisa menghasilkan saldo kas yang lebih optimal dibandingkan saldo kas yang dipunyai oleh perusahaan-perusahaan dalam penelitian mereka.

4.3. Sinkronisasi Pengeluaran dan Pemasukan Kas melalui Anggaran Kas

Optimalisasi saldo kas bisa dilakukan dengan menggunakan anggaran kas. Dalam anggaran kas, manajer keuangan akan memperkirakan kas masuk dan kas keluar di masa mendatang. Kemudian saldo kas akan diperoleh dengan mengurangkan kas keluar terhadap kas masuk. Jika saldo kas yang diperoleh lebih besar dari target saldo kas, maka perusahaan sudah harus bersiap-siap mencari alternatif investasi kelebihan kas tersebut.

Sebaliknya, jika saldo kas yang diperoleh ternyata lebih kecil dari target saldo kas, maka perusahaan harus bersiap-siap mencari alternatif untuk memperoleh kas tambahan, misal dari pinjaman jangka pendek.

BAB 5 dan 6
MANAJEMEN PIUTANG DAGANG DAN PERSEDIAAN

Widya Wiwaha Yogyakarta

MANAJEMEN PIUTANG DAGANG

1. Faktor yang Mempengaruhi Piutang

1.1. Kenapa Perusahaan Mempunyai Piutang

Secara umum, perusahaan akan lebih suka untuk menjual dengan tunai, karena akan menerima kas lebih cepat dan memperpendek siklus kas. Tetapi tekanan persaingan membuat perusahaan bersedia menjual secara kredit. Dengan demikian penggunaan piutang diharapkan bisa meningkatkan penjualan dan keuntungan, tetapi di lain pihak, piutang juga menyebabkan peningkatan biaya yang berkaitan dengan piutang.

1.2. Siklus Piutang Dagang

Tingkat piutang suatu perusahaan dalam suatu periode bisa dipecah ke dalam dua hal: (1) Besarnya piutang rata-rata, dan (2) Rata-rata lamanya periode pengumpulan piutang.

Sebagai contoh, jika suatu perusahaan mempunyai penjualan kredit rata-rata harian Rp.1 juta, kemudian lamanya periode pengumpulan piutang adalah 30 hari, maka piutang perusahaan, pada saat operasi perusahaan sudah mulai stabil, adalah:

Piutang = 30 hari × Rp1 juta = Rp30 juta

Piutang merupakan suatu investasi yang harus dibiayai. Dana untuk membiayai investasi tersebut bisa berasal dari beberapa hal, utang wesel atau hutang dagang.

1.3. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Besarnya Piutang

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi besar kecilnya piutang dagang. Faktor tersebut bisa dikelompokkan ke dalam dua bagian:

1.Eksternal: -Permintaan terhadap Produk,
-Karakteristik Industri.

2. Internal : -Kebijakan Promosi dan Iklan,
-Kebijakan Piutang.

1.3.1. Faktor Eksternal

Industri merupakan salah satu determinan penting tingkat piutang dan persediaan perusahaan. Faktor kompetisi juga mempengaruhi tingkat piutang dan persediaan. Faktor musiman juga bisa berpengaruh terhadap piutang. Sebagai contoh, jika penjualan suatu produk bersifat musiman.

1.3.2. Faktor Internal

Sebagai contoh, manajer keuangan mempunyai pilihan apakah akan melaksanakan kebijakan kredit yang longgar (yang berarti akan meningkatkan piutang) atau yang ketat (yang berarti akan meminimumkan piutang). Kebijakan promosi sampai tingkat tertentu akan mempengaruhi piutang.

2. Kebijakan Piutang

Kebijakan kredit bisa dilihat sebagai trade-off antara peningkatan keuntungan dan peningkatan biaya yang berkaitan dengan piutang dagang.

2.1. Analisis Kuantitatif Manfaat dan Biaya

Marjin kontribusi dipakai untuk perhitungan tambahan keuntungan dan biaya. Tambahan biaya bersumber dari biaya investasi pada piutang.

Marjin kontribusi dihitung sebagai berikut:

[(harga – biaya variabel) / harga] × 100%

2.2. Analisis Kualitatif Kebijakan Kredit

Manajer keuangan harus mencari informasi yang bisa dipakai untuk menentukan apakah seseorang atau perusahaan pantas menerima kredit. Informasi tersebut bisa diperoleh dari beberapa sumber:

1. Laporan keuangan. Laporan tersebut bisa dipakai untuk mengidentifikasi kemampuan ekonomis (kemampuan menghasilkan kas) dan juga stabilitas aliran kas yang dihasilkan.
2. Bank. Bank biasanya menyimpan informasi mengenai pelanggannya.
3. Asosiasi Perdagangan. Banyak asosiasi perdagangan yang mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai perusahaan yang menjadi anggotanya.

4. Pengalaman Perusahaan.
5. Informasi lainnya. Perusahaan bisa memperoleh informasi melalui laporan credit rating.

Manajer bisa menggunakan pendekatan tradisional yang lebih subyektif seperti yang disebut sebagai 5C.

1. Character. Karakter berarti sejauh mana kemauan calon penerima membayar hutang-hutangnya. Karakter tidak memperhitungkan kemampuan ekonomis, tetapi niat baik.
2. Capacity. Kapasitas melihat sejauh mana kemampuan keuangan perusahaan atau individu. Kapasitas melihat kemampuan ekonomis seseorang atau perusahaan.

3.Capital. Capital melihat sejauh mana modal yang dimiliki oleh seseorang atau perusahaan. Pihak dengan modal yang baik mempunyai kemampuan melunasi hutang yang lebih baik, cateris paribus.

4.Collateral. Perusahaan atau pihak yang memberikan jaminan dengan aset tertentu, akan berisiko semakin kecil.

5.Conditions. Kondisi ekonomi akan menentukan kemampuan perusahaan melunasi hutangnya.

2.3. Analisis Skoring (Pemberian Skor) dalam Analisis Kredit

Perusahaan kartu kredit barangkali mempunyai model tertentu (seperti model credit scoring) untuk menganalisis calon penerima kartu kredit. Model tersebut barangkali merupakan model dengan tehnik statistik diskriminan seperti berikut:

Y = 0.23 + 0.2 (Usia) + 0.003 (Pendapatan) +

500 (Kepemilikan rumah)

..... (1)

Kepemilikan rumah merupakan variabel dummy, yang bernilai 1 jika memiliki rumah, dan 0 jika tidak.

Untuk calon penerima kredit yang merupakan perusahaan, model semacam itu bisa dimodifikasi, misal sebagai berikut ini.

Y = 5 (Coverage biaya tetap) + 20 (Rasio quick) + 1.5

(Usia perusahaan)

Kemudian perusahaan mempunyai pengelompokkan kelas risiko sebagai berikut ini. Kelas risiko rendah jika skor di atas 50, kelas risiko menengah jika skor di antara 25 dan 50, dan kelas risiko tinggi jika skor di bawah 25.

3. Pengendalian Piutang

Jika piutang dagang menunjukkan kecenderungan meningkat, periode pengumpulan piutang meningkat, investasi dalam piutang semakin meningkat. Investasi yang semakin tinggi mengakibatkan kenaikan biaya, yang akan menurunkan profitabilitas.

Manajer keuangan perlu melakukan tindakan-tindakan yang diperlukan jika ada indikasi semacam itu, misal memperketat kebijakan kredit. Disamping itu, kenaikan piutang yang tidak terkendali bisa mengindikasikan kondisi bisnis yang semakin buruk.

Monitoring piutang dagang bisa dilakukan dengan mengawasi periode pengumpulan piutang.

Ada beberapa cara untuk mengawasi piutang: rata-rata periode piutang, aging schedule (skedul umur), dan payment pattern approach (pendekatan pola pembayaran).

3.1. Rata-rata Periode Pengumpulan Piutang (Days Sales Outstanding/DSO)

Adalah periode dari penjualan kredit terjadi sampai penjualan tersebut dibayarkan. Periode pengumpulan ingin melihat seberapa lama piutang dagang terbayar. Manajer keuangan bisa menghitung rata-rata pengumpulan piutang dengan menggunakan informasi laporan keuangan.

Perhitungan tersebut dilakukan dengan, pertama menghitung penjualan harian rata-rata sebagai berikut:

$$\text{Penjualan Harian Rata-rata} = \frac{\text{Total Penjualan}}{\text{365 hari}}$$

Kemudian periode pengumpulan piutang dihitung sebagai berikut:

$$\text{Rata-rata Periode Pengumpulan Piutang} = \frac{\text{Total Piutang}}{\text{PenjualanHarian Rata-rata}}$$

Rata-rata Periode Pengumpulan Piutang = Total Piutang / Total Penjualan / 365

3.2. *Aging Schedule* (Skedul Umur)

Skedul umur memecah lebih lanjut informasi piutang dagang berdasarkan umur dari masing-masing rekening piutang dagang. Informasi skedul umur diperoleh dari buku besar piutang dagang, karena itu manajer keuangan bisa memfokuskan pada 10% yang tidak membayar tepat waktu, karena informasi mengenai 10% tersebut bisa digali lebih lanjut.

3.3. Payment Pattern Approach (Pendekatan Pola Pembayaran)

Manajer keuangan harus selalu memonitor posisi piutang dagang secara konstan. Dua cara di atas (periode pengumpulan piutang dan skedul umur) mempunyai kelemahan yaitu tidak memperhitungkan penjualan musiman. Periode pengumpulan piutang dihitung sebagai berikut ini.

PPR = Piutang dagang / Perputaran Piutang

= Piutang dagang / (Penjualan / 360) ..... (2)

Piutang dagang pada titik tertentu mencerminkan penjualan di masa lalu (misal, satu atau dua bulan yang lalu). Sedangkan penjualan mencerminkan transaksi selama dua belas tahun terakhir (penjualan tahunan).

Sama dengan periode pengumpulan piutang, aging schedule juga mempunyai potensi memberikan informasi yang tidak tepat. Untuk menghilangkan pengaruh musiman, payment pattern approach (pendekatan pola pembayaran) bisa digunakan.

MANAJEMEN PERSEDIAAN

1. Persediaan: Tipe, Manfaat, dan Biaya

Persediaan biasanya mencakup beberapa jenis, seperti persediaan bahan mentan, persediaan bahan setengah-jadi, dan persediaan barang jadi (barang dagangan). Bahan mentah adalah bahan yang akan digunakan untuk memproduksi barang dagangan. Bahan setengah jadi adalah barang yang belum selesai sepenuhnya menjadi barang dagangan. Barang jadi adalah barang yang sudah selesai dikerjakan dan siap untuk dijual.

Kenapa perusahaan mempunyai persediaan? Sama seperti pada modal kerja pada umumnya, persediaan diperlukan untuk mengantisipasi "ketidaksempurnaan pasar". Persediaan bahan mentah diperlukan, sehingga proses produksi tidak akan terhambat hanya karena bahan mentah belum datang.

Secara spesifik, berikut ini beberapa manfaat investasi pada persediaan.

1. Memanfaatkan diskon kuantitas. Diskon kuantitas diperoleh jika perusahaan membeli dalam kuantitas yang besar.
2. Menghindari Kekurangan Bahan (Out of stock). Jika pelanggan datang untuk membeli barang dagangan, kemudian perusahaan tidak mempunyai barang tersebut, maka perusahaan kehilangan kesempatan untuk memperoleh keuntungan.

3. Manfaat Pemasaran. Jika perusahaan mempunyai persediaan barang dagangan yang lengkap, maka pelanggan atau calon pelanggan akan terkesan dengan kelengkapan barang dagangan yang di-tawarkan.

4. Spekulasi. Kadang-kadangan persediaan digunakan untuk berspekulasi.

Persediaan juga mempunyai biaya-biaya yaitu:

1. **Biaya Investasi**. Investasi pada persediaan, seperti investasi pada piutang atau modal kerja lainnya, memerlukan biaya investasi.
2. **Biaya Penyimpanan**. Biaya penyimpanan mencakup biaya eksplisit, seperti biaya sewa gudang, asuransi, pajak, dan biaya kerusakan persediaan.
3. **Biaya Order.** Untuk memperoleh persediaan, perusahaan akan melakukan order persediaan tsb..

2. Penentuan Saldo Persediaan Optimal: Model *Economic Order Quantity (EOQ)*

Model EOQ berusaha menghitung tingkat persediaan yang optimal. Model EOQ menghitung persediaan optimal dengan secara eksplisit memasukkan biaya pemesanan dan biaya penyimpanan.

2.1. Penurunan Model EQO

Model EOQ akan mencari Q optimal, yaitu

Q yang bisa meminimalkan total biaya persediaan. Total biaya persediaan diidentifikasi sebagai biaya pemesanan dan biaya penyimpanan.

1. Biaya Pemesanan (Order). Biaya pemesanan merupakan biaya yang terjadi karena aktivitas pemesanan persediaan.
2. Biaya penyimpanan. Jika perusahaan memegang persediaan dalam jumlah yang besar, biaya penyimpanan akan semakin meningkat.

Total biaya persediaan terdiri dari biaya simpan dan biaya pemesanan. Total biaya simpan dihitung sebagai biaya simpan per-unit dikalikan persediaan rata-rata. Total biaya pemesanan dihitung sebagai jumlah pemesanan yang dilakukan dikalikan biaya sekali pesan.

Total biaya bisa dituliskan sebagai berikut:

Total biaya = Biaya simpan + Biaya pesan

$$TC = (Q / 2) C + (S / Q) O \ldots\ldots\ldots (3)$$

TC = total biaya
Q = kuantitas persediaan yang dipesan
Q/2= persediaan rata-rata
C = biaya simpan
S = total kebutuhan persediaan per-periode
O = biaya pemesanan

2.2. Menentukan Titik Pemesanan Kembali

Misalkan dibutuhkan waktu selama 5 hari dari pesanan dikirimkan sampai pesanan datang (lead time), perusahaan bisa menentukan saat kapan perusahaan harus melakukan pemesanan kembali (reorder point).

Jika segala sesuatu berjalan seperti yang digambarkan, maka perusahaan bisa menentukan tingkat persediaan dan titik order dengan kepastian 100%. Tetapi pada situasi yang lebih realistis, faktor ketidakpastian akan selalu meliputi keputusan manajer keuangan. Untuk mengantisipasi ketidakpastian tersebut, perusahaan bisa menetapkan persediaan besi.

2.3. Konsep Persediaan Besi (*Safety Stock*)

Persediaan besi ditujukan untuk mengantisipasi perubahan-perubahan yang tidak diperhitungkan sebelumnya. Berikut ini contoh perubahan yang mungkin terjadi.

Perubahan lead time. Misalkan karena sesuatu hal, lead-time bukannya lima hari, melainkan menjadi tujuh hari. Jika perusahaan tidak mempunyai persediaan besi (*safety stock*), perusahaan akan mengalami *out of stock*. Perusahaan akan kehilangan kesempatan memperoleh keuntungan karena tidak bisa melayani pelanggan. Tetapi dengan persediaan besi, perusahaan masih bisa memenuhi kebutuhan pelanggan.

Perubahan Tingkat Penjualan.

Misalkan sesudah melakukan pemesanan kembali, tingkat penjualan melonjak.

Jika lead time tidak berubah, persediaan akan habis. Jika perusahaan mempunyai persediaan besi,maka kebutuhan tersebut bisa diambilkan dari persediaan besi. Tetapi tentu saja biaya simpan akan meningkat, karena persediaan besi meningkatkan tingkat persediaan yang dipegang perusahaan.

3. Sistem Pengendalian Persediaan

3.1. Metode ABC.

Metode ini menggolongkan persediaan berdasarkan nilai dan kuantitas. Dengan bagan semacam itu, manajer keuangan bisa memfokuskan pada item yang paling membutuhkan pengendalian persediaan

3.2. Just-In-Time

Sistem persediaan just-in-time bertujuan meminimalkan tingkat persediaan, kalau bisa tingkat persediaan ditekan menjadi nol. Sistem ini dipopulerkan oleh perusahaan di Jepang. Di Jepang, sistem ini dikenal sebagai sistem Kamban. Dalam sistem ini, bahan yang dibutuhkan datang hanya beberapa jam sebelum masuk proses produksi.

3.3. Sistem Pengendalian dengan Komputer

Komputer sering digunakan sebagai alat pengendalian persediaan. Dengan sistem tersebut, komputer akan mencatat persediaan awal. Kemudian, jika barang terjual, komputer akan secara otomatis mencatatnya dan memperbaharui posisi persediaan. Jika persediaan menyentuh batas tertentu, komputer akan secara otomatis memesan barang dagangan ke supplier. Sistem semacam itu bisa dikembangkan lebih lanjut menjadi MRP (Material Requirement Planning). Dalam sistem tersebut, sistem produksi dan persediaan dikoordinasi dengan kebutuhan produksi. Komputer akan mengkoordinasikan aktivitas produksi, menghasilkan skedul produksi dan kapan kebutuhan bahan produksi tertentu datang.

BAB 7
PENDANAAN JANGKA PENDEK

1. Tipe Pendanaan Jangka Pendek

Ada dua tipe pendanaan jangka pendek berdasarkan kategori spontanitas terhadap tingkat kegiatan perusahaan, yaitu:

1. Pendanaan spontan (*spontaneous financing*): jenis pendanaan yang berubah secara otomatis dengan berubahnya tingkat kegiatan perusahaan (misal dilihat dari penjualan perusahaan).
2. Pendanaan tidak spontan (*non-spontaneous financing*): jenis pendanaan yang tidak berubah secara otomatis dengan berubahnya tingkat kegiatan perusahaan.

2. Pendanaan spontan (spontaneous financing)

2.1.1. Jenis Pendanaan Spontan

Jenis pendanaan ini mengikuti kegiatan perusahaan. Ada beberapa contoh jenis pendanaan yang spontan: hutang dagang dan rekening-rekening akrual. Hutang dagang timbul karena perusahaan membeli pasokan dari supplier dengan kredit.

2.2. Mengevaluasi Tawaran Potongan Kas

Potongan kas bisa dilakukan oleh perusahaan yang memberikan penjualan kredit (kreditor). Tujuan potongan tersebut adalah agar debitur melunasi hutangnya lebih cepat. Biaya ditanggung oleh kreditor. Tetapi jika ada tawaran potongan kas dan perusahaan (debitur) tidak memanfaatkannya, maka ada biaya kesempatan (opportunity cost) yang hilang.

Biaya bunga efektif dari tawaran tersebut bisa dihitung sebagai berikut:

satu tahun diasumsikan 360 hari).

$$kd = \frac{2}{98} \times \frac{360}{20} = 36{,}7\%$$

Jika tidak memanfaatkan potongan kas, perusahaan bisa menurunkan biaya kesempatan yang hilang dengan cara memperpanjang masa pembayaran *(stretching)*, dengan cara membayar sesudah jatuh tempo.

Dalam beberapa situasi, upaya *stretching* semacam itu barangkali bisa dilakukan. Supplier akan membiarkan praktek tersebut. Tetapi dalam situasi lain, upaya stretching semacam itu tentu saja akan membuat supplier tidak senang. Dengan demikian perusahaan harus memperhatikan efek negatif dari *stretching* semacam itu.

3. Pendanaan Tidak Spontan

Jika penjualan meningkat, dan perusahaan ingin menambah dana dari bank, perusahaan akan mengajukan permohonan tambahan dana ke bank. Kemudian bank akan mengevaluasi permohonan tersebut, dan menentukan apakah permohonan tersebut diterima atau tidak. Alternatif lain, jika perusahaan ingin menerbitkan sekuritas, maka perusahaan tersebut harus memproses emisi sekuritas tersebut. Proses tersebut tidak bisa dilakukan secara otomatis.

3.1. Commercial Paper (CP)

Perusahaan besar bisa mengeluarkan instrumen CP untuk memenuhi kebutuhan dana mereka. CP merupakan surat hutang jangka pendek (jangka waktu 30-90 hari), tanpa jaminan, yang dikeluarkan oleh perusahaan besar dan dijual langsung ke investor. Biasanya hanya perusahaan besar yang bisa mengeluarkan CP. Penjualan tersebut bisa melalui bursa keuangan atau langsung ke calon pembeli potensial (investor). CP merupakan alternatif dari hutang jangka pendek yang diperoleh melalui bank. Instrumen CP dijual langsung ke investor, dengan demikian instrumen tersebut tidak melewati perantara keuangan (financial intermediary, misal perbankan).

3.2. Pinjaman Kredit

3.2.1. Jenis Pinjaman

Pinjaman kredit bisa berasal dari lembaga bank dan lembaga keuangan non-bank.

Ada dua jenis pinjaman dari bank:

1. Kredit transaksi, yaitu kredit yang ditujukan untuk tujuan spesifik tertentu.
2. Kredit Lini (Line of Credit). Dengan pinjaman ini, peminjam bisa meminjam sampai jumlah maksimum tertentu, yang menjadi plafon (batas atas) pinjaman.

3.2.2. Menghitung Tingkat Bunga Efektif Pinjaman Kredit

Bunga atau biaya efektif yang diperoleh perusahaan akan tergantung dari beberapa faktor seperti tingkat bunga pinjaman, saldo kas minimal, dan biaya lainnya. Misalkan perusahaan mengambil pinjaman sebesar Rp.10 juta. Tingkat bunga pinjaman adalah 20% per-tahun. Perusahaan meminjam selama 3 bulan. Satu tahun diasumsikan ada 360 hari. Bunga dihitung sebelum pajak. Berapa tingkat bunga efektif (TBE) yang dibayar perusahaan tersebut?

Bunga = Rp10 juta × (0,2 / 360) × 90= Rp500.000

TBE = $(1 + (500.000 / 10.000.000))^{360 / 90} - 1$ =
0,2155 atau 21,55%

Tingkat bunga efektif yang dibayarkan adalah 21,55%, sedikit lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat bunga nominal.

3.3. Factoring

3.3.1. Pengertian Factoring

Factoring atau anjak piutang berarti menjual piutang dagang.dari segi perusahaan yang mempunyai piutang, factoring mempunyai manfaat karena perusahaan tidak perlu menunggu sampai piutang jatuh tempo untuk memperoleh kas. Pihak piutang juga memperoleh manfaat karena factoring merupakan alternatif investasi.

Dalam factoring, ada tiga pihak yang terlibat, yaitu:

1.Pihak yang menjual piutang dan membutuhkan dana tunai, pihak ini disebut sebagai pihak 1

2.Pihak yang berhutang kepada pihak (1), yaitu pihak 2

3.Pihak yang membeli piutang dan memberikan kas kepada pihak (1), yaitu pihak 3. Pihak ini juga disebut sebagai factor.

Factoring bermula dari penjualan kredit yang mengakibatkan timbulanya piutang dagang. Perusahaan yang mempunyai piutang (Pihak 1) membutuhkan dana cepat untuk mendanai kegiatan operasional. Pihak 1 tersebut bisa menjual piutang dagang ke factor atau perusahaan anjak piutang (pihak 2). Pihak 2 memberikan kas kepada pihak 1. Sekarang piutang menjadi milik pihak 2. Pihak 3 melakukan penagihan piutang kepada pihak 2 dan pihak 2 membayar piutangnya ke pihak 3.

Kelayakan factoring sangat ditentukan oleh reputasi perusahaan yang berhutang (pihak 3). Reputasi pihak 1 relatif tidak begitu penting dalam transaksi ini. Factor dengan demikian harus mengevaluasi pihak 3, apakah pihak 3 mempunyai kemampuan membayar piutang atau tidak. Apabila tidak, maka piutang tersebut merupakan piutang berisiko tinggi dan karenanya tidak layak dibeli.

Secara spesifik, factoring mempunyai manfaat dari segi pihak 1 sebagai berikut,

1. Perusahaan terbebas dari pengurusan masalah administrasi piutang. Dengan factoring, buku besar piutang biasanya dipegang oleh faktor.
2. Perusahaan terbebas dari risiko piutang macet. Apabila penjualan piutang dilakukan dengan tanpa recourse (without recourse), maka risiko piutang akan tertagih menjadi tangungan factor sepenuhnya. Perusahaan akan terbebas dari piutang yang tidak ditagih.
3. Perusahaan bisa memperoleh dana dengan jaminan piutang. Praktis tidak ada jaminan nyata (barang riil) dalam transaksi piutang ini.
4. Prosedur relatif sederhana dan cepat. Cukup dengan menunjukkan faktur penjualan, perusahaan bisa memperoleh dana yang diinginkan.

5. Dengan menawarkan hutang dagang pada pembeli/pelanggan, perusahaan bisa menawarkan alternatif yang kompetitif sesuai dengan persaingan dalam negeri pembeli.
6. Jika perusahaan dan factor telah berhubungan lama, penjualan piutang bisa dilakukan secara kontinyu. Proses keputusan akan lebih cepat karena hanya ditentukan oleh reputasi pembeli.

3.3.2. Siapa Membutuhkan Factoring?

Situasi dimana factoring digunakan:

1.Perusahaan bisa menggunakan jasa factoring untuk memperoleh dana dan memperkuat cash-flownya.

2.Kadang-kadang kondisi usaha memburuk sehingga rasio keuangan kurang bagus.

3. Kadang-kadang ada perusahan yang tumbuh pesat tetapi tidak mempunyai divisi kredit.

4. Perusahaan tumbuh pesat seperti pada poin (3) diatas, kebutuhan dana melebihi dana yang ada. Perusahaan bisa menjual piutangnya.

5.Proses pinjaman dengan factoring bisa berlangsung relatif cepat. Keuntungan ini semakin terasa apabila perusahaan berkembang pesat dan kebutuhan dana dirasakan mendesak.

Secara singkat, perusahaan yang mebutuhkan dana factoring adalah perusahaan yang tidak dilayani oleh bank, baik karena perusahaan tidak bankable (tidak layak dimata bank) atau karena tidak mau pergi ke bank.

3.3.3. Pembiayaan Factoring

Biaya factoring biasanya terdiri dari dua macam: biaya komisi penjualan (factoring comission) dan biaya bunga. Biaya komisi dibebankan karena fungsi pengawasan piutang beralih ke factor. Factor memelihara buku besar piutang yang dijual, mengambil alih risiko piutang, dan juga melakukan penagihan piutang.

Biaya bunga dihitung mulai pada saat pemberian dana ke perusahaan sampai pada saat pembayaran piutang ke factor. Secara umum biaya bunga factoring biasanya lebih tinggi dibandingkan dengan biaya bunga bank (bisa sekitar 2% di atas tingkat bunga umum). Hal ini terjadi karena risiko factoring lebih tinggi dibandingkan dengan risiko kredit bank.

Dari segi factor, meskipun risiko factoring cukup tinggi, tetapi factor mempunyai keuntungan yang tidak dipunyai perusahaan biasa. Pertama, factor biasanya merupakan lembaga keuangan (bisa perbankan atau lembaga keuangan bukan bank). Lembaga semacam ini biasanya mempunyai informasi yang lebih baik mengenai risiko kredit dibandingkan perusahaan biasa. Kedua, dengan memegang portofolio piutang dagang yang terdiversifikasi, factor bisa mengurangi risiko tidak sistematis, yaitu risiko yang berkaitan dengan perusahaan spesifik.

3.4. Menjaminkan Piutang

Dengan alternatif ini, kepemilikan piutang masih ada di tangan perusahaan. Jika pinjaman tidak terbayar, piutang yang dijadikan jaminan bisa digunakan untuk melunasi pinjaman. Penjaminan bisa dilakukan atas semua piutang.

Biaya yang berkaitan dengan penjaminan piutang ada dua:

(1) biaya pemrosesan,

(2) biaya bunga.

3.5. Menjaminkan Barang Dagangan (Persediaan)

Prosedur yang dipakai akan sama dengan penjaminan piutang. Pemberi pinjaman akan mengevaluasi nilai persediaan, kemudian akan memberikan pinjaman dalam persentase tertentu dari nilai persediaan yang dijaminkan. Perusahaan bisa menjaminkan semua barang dagangannya.

Perusahaan juga bisa menjaminkan persediaan (barang dagangan) yang tertentu. Pemberi pinjaman bisa mengundang pihak ketiga yang independen, untuk memastikan penjualan barang dagangan akan digunakan untuk melunasi pinjaman.

Total biaya mencakup dua hal: biaya pemrosesan/administrasi dan biaya bunga.

3.6. Akseptansi Bank

3.6.1. Proses Penciptaan Akseptansi Bank

Akseptansi bank dimulai dari perintah membayar terhadap suatu bank atas sejumlah uang tertentu pada beberapa periode mendatang. Kemudian, daripada menunggu beberapa periode mendatang, perusahaan yang mempunyai surat perintah tersebut bisa menjual ke pihak lain dengan diskonto. Perusahaan bisa memiliki uang lebih cepat. Sedangkan pihak yang membeli memperoleh pendapatan bunga (selisih dari nilai nominal dengan harga jual) dari akseptansi tersebut. Akseptansi bank merupakan cara yang cukup populer untuk mendanai transaksi ekspor-impor. Instrumen aksep biasanya berjangka waktu antara 30 sampai 270 hari dengan kebanyakan 90 hari. Jangka waktu bisa dinegosiasikan agar sesuai dengan jangka waktu datangnya barang.

3.6.2. Menjual atau Menahan Akseptansi

Misal draft meminta pembayaran sejumlah Rp1juta, bank importir membebani biaya komisi sebesar 1,5%, jangka waktu draft adalah 60 hari. Jika eksportir memutuskan untuk menahan akseptansi sampai jatuh tempo, eksportir akan menerima secara diskonto sebesar:

Nilai nominal	Rp1.000.000
Komisi Rp1 juta - (0,015 x 60 / 360 x Rp1juta)	- Rp 2.500
Nilai bersih komisi	Rp 997.500

Satu tahun diasumsikan 360 hari. Komisi yang akan diterima oleh bank adalah Rp2.500. Misal bunga untuk akseptansi bank adalah 6%. Jika eksportir memutuskan menjual akseptansi tersebut, maka ia akan menerima:

Nilai bersih komisi	Rp997.500
Bunga (Rp1 juta x (0,06 x 60/360))	- Rp 10.000

Nilai akseptansi bersih	Rp987.500

Saat jatuh tempo bank importir akan menerima Rp1 juta dari importir. Biaya komisi akan dibayar oleh eksportir. Apakah dia akan menjual atau menahan akseptansi, eksportir akan membandingkan tingkat bunga akseptansi dengan tingkat bunga di pasar keuangan.

3.7. Repo

Repo atau disingkat Rp, merupakan kependekan dari *repurrchase agrement*. Misalkan dealer (penjual) sekuritas membutuhkan dana, ia bisa menjual surat berharga kepada pihak investor disertai dengan perjanjian bahwa ia akan membeli kembali surat berharga tersebut pada waktu tertentu dengan nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai pembelian. Nilai yang tinggi tersebut mencerminkan nilai pokok disertai dengan bunga pinjaman. Surat berharga yang sering dijadikan jaminan adalah SBI (di Indonesia) atau 'T-Bills (di Amerika Serikat).

Repo terms (term repo) sama seperti repo biasa, hanya jangka waktunya lebih panjang, yaitu lebih dari 30 hari. Pinjaman dengan cara repo dipandang sebagai pinjaman yang berisiko kecil, karena pinjaman tersebut dijamin oleh surat berharga yang dikeluarkan oleh pemerintah.

Reverse repo merupakan kebalikan dari repo. Disini dealer mencari pihak yang mempunyai surat berharga, kemudian membeli surat berharga tersebut disertai dengan janji untuk menjual surat berharga tersebut pada beberapa periode mendatang dengan harga yang lebih tinggi. Harga yang lebih tinggi tersebut mencerminkan pokok pinjaman ditambah dengan bunga pinjaman. Apabila jangka waktu repo tersebut cukup pendek, surat berharga yang dijadikan jaminan barangkali tidak perlu berpindah tangan secara fisik (ke pihak investor), karena cara tersebut tidak praktis.

4. Evaluasi Sumber Pendanaan Jangka Pendek

Manajer keuangan bisa mengevaluasi dengan menggunakan kerangka: strategi pendanaan secara keseluruhan, biaya, ketersediaan, dan fleksibilitas.

Strategi Pendanaan.

Manajer keuangan bisa memilih strategi pendanaan agresif, moderat, atau konservatif. Masing-masing akan mempunyai konsekuensi yang berbeda. Dengan strategi aktif, manajer keuangan akan menggunakan pendanaan jangka pendek yang lebih besar dibandingkan dengan pendanaan jangka panjang (karena tingkat bunga pinjaman jangka pendek lebih kecil dibandingkan dengan tingkat bunga pinjaman jangka panjang).

Biaya. Seperti dijelaskan di bagian sebelumnya, manajer keuangan perlu menghitung biaya-biaya pendanaan yang meliputi biaya bunga dan biaya lainnya. Biaya efektif (yang benar-benar dibayar) yang seharusnya diperhatikan oleh manajer keuangan. Disamping biaya eksplisit, manajer keuangan juga harus melihat biaya implisit, yang sulit dihitung.

Ketersediaan. Suatu alternatif barangkali memberikan biaya yang murah dan selayaknya dipilih. Tetapi kalau perusahaan tidak bisa mengakses alternatif tersebut, maka perusahaan tidak bisa menggunakannnya. Sebagai contoh, CP biasanya diterbitkan oleh perusahaan besar yang sudah punya nama. Perusahaan kecil dengan demikian tidak bisa menggunakan CP. Banker's Acceptance yang biasa digunakan untuk perdagangan ekspor/impor.

Fleksibilitas

Manajer keuangan secara umum menginginkan fleksibilitas, meskipun melakukan pinjaman.

Pendanaan spontan (hutang dagang, hutang gaji) menyediakan sumber dana yang spontan, sehingga cenderung meningkatkan fleksibilitas. Alternatif utang bank barangkali akan mengurangi fleksibilitas jika bank menerapkan banyak ketentuan.

Pinjaman line of credit bisa meningkatkan fleksibilitas dibandingkan dengan pinjaman transaksi.

BAB 8
NILAI WAKTU UANG

Nilai waktu uang (time value of money) merupakan konsep sentral dalam Manajemen Keuangan. Kenapa time value of money penting? Setidak-tidaknya ada dua alasan kenapa demikian. Pertama, risiko pendapatan di masa mendatang lebih tinggi dibandingkan dengan pendapatan saat ini. Kedua, ada biaya kesempatan (opportunity cost) pendapatan masa mendatang.

1. Future Value

1.1.1.1. Nilai Masa Mendatang untuk Aliran Kas Tunggal

formula nilai masa mendatang sbb:

$$FV = P0 + P0\,(r)$$
$$= P0\,(1 + r) \qquad \ldots\ldots\ldots (1)$$

FV = Nilai masa mendatang (satu tahun)

P0 = Nilai saat ini

r = tingkat bunga

Jika periode investasi tidak hanya satu tahun, tetapi beberapa tahun, maka formula (1) di atas bisa dirubah menjadi sebagai berikut:

$$FV_n = PV_0 (1 + r)^n \quad \text{..... (2)}$$

FV_n = nilai masa mendatang (tahun ke n)
PV_0 = nilai saat ini
r = tingkat bunga
n = jangka waktu

Proses menanamkan uang ke bank dengan tingkat bunga tertentu selama periode tertentu dinamakan sebagai proses penggandaan (*compounding*).

Dalam proses penggandaan, bunga yang kita terima ditanamkan lagi sehingga menjadi bunga berganda yang berbeda dengan bunga sederhana (*simple interest).*

Formula untuk memasukkan penggandaan yang lebih dari sekali dalam setahun.

$$FV_n = PV_0 (1 + r / k)^{k \times n} \quad \ldots\ldots\ldots \quad (3)$$

FV_n = Nilai masa mendatang (tahun ke n)

PV_0 = Nilai saat ini

r = tingkat bunga

n = jangka waktu

k = frekuensi penggandaan

Dalam penggandaan kontinyu, nilai kemudian bisa dihitung:

$$FV_n = PV_0 \times e^{r \times T} \quad \ldots\ldots\ldots (4)$$

$e = 2{,}71828$

1.2. Future Value Annuity (Nilai Masa Mendatang untuk Seri Pembayaran)

Formula untuk menghitung nilai di masa mendatang sebagai berikut:

$$FVn = X [(1 + r)^n - 1] / r \quad \ldots\ldots\ldots (5)$$

X = jumlah pembayaran kas untuk setiap periode

r = tingkat bunga

n = jumlah periode

Aliran kas juga bisa dibayarkan setiap awal tahun, persoalan tersebut disebut sebagai Future Value Annuity Due.

Rumus untuk perhitungan tersebut adalah:

$$FV_{na} = X \left[((1 + r)^{n} - 1) / r \right] (1 + r) \quad \ldots\ldots\ldots (6)$$

FV_{na} = Future Value Annuity Dues

X = jumlah pembayaran kas untuk setiap periode

r = tingkat bunga

n = jumlah periode

2. Nilai Sekarang (Present Value)

2.1. Nilai Sekarang untuk Aliran Kas Tunggal

Nilai sekarang merupakan kebalikan dari nilai kemudian. Apabila dalam nilai masa mendatang kita melakukan penggandaan, dalam present value, kita melakukan proses pendiskontoan (discounting process). nilai kemudian (future value) bisa dihitung dengan formula berikut ini.

$$FV_n = PV_0 (1 + r)^n$$

Dimana FV_n = nilai kemudian, PV_0 = nilai sekarang, r = tingkat bunga atau tingkat penggandaan, sedangkan n = jumlah periode. PV bisa diartikan sebagai present value dari

Dengan demikian present value dari aliran kas sebesar FV bisa dihitung dengan menuliskan kembali formula di atas sebagai berikut ini.

$$PV_0 = FV_n / [(1 + r)^n] \quad \ldots\ldots\ldots (7)$$

Rumus berikut ini, yang merupakan kebalikan rumus future value, bisa digunakan untuk menghitung present value dalam situasi di atas.

$$PV_0 = FVn [1 + (r / k)]^{n \times k} \quad \ldots\ldots\ldots (8)$$

Jika proses penggandaan dilakukan secara kontinyu, nilai sekarang bisa dihitung dengan rumus berikut ini.

$$PV_0 = (FV_n / e^{r \times T}), \quad \ldots\ldots\ldots (9)$$

dimana e = 2,71828

2.2. Nilai Sekarang untuk Seri Pembayaran Kas (Annuity)

2.2.1. Nilai Sekarang untuk Periode Terbatas

Formula present value annuity bisa dihitung sebagai berikut:

$$PV = C \times PVIFA_{r,n} \quad \ldots\ldots\ldots (10)$$

C = Aliran kas perperiode (yang besarnya sama)

$PVIFA_{r,n}$ = Present Value Interest Factor Annuity dengan tingkat bunga r dan periode n.

$PVIFA_{r,n}$ bisa dilihat pada tabel

Sebagai alternatif tabel, kita bisa menghitung Present Value aliran kas annuity dengan formula berikut:

$$PV = [\, C - C/\,(1+r)^n \,] \,/\, r \qquad \ldots\ldots\ldots (11)$$

PV = Present value aliran kas di masa mendatang

C = Aliran kas perperiode (besarnya sama)

r = tingkat discount rate

n = jumlah periode

Pada beberapa situasi, aliran kas akan diterima pada awal periode, bukannya pada akhir periode. Persolaan di atas sering disebut sebagai Present Value Annuity Due.

Dalam persoalan present value annuity due, setiap aliran kas digandakan sekali lagi. Karena itu, formula yang bisa dipakai untuk persoalan (Present value annuity due) adalah sebagai berikut ini.

$$PV = \{ [C - (C / (1 + r)^{n})] / r \} (1 + r) \quad \ldots\ldots\ldots (12)$$

2.2.3. Nilai Sekarang untuk Periode yang Tidak Terbatas (Perpetuity)

Misalkan kita akan menerima aliran kas sebesar Rp1.000 pertahun selamanya, berapa present value aliran kas tersebut?

Tentunya menghitung aliran kas sampai periode tidak terhingga sangat sulit. Kita bisa melakukan beberapa penyederhanaan (manipulasi) bisa disederhanakan menjadi berikut ini.

PV = 1.000 / 0,1 = Rp10.000

Secara umum untuk aliran kas yang konstan yang akan kita terima sampai periode tidak terhingga, present value aliran kas tersebut adalah

$$PV = C / r \qquad \text{..... (13)}$$

dimana C = aliran kas per periode

r = tingkat diskonto

2.2.3. Nilai Sekarang untuk Periode yang Tidak Terbatas, Aliran Kas Tumbuh dengan Tingkat Pertumbuhan Tertentu

Sebagai contoh, suatu saham membagikan dividen pada awal tahun sebesar Rp1.000. Perusahaan tersebut akan meningkatkan dividen sebesar 5% pertahun untuk periode tidak terhingga. Berapa present value aliran kas tersebut jika tingkat diskonto yang kita pakai adalah 10%? Seri pembayaran di atas bisa disederhanakan menjadi rumus berikut ini.

$$PV = 1.050 / (0,1 - 0,05) = 21.000$$

Rumus di atas bisa kita generalisasi menjadi sebagai berikut ini.

$$PV = \frac{D1}{(r - g)} \quad \text{dengan asumsi } r > g \quad \ldots\ldots\ldots (14)$$

Jika r lebih kecil dari g, maka rumus di atas tidak bisa dipakai.

3. Tingkat Bunga Efektif

Pada waktu kita membicarakan penggandaan dengan frekuensi lebih dari satu, kita melihat bahwa nilai masa mendatang berbeda (lebih besar dalam hal ini) dengan nilai masa mendatang yang digandakan sekali dalam setahun. Tingkat bunga efektif ingin menghitung tingkat bunga 'efektif', yaitu tingkat bunga yang memperhitungkan proses penggandaan yang lebih dari sekali. Rumus tingkat bunga efektif bisa dihitung sebagai berikut:

$$\text{Tingkat bunga efektif (TBE)} = (1 + r / m)^{m} - 1 \quad \ldots\ldots\ldots (15)$$

Misalkan ada dua tabungan A dan B. A menawarkan tingkat bunga 11,5% dan digandakan sekali setahun. B menawarkan tingkat bunga 11% dan digandakan setiap hari. Berapa tingkat bunga efektif keduanya?

$$TBE_A = (1 + 0{,}115)^1 - 1 = 0{,}115 \text{ atau } 11{,}5\%$$

$$TBE_B = (1 + 0{,}11/365)^{1 \times 365} - 1 = 0{,}1163$$

atau 11,63%

Tingkat bunga nominal tabungan A lebih besar dibandingkan tingkat bunga nominal tabungan B. Tetapi tingkat bunga efektif tabungan B lebih baik dibandingkan tingkat tabungan efektif A. Maka tabungan B lebih menarik dibandingkan dengan tabungan A.

Tingkat bunga efektif bisa diperluas untuk menghitung seri aliran kas, sehingga tidak hanya proses compounding yang dibicarakan, tetapi juga nilai waktu uang (karena kas yang dibayarkan melewati lebih dari satu periode).

4. Aplikasi Nilai Waktu Uang

4.1. Pinjaman Amortisasi

Bank CBA menawarkan pinjaman senilai Rp10 juta, yang bisa dicicil pertahun selama 10 tahun, tingkat bunga yang dibebankan adalah 10%. Jika cicilan tersebut jumlahnya sama setiap periodenya, berapa besarnya cicilan tersebut?

Persoalan di atas bisa dilihat sebagai persoalan present value annuity. Skema aliran kas tersebut bisa dilihat sebagai berikut:

$$\text{Rp10 juta} = \frac{X}{(1+0{,}1)^{1}} + \ldots\ldots\ldots + \frac{X}{(1+0{,}1)^{10}} \quad \text{atau}$$

$$\text{Rp10 juta} = X \times [\, PVIFA_{10\%,10} \,]$$

Dari table di lampiran, terlihat nilai $PVIFA_{10\%,10}$ adalah 6,145. Perhitungan lebih detail (rinci) menunjukkan bahwa $PVIFA_{10\%,10}$ adalah 6,1445567.

Dengan demikian X bisa dicari:

X = Rp10 juta / 6,144567
= Rp1.627.454

Cicilan pertahun adalah Rp1.627.454 pertahun, yang akan dibayarkan selama 10 tahun.

4.2. Present Value suatu Seri Pembayaran

Bapak Jono sedang mempertimbangkan sebuah tanah. Harga tanah tersebut kalau dibayar tunai adalah Rp45 juta. Tetapi dia bisa membeli dengan kredit dengan cicilan jumlahnya 12 kali (12 tahun) yang dibayar pertahunnya sama. Uang muka yang harus dibayarkan adalah Rp10 juta. Apabila cicilan pertahunnya adalah Rp5 juta, berapa tingkat bunga yang ditawarkan kepada pak Jono tersebut? Dengan menggunakan software Excel, r didapatkan yaitu 9,45%. Jadi tingkat bunga yang ditawarkan kepada pak Jono tersebut adalah 9,45% pertahun.

4.3. Future Value Seri Pembayaran

Suatu keluarga mempunyai anak yang berumur enam tahun. Sepuluh tahun mendatang anak tersebut diharapkan sudah memasuki perguruan tinggi. Pada saat itu harus ada dana sebesar Rp100 juta. Tingkat bunga saat ini 15%. Berapa uang yang harus ditaruh di bank setiap akhir tahun, jika ada 10 kali setoran?

Persoalan di atas bisa dituliskan sebagai berikut:

$$Rp100 \text{ juta} = X\,(1 + 0{,}15)^9 + X\,(1 + 0{,}15)^8 + \ldots\ldots\ldots + X\,(1 + 0{,}15)^1 + X$$

$$Rp100 \text{ juta} = X \,.\, FVIFA_{(15\%,\ 10)}$$

$$Rp100 \text{ juta} = X \times 20{,}304$$

$$X = Rp100 \text{ juta} / 20{,}304 = Rp4{,}925 \text{ juta}$$

4. 4. Present Value antara Dua Periode

Misalkan kita akan menerima dana sebesar Rp1 juta mulai 21 tahun mendatang sampai pada akhir tahun ke 30. Berapa present value aliran kas tersebut, jika tingkat bunga yang relevan adalah 10%?

Jawab: Dengan menggunakan tabel PVIFA, terlihat bahwa tingkat bunga 10% untuk periode 30 adalah 9,427, sedangkan untuk periode 20 adalah 8,514. Karena kita membutuhkan PVIFA dari tahun 21 ke 30, maka kita mengurangkan 8,514 terhadap 9,427 (9,427 – 8,514 = 0,913). Present Value aliran kas tersebut adalah 0,913 × Rp1 juta = Rp913.000.

BAB 9
TEORI STRUKTUR MODAL

1. Pendekatan Tradisional

Pendekatan tradisional berpendapat akan adanya struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Struktur modal bisa dirubah-rubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal.

DEFINISI STRUKTUR MODAL

Ingat kembali neraca, sisi kiri adalah aktiva disebut stuktur harta/bisnis. Sisi kanan adalah hutang dan ekuitas yang disebut struktur keuangan (*Financial Structure*). Struktur modal (*Capital Structure*) didefinisikan sebagai komposisi dan proporsi hutang jangka panjang dan ekuitas (saham preferen dan saham biasa) yang ditetapkan perusahaan. Dengan demikian struktur modal adalah struktur keuangan dikurangi oleh hutang jangka jangka pendek.

STRUKTUR MODAL

Aktiva lancar :
Kas
Piutang Usaha
dll

Aktiva Tetap
Tanah

Goodwill

Hutang Lancar :
Hutang dagang
Hutang Wesel
dll

Hutang Jangka Pnjg :
Hutang Obligasi

Modal :
Modal Sendiri
Saham Preferen
Saham Biasa

DEFINISI STRUKTUR MODAL

Hutang jangka pendek tidak diperhitungkan dalam struktur modal karena jenis hutang ini umumnya bersifat spontan (berubah sesuai dengan perubahan tingkat penjualan). Sementara itu, hutang jangka panjang bersifat tetap selama jangka waktu yang relatif panjang (lebih dari satu tahun) sehingga keberadaannya perlu lebih dipikirkan oleh para manajer keuangan.

FAKTOR YG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL

Risiko Bisnis

Risiko bisnis dipengaruhi oleh empat hal yaitu perubahan penjualan (volume dan harga), perubahan harga masukan (tenaga kerja dan biaya produksi lain), kemampuan menyesuaikan perubahan harga keluaran akibat perubahan harga masukan, dan tingkat *leverage* operasi.

Pajak

Mengingat beban bunga dari hutang termasuk pengurang pajak, secara umum tingginya tingkat pajak akan mendorong perusahaan untuk lebih memilih hutang daripada ekuitas.

FAKTOR YG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL

Fleksibilitas Finansial

Faktor ketiga ini menyangkut kemampuan perusahaan untuk memperoleh modal dengan syarat-syarat yang dapat dipenuhi pada kondisi sulit.

Sikap Manajer

Manajer yg tergolong agresif lebih memilih sumber dana dari hutang yang mampu memberikan efek *leverage* keuangan lebih besar. Sebaliknya, manajer yg lebih konservatif cenderung memilih menerbitkan saham baru dari pada hutang

TEORI STRUKTUR MODAL

Inti persoalan teori strutur modal adalah menemukan keseimbangan antara manfaat dan biaya dari penggunaan hutang. Manfaat dari hutang berasal dari penghematan pajak (*tax shield*), yang memungkinkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran pajaknya. Ada pun biaya atas penggunaan hutang bersumber dari biaya kebangkrutan (*bancruptcy cost*), biaya keagenan (*agency cost*), dan biaya yang terkait dengan informasi tak simetris (*asymmetric information*).

TEORI STRUKTUR MODAL

A. Teori Struktur Modal Tradisional :
   1. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*)
   2. Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach* = NOI Approach)
   3. Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*)

B. Teori Struktur Modal Modern
   1. Model Modiglani-Miller (MM)
   2. Model Kraus Dan Lizenberger

PENDEKATAN LABA BERSIH

Pendekatan laba bersih (NI) mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan kapitalisasi (K_e) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang (K_d) yang konstan pula. Karena K_e dan K_d konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) semakin kecil sebagai akibat penggunaan utang yg semakin besar.

PENDEKATAN LABA OPERASI BERSIH

Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapa pun tingkat utang yg digunakan oleh perusahaan. Pertama, diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua penggunaan utang yg semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yg disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya resiko perusahaan.

PENDEKATAN TRADISIONAL

Pendekatan ini paling banyak dianut oleh para praktisi dan para akademik mereka memilih di antara kedua pendekatan di atas. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga suatu leverage tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga baik K_d maupun K_e relaif konstan. Namun demikian setelah leverage atau rasio utang tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat.

TEORI MODIGLIANI DAN MILLER (MM)

MM menggunakan beberapa asumsi untuk menopang dalilnya :

1. Individu dan perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan pada tingkat bunga pasar yang sama.
2. Tidak ada resiko kebangkrutan.
3. Tidak ada biaya transaksi atau hambatan untuk memperoleh informasi.

TEORI MODIGLIANI DAN MILLER (MM)

Apabila pajak tidak diperhitungkan, MM berpendapat bahwa kenaikan hutang pada struktur modal akan menaikkan ROE (*return on equity*) sekaligus menaikkan pula risiko investor. Karena dua pengaruh itu saling meniadakan, tanpa pajak dan risiko kebangkrutan, nilai suatu perusahaan tidak berpengaruh oleh tingkat *leverage*. Dengan kata lain, nilai perusahaan yang menggunakan hutang sama dengan nilai perusahaan tanpa hutang. Kondisi itu dinyatakan dalam persamaan berikut :

TEORI MODIGLIANI DAN MILLER (MM)

$$V_L = V_U$$

V_L = nilai perusahaan dengan *leverage*

V_U = nilai perusahaan tanpa *leverage*

Apabila pajak dipertimbangkan, teori MM dapat dinyatakan dalam persamaan berikut :

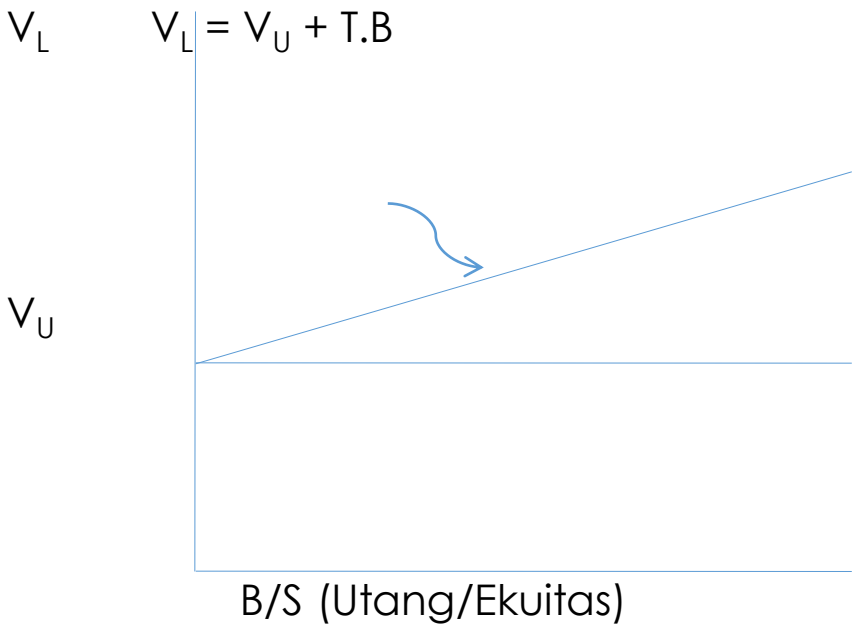
$$V_L = V_U + T.B$$

T = pajak (%) T.B = penghematan pajak (*tax shield*)

B = Hutang

TEORI MODIGLIANI DAN MILLER (MM)

Hubungan *leverage* dengan nilai perusahaan tanpa biaya kebangkrutan, disajikan dalam gambar berikut :



TEORI MODIGLIANI DAN MILLER (MM)

Persamaan dan gambar sebelumnya menyimpulkan bahwa nilai perusahaan akan terus meningkat secara linear, seiring dengan bertambahnya proporsi hutang pada struktur modal perusahaan. Hal itu mengandung makna bahwa makin tinggi proporsi utang makin tinggi nilai perusahaan. Sudah tentu hal ini tidak realistis sebab makin tinggi proporsi hutang yang digunakan dalam struktur modal makin tinggi pula risiko kebangkrutan yang mungkin dihadapi oleh suatu perusahaan. Namun, perlu diingat kembali bahwa MM memang mengabaikan risiko kebangkrutan dalam asumsi teorinya.

BIAYA KEBANGKRUTAN : KOREKSI MODEL MM OLEH KRAUS DAN LIZENBERGER

Kraus dan Lizenberger menyatakan bahwa faktor penghematan pajak (dari perusahaan yg berhutang) dihilangkan oleh meningkatnya ekspektasi atas biaya kebangkrutan. Bertambahnya tingkat *leverage* berdampak meningkatnya probabilitas risiko kebangkrutan, dan akhirnya meningkatkan pula biaya kebangkrutan. Kraus dan Lizenberger pada dasarnya ingin mengungkapkan bahwa struktur modal optimal akan tercapai jika tambahan dan penghematan pajak tepat sama dengan tambahan biaya kebangkrutan .

BIAYA KEBANGKRUTAN : KOREKSI MODEL MM OLEH KRAUS DAN LIZENBERGER

Model Kraus dan Lizenberger dijelaskan dengan persamaan dan gambar berikut :

$$V_L = V_{U+} T.B - PV \text{ (risiko kebangkrutan)}$$

V_L = nilai perusahaan dengan *leverage*

V_U = nilai perusahaan tanpa *leverage*

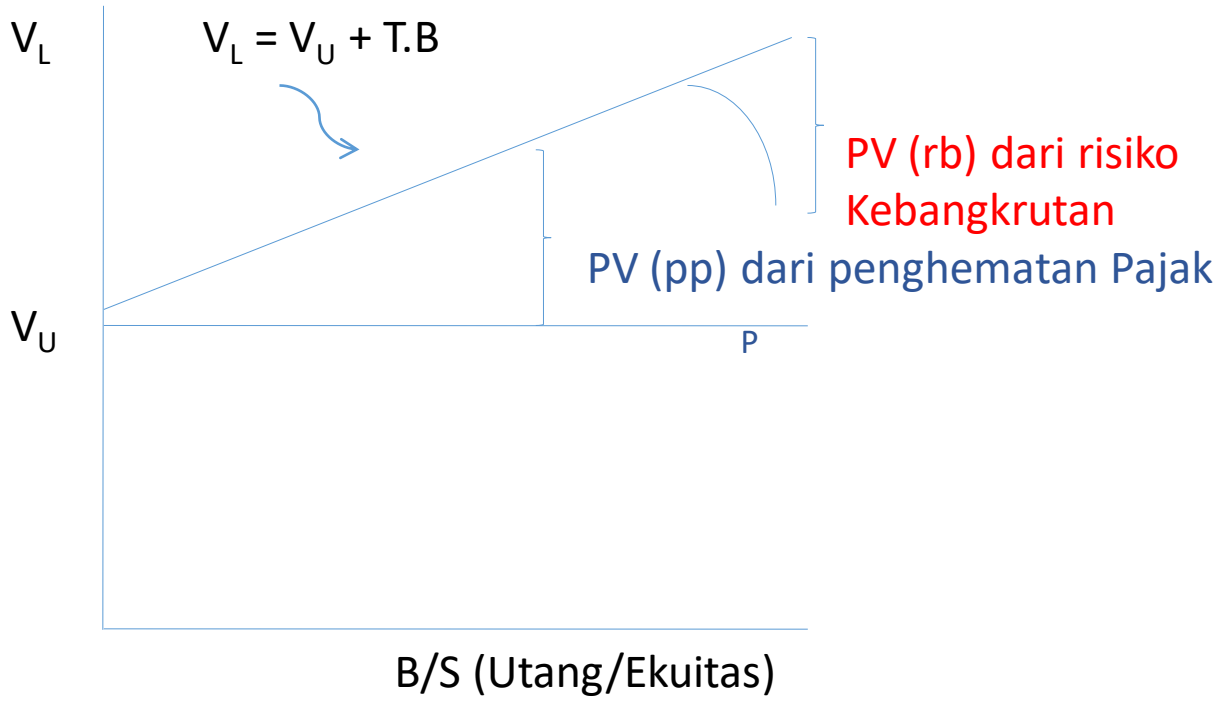
T = pajak (%) T.B = penghematan pajak (*tax shield*)

B = Hutang

PV = *present value* (risiko kebangkrutan)

BIAYA KEBANGKRUTAN : KOREKSI MODEL MM OLEH KRAUS DAN LIZENBERGER

Hubungan *leverage* dan nilai perusahaan dengan biaya kebangkrutan :



BIAYA KEAGENAN (*AGENCY COST*)

Dalam kaitannya dengan *leverage* dan struktur modal, biaya keagenan timbul akibat ketidakselarasan kepentingan antara pemilik dan kreditor. Selaku pemilik uang, kreditor merasa perlu mengatur pemilik perusahaan sedemikian rupa sehingga uang yang dipinjamkan dapat kembali berikut bunganya. Beberapa bentuk pengaturan dari pihak kreditor, antara lain menentukan jenis jenis dan jumlah kolateral, menetapkan tingkat likuiditas minimum (yang bisa memberi konsekuensi kepada para pemilik untuk mengurangi ekspansi bisnis), dan memutuskan secara ketat jumlah dividen yang dibayarkan.

IKHTISAR TEORI MODAL

MM berteori bahwa nilai perusahaan akan terus meningkat dengan bertambahnya proporsi hutang.

Kraus dan Lizenberger lalu mengoreksinya bahwa dengan adanya biaya kebangkrutan, nilai perusahaan tidak dapat terus menerus meningkat, bahkan bisa menurun.

Teori struktur modal yang relatif baru menambahkan biaya yang berpengaruh terhadap menurunnya nilai perusahaan juga berasal dari biaya keagenan.

TEKNIK ANALISIS PENGELOLAAN STRUKTUR MODAL

Tujuan teknik analisis itu bukan untuk menentukan struktur modal optimal dan memperkirakan harga saham akibat proporsi hutang tertentu, melainkan lebih untuk menjaga agar proporsi hutang dalam struktur modal berada pada tingkat yang relatif aman sehingga perusahaan dapat terhindar dari kebangkrutan, yang mungkin berujung pada pembubaran perusahaan (likuidasi).

ANALISIS EBIT – EPS

Ada dua jenis pendekatan :

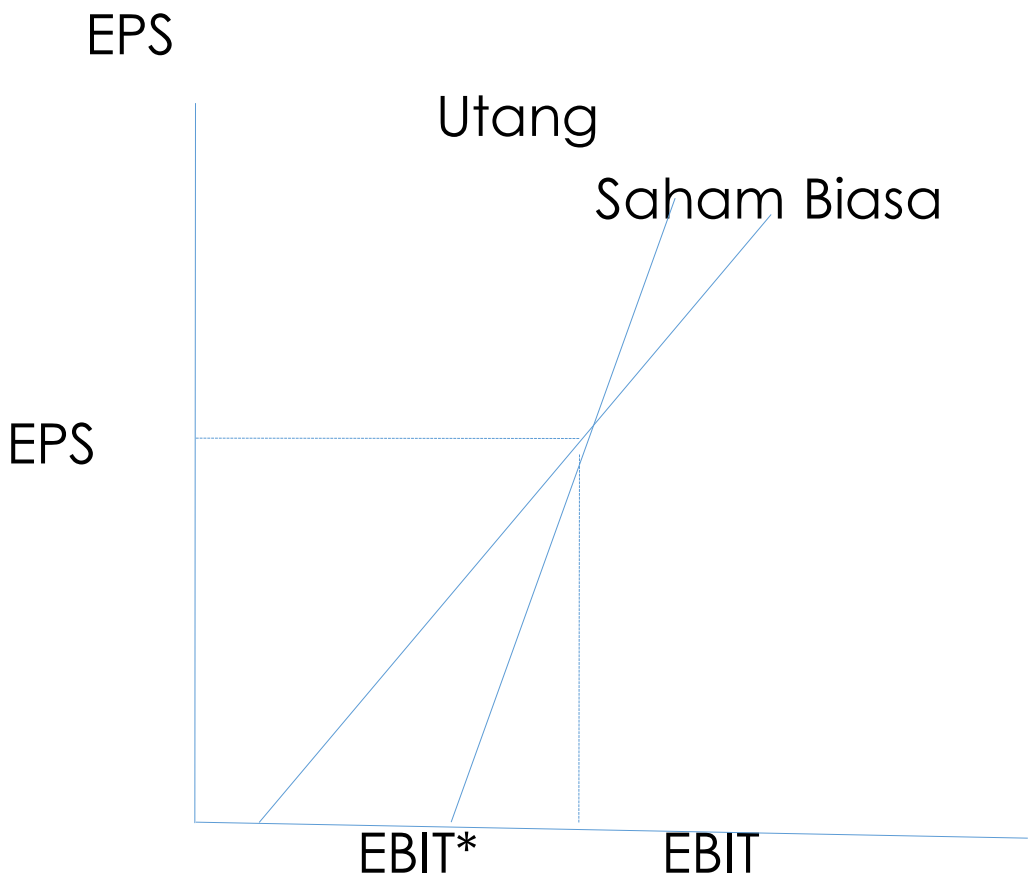
1. EBIT yang sudah diketahui

   EPS setiap sumber dana jangka panjang (utang, saham preferen dan saham biasa) dihitung. Jika EPS dari utang lebih tinggi daripada saham biasa, kita pilih utang untuk mendanai proyek tertentu.

1. Menyamakan EPS dari dua jenis sumber dana

   Misal antara utang dan saham biasa. Dari penyamaan EPS itu, akan ditemukan EBIT indeferen, EBIT yg menjadikan EPS utang dan EPS saham biasa sama besar. Selanjutnya apabila EBIT diprediksi akan melebihi titik indeferen, kita pilih utang sebagai sumber dana. Sebaliknya, apabila EBIT diprediksi akan lebih kecil dari titik indeferen, kita pilih saham biasa.

PEMILIHAN STRUKTUR MODAL



RUMUS EPS

$$EPS_{D\ (obligasi)} = \frac{(EBIT - I_1 - I_2)\ (1 - T) - DP1}{N1}$$

$$EPS_{PS\ (saham\ preferen)} = \frac{(EBIT - I_1)\ (1 - T) - DP1 - DP2}{N1}$$

$$EPS_{CS\ (saham\ biasa)} = \frac{(EBIT - I_1)\ (1 - T) - DP1}{N1 + N2}$$

RUMUS EPS

EBIT = laba sebelum bunga dan pajak

I1 = bunga dari utang saat ini

I2 = bunga dari utang baru

DP1 = dividen saham preferen saat ini

DP2= dividen saham preferen baru

N1 = Jumlah lembar saham biasa beredar saat ini

N2 = Jumlah lembar saham biasa beredar baru

T = Tingkat pajak

Case Study 1

PT Maxima memiliki struktur modal (dalam juta rupiah) sbb:

Sumber dana	Jumlah
Obligasi (bunga 8%)	Rp 25.000
Saham Preferen (11%)	Rp 6.200
Saham Biasa (8.000.000 lmbr)	Rp 32.000
	Rp 63.200

Jumlah kebutuhan dana untuk membeli alat-alat berat, diperkirakan sebesar Rp 20.000 (juta)

Case Study 1

Terdapat 3 alternatif pendanaan yg mungkin dipilih perusahaan :

- Meminjam ke bank selama 5 thn dengan bunga efektif 9,9 %
- Menerbitkan saham preferen baru dengan biaya 12, 5 %
- Menerbitkan saham biasa baru nilai nominal Rp 2.500 tiap lembar

Jika EBIT perusahaan tahun depan diperkirakan Rp 8.000 (juta) dan tingkat pajak (40 %), sumber dana mana yang sebaiknya dipilih ?

Gunakan EPS sebagai dasar perhitungan

Case Study 2

Perusahaan pengolah kayu lapis mempunyai struktur modal (dalam juta rupiah) sbb :

Sumber dana	Jumlah
Obligasi (bunga 9%)	Rp 50.000
Saham preferen (Rp 12.500 par, 12%)	Rp 12.500
Saham biasa (Rp 6.250 par)	Rp 62.500
	Rp 125.000

Untuk membiayai pembangunan pabrik barunya, perusahaan membutuhkan dana sebesar Rp 30.000 (Juta).

Case Study 2

Ada dua alternatif pembiayaan yang mungkin dipilih yakni (1) menerbitkan obligasi baru dengan bunga 10 % atau (2) menerbitkan saham biasa baru, dengan nilai nominal Rp 6.000 per lembar.

a. Hitung EPS Indiferen, EBIT indeferen
   sebesar 16.000 pajak 40%.
b. Gambarkan EBIT dan EPS dalam kondisi
   Indeferen
c. Sumber mana yang akan Anda pilih

Signaling (Ross, 1977)

- Ross (1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer bisa menggunakan hutang lebih banyak, sebagai signal yang lebih credible. Karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau signal positif.

Pendekatan Teori Keagenan (agency approach)

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep free-cash flow (Jensen, 1985). Free-cash flow dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Tetapi ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk free-cash flow) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan free-cash flow. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

2. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Pada tahun 1950-an, dua orang ekonom menentang pandangan tradisional struktur modal. Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kemudian pada awal tahun 1960-an, kedua ekonom tersebut memasukkan faktor pajak ke dalam analisis mereka. Mereka sampai pada kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan Utang lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan tanpa Utang. Kenaikan nilai tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak dari penggunaan Utang.

2.1. Proposisi MM Tanpa Pajak

MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka:

1. Tidak ada pajak
2. Tidak ada biaya transaksi
3. Individu dan perusahaan meminjam pada tingkat yang sama.

Dengan asumsi-asumsi tersebut, MM mengajukan dua proposisi yang dikenal sebagai proposisi MM tanpa pajak.

2.1.1. Proposisi 1 (Tanpa Pajak)

Nilai perusahaan yang menggunakan Utang akan sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan Utang sebagai berikut ini.

$$VL = VU \quad \ldots\ldots\ldots (1)$$

Keterangan:

VL = Nilai untuk perusahaan yang menggunakan Utang (value for leveraged companies)

VU = Nilai untuk perusahaan yang tidak menggunakan Utang (100% saham, atau value for unlevered companies)

Dengan kata lain, dalam kondisi tanpa pajak, Modigliani dan Miller berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Tingkat keuntungan dan risiko usaha (keputusan investasi) yang akan mempengaruhi nilai perusahaan (bukannya keputusan pendanaan).

Nilai perusahaan tanpa Utang merupakan present value dari tingkat keuntungan EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*), didiskontokan dengan biaya modal saham tanpa Utang (ko). Penghematan bunga didiskontokan dengan biaya modal Utang (kb). Perbedaan diskonto tersebut disebabkan karena risiko yang berbeda antara EBIT (aliran kas untuk pemegang saham) dengan bunga (aliran kas untuk pemegang Utang).

Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan Utang sebanyak-banyaknya tetapi dalam kenyataan, tidak ada perusahaan yang mempunyai Utang sebesar tersebut.

3. Teori Trade-Off dalam Struktur Modal

Dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan Utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya Utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan.

Biaya kebangkrutan tersebut bisa cukup signifikan. Penelitian di luar negeri menunjukkan biaya kebangkrutan bisa mencapai sekitar 20% dari nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal:

1. Biaya langsung: biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, biaya pengacara, biaya akuntan, dan biaya lainnya yang sejenis.
2. Biaya tidak langsung: biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal. Misal, supplier barangkali tidak akan mau memasok barang karena mengkhawatirkan kemungkinan tidak terbayar.

Biaya lain dari peningkatan Utang adalah meningkatnya biaya keagenan Utang (agency cost of debt). Jika Utang meningkat, maka konflik antara pemegang Utang dengan pemegang saham akan meningkat, karena potensi kerugian yang dialami oleh pemegang Utang akan meningkat. Dalam situasi tersebut, pemegang Utang akan semakin meningkatkan pengawasan (monitoring) terhadap perusahaan. Pengawasan bisa dilakukan dalam bentuk biaya-biaya monitoring (persyaratan yang lebih ketat, menambah jumlah akuntan, dsb) dan bisa juga dalam bentuk kenaikan tingkat bunga. Dengan memasukkan biaya keagenan, persamaan nilai perusahaan di atas bisa diperluas sebagai berikut ini.

VL = VU + PV Penghematan Pajak – [PV Biaya Kebangkrutan + PV Biaya Keagenan]

Dengan demikian gabungan antara teori struktur modal Modigiliani-Miller dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan mengindikasikan adanya trade-off antara penghematan pajak dari Utang dengan biaya kebangkrutan. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori trade-off struktur modal, atau *static trade-off capital structure theory*. Tetapi teori tersebut tidak memberikan formula yang pasti yang bisa memberi petunjuk berapa tingkat Utang yang optimal.

4. Model Miller dengan Pajak Perusahaan dan Personal

Modigliani dan Miller mengembangkan model struktur modal tanpa pajak, dan dengan pajak. Nilai perusahaan dengan pajak lebih tinggi dibandingkan dengan nilai perusahaan tanpa pajak. Selisih tersebut diperoleh melalui penghematan pajak karena bunga bisa dipakai untuk mengurangi pajak. Penghematan pajak tersebut bisa dihitung sebagai berikut ini.

Penghematan pajak = VL - VU = tc . B

Miller sendiri kemudian mengembangkan model struktur modal dengan memasukkan pajak personal. Pemegang saham dan pemegang Utang harus membayar pajak jika mereka menerima dividen (untuk pemegang saham) atau bunga (untuk pemegang Utang).

Menurut Miller, nilai perusahaan yang menggunakan Utang, setelah memasukkan pajak personal adalah sebagai berikut ini.

$$VL = VU + \left\{ 1 - \left[\frac{(1 - Tc)\ (1 - ts)}{(1 - tb)} \right] \right\} B \quad \ldots\ldots\ldots (5)$$

dimana VL = Nilai perusahaan dengan Utang

VU = Nilai perusahaan tanpa Utang

Tc = tingkat pajak perusahaan

ts = tingkat pajak pemegang saham (atas dividen dan capital gain)

tb = tingkat pajak untuk pemegang Utang (atas bunga)

B = Utang

Menurut model tersebut, tujuan yang ingin dicapai adalah, tidak hanya meminimalkan pajak perusahaan, tetapi meminimalkan total pajak yang harus dibayarkan (pajak perusahaan, pajak atas pemegang saham, dan pajak atas pemegang Utang). Melihat persamaan di atas mempunyai beberapa implikasi. Jika (1 – tb) = (1 – Tc) (1 – ts), maka persamaan di atas menjadi,

$$VL = VU + (1 - 1) B = VU$$

Dengan kata lain, pada kondisi tersebut, nilai perusahaan dengan Utang sama dengan nilai perusahaan tanpa Utang. Tidak ada penghematan pajak atas bunga Utang.

Pada situasi lain, dimana ts = tb, persamaan di atas menjadi.

$$VL = VU + Tc \cdot B$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan dengan Utang sama dengan nilai perusahaan tanpa Utang ditambah penghematan pajak karena bunga Utang. Persamaan tersebut sama dengan argumen MM dengan pajak.

Dua situasi di atas merupakan situasi ekstrim. Pada situasi kebanyakan, nilai VL akan berada diantara nilai VU dan nilai VU + Tc.B.

5. Pecking Order Theory

Teori trade-off mempunyai implikasi bahwa manajer akan berfikir dalam kerangka trade-off antara pengehamatan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. Dalam kenyataan empiris, nampaknya jarang manajer keuangan yang berfikir demikian. Seorang akademisi, Donald Donaldson (1961) melakukan pengamatan terhadap perilaku struktur modal perusahaan di Amerika Serikat. Pengamatannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata cenderung menggunakan Utang yang lebih rendah.

Secara spesifik, perusahaan mempunyai urut-urutan preferensi dalam penggunaan dana. Skenario urutan dalam Pecking Order Theory adalah sebagai berikut ini.

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi.
3. Karena kebijakan dividen yang konstan (sticky), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain.

4.Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Perusahaan akan memulai dengan Utang, kemudian dengan surat berharga campuran (hybrid) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Teori tersebut tidak mengindikasikan target struktur modal. Teori tersebut menjelaskan urut-urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat Utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi.

Teori pecking order bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat Utang yang lebih kecil.

6. Teori Asimetri Informasi dan Signaling

Konsep signaling dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya.

6.1. Myers dan Majluf (1977)

Menurut Myers dan Majluf (1977), ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar: manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar.

6.2. Signaling (Ross, 1977)

Ross (1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan Utang) merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer bisa menggunakan Utang lebih banyak, sebagai signal yang lebih credible. Karena perusahaan yang meningkatkan Utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian Utang merupakan tanda atau signal positif.

7. Teori Lainnya

7.1. Pendekatan Teori Keagenan (agency approach)

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep free-cash flow (Jensen, 1985). Free-cash flow dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Tetapi ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk free-cash flow) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Utang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan free-cash flow. Jika perusahaan menggunakan Utang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

7.2. Pendekatan Interaksi Produk/Input dengan Pasar

Model ini berangkat dari teori organisasi industri, dan relatif baru dibandingkan teori lainnya. Ada dua kategori dalam pendekatan ini: (1) Menjelaskan hubungan antara struktur modal perusahaan dengan strategi, dan (2) Menjelaskan hubungan antara struktur modal dengan karakteristik produk atau input.

7.3. Kontes atas Pengendalian Perusahaan

Beberapa penemuan pendekatan ini adalah perusahaan yang menjadi target (dalam pengambilalihan) akan meningkatkan tingkat Utangnya, dan mengakibatkan kenaikan harga saham. Tingkat Utang berhubungan negatif dengan kemungkinan sukses tender offer (penawaran terbuka pada proses pengambilalihan usaha).

BAB 10
KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL

1. Konsep Leverage

Arti l*everage* secara harfiah (literal) adalah pengungkit. Pengungkit biasanya digunakan untuk membantu mengangkat beban yang berat. Dalam keuangan, *leverage* juga mempunyai maksud yang serupa. Lebih spesifik lagi, leverage bisa digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan.

1.1. Operating Leverage

Operating leverage bisa diartikan sebagai seberapa besar perusahaan menggunakan beban tetap operasional. Beban tetap operasional biasanya berasal dari biaya depresiasi, biaya produksi dan pemasaran yang bersifat tetap (misal gaji bulanan karyawan). Sebagai kebalikannya adalah beban (biaya) variabel operasional. Komposisi biaya tetap/variabel yang berbeda mempunyai implikasi yang berbeda terhadap risiko dan keuntungan yang diharapkan oleh perusahaan. Komposisi biaya tetap/variabel yang berbeda mempunyai implikasi yang berbeda terhadap risiko dan keuntungan yang diharapkan oleh perusahaan.

Perusahaan yang menggunakan biaya tetap dalam proporsi yang tinggi (relatif terhadap biaya variabel) dikatakan menggunakan operating leverage yang tinggi. Dengan kata lain, degree of operating leverage (DOL) untuk perusahaan tersebut tinggi. Perubahan penjualan yang kecil akan mengakibatkan perubahan pendapatan yang tinggi (lebih sensitif). Jika perusahaan mempunyai degree of operating leverage (DOL) yang tinggi, tingkat penjualan yang tinggi akan menghasilkan pendapatan yang tinggi. Tetapi sebaliknya, jika tingkat penjualan turun secara signifikan, perusahaan tersebut akan mengalami kerugian. Dengan demikian DOL seperti pisau dengan dua mata: bisa membawa manfaat, sebaliknya bisa merugikan.

Derajat leverage operasi (Degree of Operating Leverage) bisa diartikan sebagai efek perubahan penjualan terhadap pendapatan (profit). Secara formal, degree of operating leverage (DOL) bisa dituliskan sbb:

$$DOL = \frac{\text{Persentase perubahan laba (profit)}}{\text{Persentase perubahan unit yang terjual}}$$

$$DOL = \frac{\Delta \text{ Profit / Profit}}{\Delta Q / Q} \quad \ldots\ldots (1)$$

Profit bisa ditulis sebagai berikut:

Profit = P = (c.Q) – F

dimana c = marjin kontribusi = (P – V)

P = harga produk per-unit

V = biaya variabel per-unit

Q = jumlah unit produk yang terjual

F = biaya tetap

DOL = $(\Delta P / P) / (\Delta Q / Q)$

= $(\Delta (cQ - F)) / (cQ - F) / (\Delta Q / Q)$

= $(c\Delta Q - \Delta F) / (cQ - F) / (\Delta Q / Q)$ karena $\Delta F = 0$, (biaya tetap), maka:

= $(c\Delta Q.Q) / (cQ - F)\ \Delta Q$

= $c.Q / (cQ - F)$

1.2. Leverage Keuangan (*Financial Leverage*)

Leverage keuangan bisa diartikan sebagai besarnya beban tetap keuangan (finansial) yang digunakan oleh perusahaan. Beban tetap keuangan tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk Utang yang digunakan oleh perusahaan. Karena itu pembicaraan leverage keuangan berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan beban tetap (bunga) yang tinggi berarti menggunakan Utang yang tinggi. Perusahaan tersebut dikatakan mempunyai leverage keuangan yang tinggi, yang berarti degree of financial leverage (DFL) untuk perusahaan tersebut juga tinggi.

Degree of financial leverage (DFL) mempunyai implikasi terhadap earning per-share perusahaan. Untuk perusahaan yang mempunyai DFL yang tinggi, perubahan EBIT (Earning Before Interest and Taxes) akan menyebabkan perubahan EPS yang tinggi. Sama seperti *degree of operating leverage* (DOL),

DFL seperti pisau bermata dua: jika EBIT meningkat, EPS akan meningkat secara signifikan, sebaliknya, jika EBIT turun, EPS juga akan turun secara signifikan.

Derajat leverage keuangan (Degree of Financial Leverage) bisa diartikan sebagai efek perubahan EBIT terhadap pendapatan (profit). Secara formal, degree of financial leverage (DFL) bisa dituliskan sebagai berikut.

$$DFL = \frac{\text{Persentase perubahan laba bersih setelah pajak}}{\text{Persentase perubahan EBIT}} \quad \ldots\ldots\ldots (2)$$

Persamaan di atas bisa diringkaskan sebagai berikut ini.

Laba setelah pajak = (EBIT – Bunga) (1 – Tc),

Tambahan laba setelah pajak = Δ(EBIT – Bunga) (1 – Tc) = (ΔEBIT – Δbunga) (1 – Tc)

Karena Δbunga = 0, maka bisa ditulis kembali menjadi (ΔEBIT) (1 – Tc)

Dengan demikian DFK bisa ditulis kembali menjadi:

$$DFL = \frac{(\Delta EBIT)\ (1 - Tc)\ /\ (EBIT - Bunga)\ (1 - Tc)}{\Delta EBIT\ /\ EBIT}$$

$$DFL = EBIT\ /\ (EBIT - Bunga)$$

Semakin tinggi Utang yang dipakai, semakin tinggi Degree of financial leverage. Penggunaan leverage keuangan yang besar mempunyai implikasi yang sama dengan penggunaan leverage operasi yang besar, yaitu meningkatkan 'leverage'. Dengan menggunakan leverage yang tinggi, perubahan EBIT yang sedikit akan meningkatkan EAT lebih besar.

1.3. Kombinasi Leverage Operasi dengan Leverage Keuangan

Leverage operasi berkaitan dengan efek perubahan penjualan terhadap EBIT (laba sebelum bunga dan pajak). Sementara leverage keuangan berkaitan dengan efek perubahan EBIT terhadap EAT (laba setelah pajak).

Perusahaan bisa mengkombinasikan keduanya untuk memperoleh leverage gabungan.

Derajat leverage gabungan (DCL atau Degree of Combined Leverage) bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$DCL = \left(\frac{\%\text{ perubahan EBIT}}{\%\text{ perubahan penj}}\right) \times \left(\frac{\%\text{ perubahan laba bersih}}{\%\text{ perubahan EBIT}}\right) \quad \ldots\ldots\ldots (3)$$

$$= \frac{(\%\text{ perubahan laba bersih})}{(\%\text{ perubahan penjualan})}$$

$$DCL = DOL \times DFL$$

$$= \{ [c.Q / (cQ - F)] \times [EBIT / (EBIT - Bunga)] \}$$

$$= \{ [c.Q / (cQ - F)] \times [(cQ - F) / ((cQ - F) - Bunga)] \}$$

$$= c.Q / (c.Q - F - Bunga)$$

2. Pendekatan EBIT – EPS

Kita bisa menghitung titik EBIT 'break-even' dimana alternatif saham baru akan menghasilkan EPS yang sama dengan alternatif Utang. Berikut ini formula untuk perhitungan tersebut.

$$\frac{(EBIT^* - B_1)(1 - Tc) - Dp_1}{N_1} = \frac{EBIT^* - B_2)(1 - Tc) - Dp_2}{N_2} \quad \ldots\ldots\ldots (4)$$

dimana EBIT*= EBIT break-even

B_1, B_1 dan 2 = Bunga yang dibayarkan untuk alternatif 1,

Tc = Tingkat pajak

Dp_1, Dp_1 dan 2 = Dividen saham preferen untuk alternatif 1

N_1, N_2 dan 2 = Jumlah saham beredar untuk alternatif 1

- Pendekatan EBIT-EPS dalam struktur modal bermanfaat bagi manajer keuangan, meski ada beberapa keterbatasan. Pertama, metode tersebut tidak membicarakan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Kedua, pendekatan tersebut tidak memperhitungkan biaya Utang yang bersifat implisit.
- Tetapi analisis tersebut bisa memberi gambaran seberapa besar EBIT yang harus diperoleh jika manajer keuangan ingin memperoleh EPS tertentu. Contoh, manajer keuangan bisa menghitung EBIT* (yang menyamakan EPS Utang dengan EPS saham), kemudian manajer keuangan bisa memperkirakan probabilitas memperoleh EBIT di atas EBIT*. Jika probabilitasnya tinggi, maka penggunaan Utang bisa disarankan. Sebaliknya, jika probabilitasnya kecil, manajer keuangan barangkali akan lebih baik menggunakan saham.

3. Rasio Coverage

Rasio coverage ingin melihat seberapa jauh kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban yang bersifat tetap. Semakin tinggi angka tersebut, semakin tinggi (aman) kemampuan perusahaan bisa memenuhi kewajibannya. Rasio coverage bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Bunga Utang}}$$

Formula di atas hanya memasukkan pembayaran bunga, padahal perusahaan, dalam beberapa situasi, harus juga membayar cicilan pembayaran. Alternatif lain untuk menghitung rasio coverage adalah dengan memasukkan cicilan pembayaran Utang.

Rasio debt-service coverage dipakai untuk menghitung kewajiban tersebut.

$$\text{Debt-service coverage} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Bunga} + (\text{Cicilan Utang} / (1 - \text{Pajak}))}$$

Cicilan Utang disesuaikan karena cicilan Utang tidak bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Disamping beban tetap dari bunga, perusahaan bisa memperoleh beban tetap lainnya. Leasing (sewa) merupakan contoh beban tetap bukan bunga. Beban tetap leasing mempunyai kewajiban yang sama dengan beban tetap Utang. Karena itu, leasing seharusnya juga dimasukkan ke dalam persamaan-persamaan di atas.

Rasio fixed charge coverage (FCC) memasukkan sewa, sebagai berikut ini.

$$FCC = \frac{EBIT + Pembayaran\ Sewa}{Bunga + Pembayaran\ Sewa + \frac{Pembayaran\ Cicilan\ Utang}{(1 - pajak)}}$$

Manajer keuangan bisa menggunakan rasio-rasio tersebut pada menghitung target struktur modal. Lebih spesifik, jika perusahaan mempunyai target rasio coverage tertentu, atau pihak perbankan (kreditor) menetapkan rasio coverage tertentu, maka penggunaan Utang harus dianalisis efeknya terhadap rasio tersebut.

4. Pendekatan Biaya Modal

Manajer keuangan bisa menggunakan pendekatan biaya modal untuk menghitung struktur modal yang optimal, yaitu yang bisa memaksimumkan nilai perusahaan.

5. Perbandingan dengan Struktur Modal Industri/Perusahaan Lain

Metode lain untuk menentukan struktur modal adalah dengan mengikuti struktur modal industri (perusahaan yang sejenis, yang kemudian dirata-rata) atau perusahaan lain (satu atau dua) yang mempunyai risiko bisnis yang sama.

Jika perusahaan mempunyai struktur modal yang terlalu menyimpang dari rata-rata industri, maka pasar (pihak luar) akan langsung mempertanyakan penyebabnya. Penyimpangan tersebut tidak harus berarti jelek. Jika kebanyakan perusahaan menggunakan struktur modal yang konservatif, maka rata-rata industri untuk struktur modal akan terlihat lebih kecil. Meskipun kemungkinan rasio Utang yang optimal bisa lebih tinggi dari rata-rata industri. Karena itu manajer keuangan harus menyiapkan argumen yang kuat dan meyakinkan jika ingin menggunakan struktur modal yang menyimpang signifikan dari rata-rata industri.

6. Standar dari Pihak Luar

Pihak luar (biasanya pemberi pinjaman) akan menetapkan standar tertentu dalam struktur modal. Jika perusahaan ingin meminjam, maka perusahaan tersebut harus mengikuti standar yang telah ditetapkan oleh pemberi pinjaman. Pada situasi lain, jika perusahaan ingin menerbitkan obligasi (surat Utang), biasanya perusahaan tersebut akan dirating oleh perusahaan perating (contoh: Pefindo (Indonesia), Moody's, Standard and Poor's (Amerika Serikat)). Rating tersebut didasarkan atas beberapa faktor, diantaranya faktor struktur modal (utang).

Rasio coverage biasanya sering digunakan oleh pemberi pinjaman dan lembaga rating untuk menilai risiko kebangkrutan. Dua rasio yang sering digunakan dalam analisis coverage adalah Times Interest Earned (TIE) dan Fixed Charge Coverage (FCC). Semakin tinggi angka tersebut, semakin aman dari risiko kegagalan membayar kewajiban. Rasio FCC memasukkan semua kewajiban pembayaran, yaitu bunga, sewa, dan cicilan pembayaran Utang (pokok pinjaman). Rasio TIE tidak memasukkan dua komponen terakhir.

7. Analisis Aliran Kas

Manajer keuangan bisa menganalisis aliran kas, menggunakan semacam simulasi atau skenario untuk memperkirakan kemampuan membayar pada situasi yang jelek (misal resesi). Setelah mengetahui kemampuan menghasilkan kas pada situasi baik dan jelek, bisa diputuskan tingkat Utang yang optimal.

8. Kombinasi

Manajer keuangan tidak harus menggunakan hanya satu metode analisis dalam penentuan struktur modal. Manajer keuangan bisa menggabungkan metode-metode yang telah disebutkan di muka, untuk memperoleh gambaran yang lebih baik dan menyeluruh terhadap struktur modal tersebut.

9. Pertimbangan Lainnya

Beberapa hal lainnya yang bisa dipakai sebagai pertimbangan dalam menentukan struktur modal. Berikut ini beberapa faktor tersebut.

1. Stabilitas Penjualan. Perusahaan yang mempunyai penjualan yang stabil, bisa menggunakan Utang yang semakin tinggi. Semakin stabil penjualan suatu perusahaan, semakin mampu perusahaan tersebut menutup kewajiaban-kewajibannya.
2. Tingkat pertumbuhan penjualan. Perusahaan yang mempunyai tingkat penjualan yang tinggi akan lebih menguntungkan jika memakai Utang.
3. Struktur Aset. Perusahaan yang mempunyai Aset tetap yang lebih besar (yang berusia panjang), apalagi jika digabung dengan tingkat permintaan produk yang stabil, akan menggunakan Utang yang lebih besar.

4. Sikap Manajemen. Manajemen yang konservatif akan menggunakan Utang yang lebih sedikit, dan sebaliknya. Pemegang saham yang ingin menjaga kendali atas perusahaanya akan menggunakan Utang yang lebih banyak. Sebaliknya, jika perusahaan tidak berkepentingan terhadap kendali perusahaan, akan cenderung menerbitkan saham baru.

BAB 11
KEBIJAKAN DIVIDEN

1. Tipe dan Cara Pembayaran Dividen

Ada beberapa tipe dividen: dividen kas dan dividen non-kas. Untuk dividen non-kas, ada dividen saham (stock dividend) dan stock splits (pemecahan saham).

Berikut ini penjelasan untuk masing-masing tanggal yang berkaitan dengan dividen.

1. Tanggal pengumuman adalah tanggal pada saat pembayaran dividen diumumkan oleh perusahaan.
2. Tanggal ex-dividend adalah tanggal dimana pembeli saham sebelum tanggal tersebut berhak atas dividen.
3. Tanggal pencatatan adalah tanggal dimana semua pemegang saham yang terdaftar pada tanggal tersebut berhak atas dividen.

4. Dividen dibayarkan pada tanggal pembayaran kepada semua pemegang saham yang berhak menurut catatan yang dibuat pada tanggal pencatatan.

Meskipun secara formal tanggal pencatatan merupakan tanggal yang penting, tetapi secara ekonomis, tanggal ex-dividend merupakan tanggal yang penting.

2. Kontroversi Kebijakan Dividen

Miller dan Modigliani (MM) berargumen bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, sementara argumen lain mengatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, dan argumen terakhir mengatakan bahwa dividen yang rendah yang akan meningkatkan nilai perusahaan.

2.1. Kebijakan Dividen Tidak Relevan

Miller dan Modigliani (1961) mengajukan argumen bahwa kebijakan dividen tidak relevan.[1] Misalkan ada dua periode tahun ini dan tahun depan. Misal, perusahaan membagi dividen setiap tahunnya. Jika tahun ini perusahaan tidak membagi dividen, maka pada tahun depan, investor bisa memperoleh dividen tahun depan dan dividen yang seharusnya dibayar tahun ini plus tingkat keuntungan dari dividen yang ditahan tersebut.

Argumen semacam itu yang diajukan oleh Miller dan Modigliani (MM). MM menunjukkan bahwa investor indifferent (sama saja) terhadap kebijakan dividen.

[1] M.H. Miller and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares," Journal of Business, October 1961.

MM mengajukan beberapa asumsi berikut ini dalam analisis mereka:

1. Tidak ada pajak atau biaya lainnya. Pelaku pasar tidak bisa mempengaruhi harga sekuritas. Pasar diasumsikan sempurna (perfect).
2. Semua pelaku pasar mempunyai pengharapan yang sama terhadap investasi, keuntungan, dan dividen di masa mendatang. Pengharapan investor dikatakan homogen.
3. Kebijakan investasi ditentukan lebih dulu, kebijakan dividen tidak mempengaruhi kebijakan investasi.

2.2. Kebijakan Dividen dan Kebijakan Investasi

Jika dividen ditambah, kemudian dipakai untuk mengurangi investasi yang mempunyai net present value positif, bagaimana akibatnya terhadap nilai perusahaan. Yang lebih penting adalah memanfaatkan dana untuk menghasilkan investasi yang mempunyai tingkat pengembalian (R) lebih besar dibandingkan dengan tingkat keuntungan yang disyaratkan (k).

2.3. Argumen yang Mendukung Relevansi Dividen

Argumen ketidakrelevanan kebijakan dividen mengasumsikan pasar yang sempurna dan efisien. Jika pasar tidak sempurna, maka kebijakan dividen akan relevan. Argumen yang menyatakan bahwa kebijakan dividen relevan berangkat dari asumsi ketidaksempurnaan pasar. Di satu sisi, argumen tersebut mengatakan bahwa perusahaan perlu membayar dividen yang tinggi, di sisi lain, argumen tersebut mengatakan sebaliknya, yaitu perusahaan perlu membayar dividen yang rendah.

2.3.1. Dividen Dibayar Tinggi (*Bird In the Hand Theory)*

Argumen ini mengatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko, yang pada giliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham (ks, atau biaya modal saham).

Mengurangi Ketidakpastian. Dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Beberapa tipe investor akan menyukai pendapatan saat ini. Karena dividen diterima saat ini, sedangkan capital gain diterima di masa mendatang, ketidakpastian dividen menjadi lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian capital gain. Gordon (1961) berargumentasi bahwa nilai saham akan ditentukan oleh present value dari dividen yang akan diterima investor saat ini dan di masa mendatang.

Mengurangi Konflik Keagenan antara Manajer dengan Pemegang Saham. Argumen lain yang mendukung pembayaran yang tinggi datang dari kerangka teori keagenan (agency theory). Menurut teori tersebut konflik bisa terjadi antar pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan.

Efek Pajak. Meskipun dividen mempunyai pajak efektif yang lebih tinggi dibandingkan dengan capital gain, tetapi dalam beberapa situasi, investor memilih pembayaran dividen yang lebih tinggi karena membayar pajak yang lebih rendah.

2.3.2. Dividen Dibayar Rendah

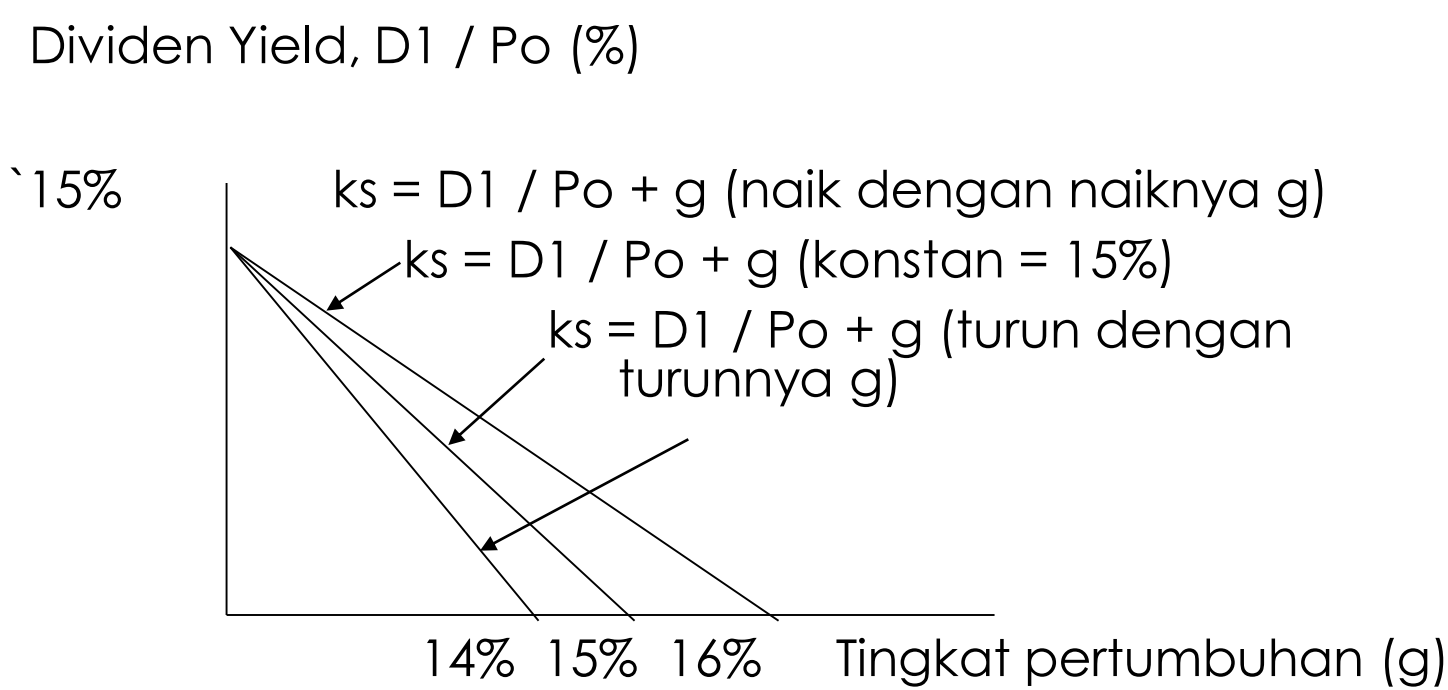
Variabel pajak dan flotation cost mendasari argumen tersebut.

Efek Pajak. Litzenberger dan Ramaswamy mengajukan argumen efek pajak terhadap dividen. Menurut argumen mereka, pajak capital gain biasanya lebih rendah dibandingkan dengan pajak atas dividen. Pada kenyataannya investor mempunyai tingkat pajak yang beragam, sehingga efek pajak terhadap dividen tidak bisa digeneralisir untuk semua investor.

Biaya Emisi (Flotation Costs). Jika perusahaan membayarkan dividen dan kemudian menerbitkan saham, maka perusahaan akan mengeluarkan biaya emisi saham. Karena itu perusahaan akan lebih baik membayarkan dividen rendah sehingga tidak harus menerbitkan saham baru.

2.3.3. Pengujian Empiris

Bagan 3. Pengujian Empiris Kebijakan Dividen



Tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham terdiri dari dua bagian, yaitu dividend yield (D1/P0) dan tingkat pertumbuhan (g), seperti berikut ini.

$$ks = D1 / P0 + g \quad \text{..... (1)}$$

Alternatif pengujian empiris yang lain adalah dengan menggunakan regresi dalam kerangka CAPM (Capital Asset Pricing Model), dengan spesifikasi sebagai berikut ini.

$$ks_i = R_F + \beta (R_M - R_F) + \gamma (D_i - D_M) \quad \ldots\ldots\ldots (2)$$

dimana ks_i = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham i

R_F = tingkat keuntungan aset bebas risiko

β, γ = koefisien regresi

R_M = tingkat keuntungan pasar

D_i = dividend yield saham i

D_M = dividend yield rata-rata saham (pasar)

3. Isi Informasi Dividen dan Efek Clientele

3.1. Isi Informasi Dividen (Information Content of Dividend)

Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Tetapi ada argumen lain yang lebih masuk akal. Dividen itu sendiri tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga, tetapi prospek perusahaan, yang ditunjukkan oleh meningkatnya (menurunnya) dividen yang dibayarkan, yang menyebabkan perubahan harga saham. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori signal atau isi informasi dari dividen. Menurut teori tersebut, dividen mempunyai kandungan informasi, yaitu prospek perusahaan di masa mendatang.

3.2. Efek Klien (Clientele Effect)

Menurut argumen ini, kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Kebijakan dividen tertentu akan menarik segmen tertentu. Kemudian tugas perusahaan (manajer keuangan) adalah melayani segmen tersebut. Kebijakan dividen yang berubah-ubah akan mengacaukan efek klien tersebut, menyebabkan harga saham berubah. Beberapa penelitian empiris nampaknya mendukung teori tersebut.

4. Teori Dividen Residual (Residual Theory of Dividends)

Menurut teori dividen residual, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan 'sisa' (residual) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai.

Menurut teori tersebut, manajer keuangan akan melakukan langkah-langkah berikut ini.

1. Menetapkan penganggaran modal yang optimum. Semua usulan investasi yang mempunyai NPV yang positif akan diterima (dilaksanakan).

2.Menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membiayai investasi baru tersebut sambil menjaga struktur modal yang ideal (target).

3.Menggunakan dana internal untuk mendanai kebutuhan dana dari saham tersebut.

4.Membayarkan dividen hanya jika ada sisa dari dana internal, setelah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai.

Dengan menggabungkan kebijakan dividen residual dan pembayaran dividen yang stabil, yaitu kebijakan smoothed residual dividend policy. Dengan metode ini, perusahaan melakukan langkah-langkah sbb:

1. Memperkirakan pendapatan dan kesempatan investasi untuk jangka waktu panjang, misal 5-10 tahun mendatang.
2. Menghitung rata-rata sisa kas yang bisa dibagikan sebagai dividen dalam jangka waktu tersebut.
3. Menetapkan target rasio pembayaran dividen selama jangka waktu tersebut.

Smoothed residual dividend policy dipakai untuk memperkirakan target rasio pembayaran dividen jangka panjang, bukannya untuk tahun tertentu.

5. Beberapa Faktor dalam Kebijakan Dividen

5.1. Kesempatan Investasi

Semakin besar kesempatan investasi maka dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit. Akan lebih baik jika dana ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV yang positif.

5.2. Profitabilitas dan Likuiditas

Aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Sebaliknya jika aliran kas tidak baik. Alasan lain adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai kas yang berlebihan seringkali menjadi target dalam akuisisi. Untuk menghindari akuisisi, perusahaan bisa membayarkan dividen, dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham.

5.3. Akses ke Pasar Keuangan

Jika perusahaan mempunyai akses ke pasar keuangan yang baik, perusahaan bisa membayar dividen lebih tinggi. Akses yang baik bisa membantu perusahaan memenuhi kebutuhan likuiditasnya.

5.4. Stabilitas Pendapatan

Jika pendapatan perusahaan relatif stabil, aliran kas di masa mendatang bisa diperkirakan dengan lebih akurat. Perusahaan semacam itu bisa membayar dividen yang lebih tinggi. Hal yang sebaliknya terjadi untuk perusahaan yang mempunyai pendapatan yang tidak stabil. Ketidakstabilan aliran kas di masa mendatang membatasai kemampuan perusahaan membayar dividen yang tinggi.

5.5. Pembatasan-pembatasan

Seringkali kontrak Utang, obligasi, ataupun saham preferen membatasi pembayaran dividen dalam situasi tertentu. Tetapi dalam situasi buruk, dimana aliran kas lebih kecil, pembatasan tersebut akan mempengaruhi pembayaran dividen oleh perusahaan.

6. Pembelian Saham Kembali (Stock Repurchases), Dividen Saham, dan Stock Split

Dividen saham dan stock split mempunyai efek ekonomis yang sama, meskipun mempunyai perbedaan dari sudut pandang akuntansi.

6.1. Pembelian Saham Kembali (Stock Repurchases)

Alternatif dari pembayaran dividen kas, perusahaan bisa melakukan pembelian saham kembali. Pembelian saham perusahaan yang beredar tersebut bisa dilakukan melalui pasar sekunder Bursa Efek. Saham yang dibeli tersebut masuk dalam rekening treasury stock. Secara teoritis, nilai perusahaan sebelum dan sesudah pembelian saham kembali akan sama.

6.1.1. Keuntungan Pembelian Saham Kembali

1. Pembelian saham kembali bisa menghemat pajak.
2. Pengumuman pembelian kembali bisa dianggap sebagai signal positif oleh investor, kerana pembelian saham kembali seringkali didorong oleh motivasi manajer yang mengganggap bahwa harga saham undervalued (lebih rendah dari yang seharusnya).

3. Pembayaran dividen biasanya dilakukan dengan pola stabil.
4. Pemegang saham mempunyai pilihan dengan pembelian saham kembali. Jika membutuhkan kas, mereka bisa menjual saham yang mereka peroleh. Sebaliknya, jika tidak membutuhkan kas, atau menghindari pajak, mereka bisa menginvestasikan kembali ke dalam saham perusahaan.
5. Dalam beberapa situasi tertentu, pembelian saham kembali dilakukan secara selektif (targeted repurchase).

6.1.2. Kerugian Pembelian Saham Kembali

1. Pemegang saham bisa mempunyai preferensi yang berbeda antara dividen kas dan pembelian saham kembali (keuntungan diperoleh dari capital gain). Dividen kas cenderung lebih bisa 'diandalkan' karena memberi pendapatan yang jelas (kas yang diterima), dan relatif stabil.
2. Perusahaan barangkali membayar harga pembelian kembali terlalu tinggi, sehingga merugikan pemegang saham saat ini (yang tetap memegang saham).
3. Pemegang saham yang menjual sahamnya barangkali tidak mengetahui persis implikasi dan efek dari program pembelian saham kembali. Jika mereka merasa dirugikan, mereka bisa saja menuntut perusahaan.

6.2. Dividen Saham dan Stock Split

6.2.1. Penyesuaian Akuntansi Dividen Saham dan Stock Split (Pemecahan Saham)

Konsekuensi dari dividen saham dan stock split adalah bertambahnya jumlah saham yang beredar. Tetapi, karena tidak ada nilai tambah (secara ekonomis), maka harga saham per-lembar menjadi lebih kecil. Total efek dari dividen saham dan stock split tidak ada, dengan kata lain, nilai total perusahaan (saham) akan sama.

6.2.2. Alasan Dilakukannya Dividen Saham dan Stock Split

1. Perusahaan ingin menahan kas, tetapi juga ingin membayar dividen. Resolusinya adalah dengan membayar stock dividen atau stock splits.
2. Perusahaan ingin memperoleh trading range yang dianggap ideal.
3. Perusahaan ingin memberi signal ke pasar. Penemuan empiris menunjukkan bahwa harga akan bereaksi positif pada saat stock split diumumkan.

6.2.3. Reverse Split

Reverse split merupakan kebalikan dari stock spit (pemecahan saham). Dalam reverse split, beberapa lembar saham disatukan menjadi satu saham.

Dalam dunia nyata, reverse split dilakukan karena beberapa alasan. Pertama, saham yang nilainya terlalu kecil sering dianggap sebagai saham yang tidak baik atau tidak 'terhormat'. Investor menganggap perusahaan tersebut mempunyai prospek yang kurang baik, dan cenderung menilai rendah (underestimate). Untuk itu harga saham dinaikkan agar mendekati range yang ideal.

Kedua, jika harga saham meningkat, biaya transaksi diharapkan menjadi semakin kecil (kebalikan dari penemuan empiris efek stock split). Biaya transaksi yang lebih kecil diharapkan mendorong likuiditas saham.

BAB 12
SUMBER PENDANAAN JANGKA PANJANG: SAHAM DAN MODAL VENTURA

1. Overview Sumber Pendanaan Jangka Panjang

Perolehan dana bisa dilakukan secara internal (melalui keuntungan dari kegiatan operasional). Juga bisa secara eksternal. Secara eksternal, perusahaan bisa memperoleh melalui publik dalam bentuk kepemilikan (saham) dan Utang (pinjaman). Kepemilikan (saham) dan pinjaman (Utang) tersebut bisa diperoleh melalui publik, bisa juga melalui investor terbatas (seperti modal vanture). Perusahaan bisa meminjam langsung melalui bank dalam bentuk pinjaman. Perusahaan bisa menerbitkan surat Utang (obligasi), kemudian dijual ke publik (public bond) atau ke investor yang terbatas jumlahnya (private bond).

2. Saham

Saham merupakan bukti kepemilikan suatu perusahaan. Pemegang saham memperoleh pendapatan dari dividen dan capital gain (selisih antara harga jual dengan harga beli).

2.1. Karakteristik Saham

2.1.1. Hak Residu

Kepemilikan suatu perusahaan membuat pemegang saham mempunyai hak residu (sisa) atas pendapatan suatau perusahaan. 'Sisa' yang dimaksud adalah pendapatan yang tersisa setelah kewajiban membayar bunga, leasing, pajak, dan dividen saham preferen telah terpenuhi.

2.1.2. Pengendalian Atas Perusahaan

Pemegang saham mempunyai kendali atas perusahaan. Kendali tersebut diwujudkan dalam pemilihan manajemen perusahaan. Pemegang saham mempunyai hak suara, yaitu hak untuk memilih manajer yang akan ditunjuk untuk menjalankan perusahaan (agar kepentingan pemegang saham tercapai). Disamping pemilihan direktur, pemegang saham bisa juga diminta persetujuannya untuk menentukan hal-hal penting lainnya, seperti pemilihan auditor, penambahan saham yang diotorisasi, persetujuan penggabungan usaha (merger).

Ada dua jenis hak suara yaitu satu vote satu suara (majority voting) dan voting kumulatif (cumulative voting).

2.1.3. Saham yang Diotorisasi, Saham yang Beredar, dan Treasury Stock

Anggaran Dasar / Anggaran Rumah Tangga perusahaan menentukan jumlah saham perusahaan yang diotorisasi. Saham yang diotorisasi adalah jumlah saham yang bisa dikeluarkan oleh perusahaan tanpa merubah anggaran dasar perusahaan. Contoh, suatu perusahaan menentukan jumlah saham yang diotorisasi sebesar 10.000 lembar. Dari jumlah tersebut, sebagian, misal 5.000 lembar dikeluarkan. 5.000 sisanya belum dikeluarkan. Dari 5.000 lembar yang dikeluarkan tersebut, sebagian dijual ke publik (misal 4.000 lembar), sementara sisanya masih dipegang oleh pemegang saham pendiri perusahaan. Misalkan perusahaan membeli kembali sahamnya sejumlah 1.000 lembar, maka jumlah saham yang beredar adalah 5.000 – 1.000 = 4.000 saham.

2.2. Proses Go-Public

2.2.1. Sebelum Emisi

Sebelum emisi dilakukan,perusahaan perlu melakukan persiapan-persiapan sbb:

1. Manajemen merencanakan untuk go-public, yang kemudian meminta persetujuan dari pemegang saham melalui rapat umum pemegang saham untuk merubah anggaran dasar perusahaan
2. Setelah itu, perusahaan mencari penjamin emisi, dan lembaga lain yang berkaitan seperti profesi penunjang (misal, akuntan, konsultan keuangan), lembaga penunjang, untuk membantu menyiapkan dokumen-dokumen yang diperlukan
3. Melakukan kontrak pendahuluan dengan bursa efek
4. Melakukan penandatanganan perjanjian-perjanjian

5.Perusahaan (emiten) menyampaikan pernyataan pendaftaran ke Bapepam

6.Melakukan ekspose terbatas di Bapepam

7.Bapepam kemudian mengevaluasi permohonan oleh perusahaan tersebut. Evaluasi meliputi kelengkapan dokumen, kecukupan dan kejelasan informasi, dan aspek keterbukaan dari sisi hukum, akuntansi, keuangan dan manajemen. Bapepam tidak menilai layak tidaknya atau baik-buruknya perusahaan yang akan go-public

8.Bapepam kemudian memberi tanggapan tertulis, dan memberikan pernyataan pendftaran efektif.

2.2.2. Emisi

Langkah-langkah yang dilakukan adalah.

1. Negosiasi antara perusahaan (emiten) dengan penjamin emisi untuk menentukan harga penawaran ke penjamin emisi. Pasar perdana merupakan istilah untuk pasar dimana terjadi transaksi tersebut
2. Kemudian penjamin emisi melalui agen yang ditunjuk menawarkan saham ke investor. Penjatahan dilakukan oleh penjamin emisi, terutama jika permintaan melebihi penawaran saham
3. Setelah melewati pasar perdana, saham siap diperdagangkan di pasar sekunder sesudah dicatatkan (listing) di Bursa Efek.

2.2.3. Sesudah Emisi

Perusahaan masih mempunyai beberapa kewajiban.

1. Perusahaan harus memberikan laporan berkala, seperti laporan tahunan, dan laporan tengah tahunan
2. Perusahaan juga harus melaporkan kejadian penting yang berkaitan dengan perusahaan, yang bisa mempengaruhi kinerja perusahaan.

2.3. Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

2.3.1. Pasar Perdana

Pasar dimana perusahaan yang go-public berurusan (negosiasi dan semacamnya) dengan penjamin emisi disebut sebagai pasar perdana (primary market).

Pada waktu emiten bernegosiasi menjual sahamnya ke penjamin emisi, ada dua metode yang bisa digunakan: (1) full commitment, dan (2) best effort.

Full Commitment. Dengan metode ini, perusahaan bank investasi membeli saham yang dijual oleh emiten dengan harga yang lebih rendah dari harga penawaran. Selisih antara harga penawaran dengan harga pembelian tersebut dinamakan sebagai spread atau discount.

Best Effort. Perusahaan sekuritas bisa menghindari risiko tidak terjual habisnya saham dengan metode best effort. Dengan metode ini, perusahaan sekuritas bertindak sebagai agen penjual (tidak membeli saham),

Green Shoe Provision. Kadangkala kontrak penjaminan emisi memasukkan ketentuan green shoe (green shoe provision). Ketentuan tersebut memberi hak kepada penjamin emisi untuk membeli saham tambahan pada harga penawaran. Tujuannya adalah untuk menutup permintaan saham yang berlebih atau menutup oversubscription.

2.3.2. Pasar Sekunder

Setelah sahamnya dijual ke publik, emiten bisa mencatatkan sahamnya di Bursa Efek. Kemudian saham emiten bisa diperjualbelikan di pasar sekunder. Pasar yang menampung transaksi tersebut disebut sebagai pasar sekunder.

Pencatatan Saham. Langkah-langkahnya adalah:

1. Profesi dan lembaga penunjang pasar modal membantu emiten dalam menyiapkan kelengkapan dokumen
2. Emiten mengajukan permohonan kontrak pendahulan
3. Kontrak pendahuluan antara emiten dengan Bursa Efek ditandatangani
4. Emiten mengajukan pernyataan pendaftaran ke Bapepam
5. Bapepam mengeluarkan pernyataan pendaftaran efektif
6. Emiten dan lembaga penunjang pasar modal melakukan penawaran umum
7. Emiten mengajukan permohonan pencatatan di Bursa Efek
8. Persetujuan pencatatan dan pengumuman di Bursa
9. Perdagangan efek di pasar sekunder (Bursa Efek Jakarta).

Ada beberapa persyaratan pencatatan, seperti persyaratan jumlah minimal pemilik saham, laba yang diperoleh, jumlah aset, dan sebagainya. Jika diijinkan, maka perusahaan akan masuk ke pasar sekunder.

Perdagangan di Pasar Sekunder. Misalkan seorang investor ingin membeli saham Bank Niaga. Investor kemudian mengontak brokernya untuk membeli saham Bank Niaga. Broker kemudian meneruskan ke broker afiliasinya yang berada di dalam Bursa Efek Jakarta. Broker di BEJ kemudian mencari saham Bank Niaga yang tersedia untuk dijual. Misalkan investor lain ingin menjual saham Bank Niaga. Dia mengontak brokernya, dan kemudian diteruskan ke broker yang berada di dalam BEJ. Kedua broker tersebut, broker jual dan broker beli, bertemu, dan melakukan transaksi perdagangan.

Margin Trading dan Short Selling. Disamping transaksi biasa yang menggunakan kas, transaksi sekuritas bisa menggunakan margin trading dan short selling.

Margin Trading. Margin trading berarti melakukan transaksi dengan menggunakan Utang.

Selain initial margin, maintenance margin (batas saldo minimal) juga ditentukan, saldo minimal tersebut merupakan proporsi saham investor terhadap nilai pasar saham total. Misalkan dalam contoh diatas minimal ditentukan 30% margin terebut dihitung dengan cara sebagai berikut ini.

$$\text{Margin (\%)} = \frac{\text{Nilai Sekuritas} - \text{Saldo Utang}}{\text{Nilai sekuritas}} \quad \ldots\ldots\ldots (1)$$

Short-Selling. Short selling merupakan kebalikan dari margin trading. Short-selling adalah menjual saham yang tidak dimiliki. Short-selling dilakukan jika investor memperkirakan harga suatu saham akan turun. Investor bisa meminta kepada brokernya untuk melakukan short sell. Karena investor tersebut tidak mempunyai saham, broker kemudian mencari saham yang bisa dipinjamkan.

Short-selling bisa dilakukan apabila:

1. Harga saham lebih tinggi dibandingkan harga sebelumnya (dinamakan sebagai *uptick trade*), atau
2. Tidak ada perubahan harga (*zero uptick*).

2.4. Penentuan Harga Saham Baru dan Biaya Go-Public

Ada dua isu yang dibicarakan dalam bagian ini, yaitu: penentuan harga penawaran dan biaya go-public yang meliputi biaya eksplisit dan biaya implisit, yaitu underpricing IPO.

2.4.1. Penentuan Harga Saham

Ada beberapa cara untuk menentukan harga penawaran. Pertama, perusahaan (emiten) atau perusahaan sekuritas akan melihat rasio-rasio penilaian perusahaan lain yang sejenis. Rasio-rasio yang bisa dipakai adalah PER (Price Earning Ratio) dan PBV (Price to Book Value).

Kemudian pendekatan yang lebih kompleks seperti penilaian dengan model discounted cash flow (lihat bab penilaian) juga bisa dilakukan. Forecast aliran kas masa mendatang perlu dibuat, kemudian biaya modal (tingkat keuntungan yang disyaratkan) perlu dihitung.

Setelah itu, nilai atau harga saham bisa dihitung sebagai present value dari aliran kas di masa mendatang, dengan tingkat diskonto biaya modal. Setelah nilai harga saham ditemukan, perusahaan sekuritas akan memperkirakan respons pasar terhadap penawaran saham IPO tersebut.

2.4.2. Biaya Go-Public

Biaya yang dikeluarkan mencakup: (1) biaya eksplisit, seperti biaya pencetakan prospektus, pembayaran akuntan, ahli hukum, dan sejenisnya, dan (2) biaya implisit, yaitu biaya kesempatan yang hilang dan pengawasan publik yang menjadi lebih ketat.

Rincian Biaya Go-Public. Secara terinci, biaya go-public mencakup enam kategori sbb:

(1)*Spread* atau diskon untuk underwriter: perbedaan antara harga penawaran dengan harga yang diterima oleh perusahaan

(2)*Underpricing*: perbedaan antara harga penutupan hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga penawaran.

(3) Abnormal return yang negatif: jika perusahaan sudah go-public dan kembali menjual saham ke publik (menerbitkan SEO), ada kecenderungan harga saham turun pada saat diumumkannya penerbitan SEO tersebut (sekitar 3-4%)

(4) Biaya Langsung: biaya tersebut dikeluarkan langsung, di luar kompensasi untuk penjamin emsisi, misal untuk membayar ahli hukum, biaya pendaftaran, penerbitan prospektus

(5) Biaya tidak langsung: biaya tersebut mencakup biaya tidak langsung seperti waktu dan tenaga manajemen yang hilang karena melakukan penjualan saham, pengawasan publik yang menjadi lebih ketat

(6) Green-shoe option: penjamin emisi mempunyai hak untuk membeli saham pada harga penawaran jika terjadi permintaan yang berlebihan atau oversubscribed.

Underpricing. Underpricing IPO merupakan fenomena yang sering dijumpai dalam initial public offering. Ada kecenderungan bahwa harga penawaran di pasar perdana selalu lebih rendah dibandingkan dengan harga penutupan pada hari pertama perdagangan.

Beberapa teori yang berusaha menjelaskan munculnya underpricing tersebut.

1. Asimetri antara Penjamin Emisi dengan Emiten.
2. Winner's Curse. Menurut teori ini investor pada pasar IPO ada dua golongan: individu dan institusi.
3. Teori Lainnya. Teori stabilisasi harga mengatakan bahwa penjamin emisi melakukan stabilisasi harga.Teori signaling mengatakan bahwa underpricing dipakai sebagai signal oleh perusahaan yang baik. Teori reputasi perusahaan sekuritas mengatakan underpricing berhubungan negatif dengan reputasi penjamin emisi.

Meskipun banyak teori yang berusaha menjelaskan underpricing pada IPO, tetapi belum ada teori yang bisa menjelaskan secara penuh fenomena underpricing.

2.5. Penawaran Umum dan Penawaran Terbatas

Jika perusahaan sudah go-public, perusahaan bisa menjual saham kembali jika perusahaan memerlukan dana. Perusahaan bisa menjual saham langsung ke pasar. Mekanisme tersebut dinamakan sebagai penawaran umum atau Seaosened Equity Offering. Perusahaan bisa menawarkan ke pemegang saham lama untuk membeli saham yang akan dijual. Mekanisme tersebut sering disebut sebagai penawaran saham terbatas (*right offering*).

2.5.1. Penawaran Saham Umum (SEO)

Isu yang muncul adalah harga saham cenderung jatuh pada saat pengumuman penawaran saham umum dilakukan. Harga jatuh sekitar 3-4%. Menjadi pertanyaan, kenapa hal tersebut terjadi. Salah satu teori mengatakan bahwa perusahaan cenderung menjual saham jika nilai saham tersebut overvalued.

2.5.2. Penawaran Saham Terbatas (Rights Offering)

Penawaran terbatas memprioritaskan pemegang saham lama jika perusahaan menerbitkan saham baru. Pemegang saham lama memperoleh hak untuk membeli terlebih dulu untuk menjaga hak suara mereka, yakni agar tidak terjadi dilusi hak suara mereka.

2.5.3. Rights Versus Penawaran Umum

Misalkan perusahaan bisa memilih untuk melakukan penawaran umum atau terbatas, mana yang akan dipilih? Suatu studi menunjukkan bahwa biaya emisi untuk penawaran umum, penawaran terbatas dengan standby underwriting (penjaminan siaga), dan penawaran terbatas murni adalah 6,17%, 6,05%, dan 2,45%, berturut-turut. Dengan kata lain, biaya penawaran terbatas adalah paling murah. Jika penawaran terbatas paling murah, seharusnya bentuk penawaran tersebut paling banyak dilakukan.

Ada beberapa alternatif penjelasan, meskipun belum ada yang memuaskan. Pertama, penjamin emisi bisa meningkatkan harga, karena publik semakin percaya terhadap perusahaan. Dengan spirit yang sama, dikembangkan hipotesis sertifikasi. Penjamin emisi menjadi penjamin (sertifikat) kualitas perusahaan. Kedua, penjamin emisi memberikan semacam asuransi (jaminan) kepada perusahaan. Penjamin emisi akan menanggung kerugian jika saham tidak laku di pasar. Ketiga, Jika dijual melalui penjamin emisi, perusahaan akan menerima kas dengan segera. Keempat, penjamin emisi bisa membantu memperluas distribusi kepemilikan. Kelima, nasehat dari penjamin emisi bermanfaat untuk perusahaan.

2.6. Shelf Registration

Shelf registration pada dasarnya mendaftarkan rencana emisi sekaligus, kemudian emisi saham dijual secara bertahap. Shelf registration ditujukan untuk menyederhanakan prosedur menjual saham. Dengan shelf registration, perusahaan bisa mendaftarkan penawaran saham yang akan dijual dalam jangka waktu dua tahun mendatang, kemudian menjual saham kapan saja selama jangka waktu dua tahun tersebut (tidak sekaligus).

Perusahaan yang bisa melakukan harus memenuhi peryaratan-persyaratan:

1. Rating bagus (investment grade)

2. Perusahaan tidak pernah default (tidak bisa memenuhi kewajiban membayar bunga dan/atau cicilan) pada Utangnya selama tiga tahun sebelumnya

3. Nilai perusahaan total harus lebih besar dari $150 juta

4. Perusahaan tidak pernah melanggar Undang-Undang Sekuritas 1934 selama tiga tahun sebelumnya.

Shelf registration mengundang argumen pro dan kontra. Argumen pro mengatakan bahwa penyederhanaan prosedur akan memudahkan emisi saham. Argumen kontra mengatakan bahwa biaya emisi saham akan meningkat karena penjamin emisi tidak bisa memberikan informasi lengkap kepada investor untuk penjualan saham berikutnya.

3. Modal Ventura

3.1. Pengertian Modal Ventura

Modal ventura merupakan bentuk penyertaan modal dari perusahaan pembiayan kepada perusahaan yang membutuhkan dana untuk jangka waktu tertentu. Perusahaan yang diberi modal sering disebut sebagai investee, sedangkan perusahaan pembiayaan yang memberi dana disebut sebagai venture capitalist atau pihak investor. Penghasilan modal ventura sama seperti penghasilan saham biasa, yaitu dari dividen (kalau dibagikan) dan dari apresiasi nilai saham dipegang (capital gain).

Ada beberapa jenis perusahaan atau kondisi-kondisi tertentu dimana modal ventura bisa menjadi alternatif pendanaan yang menarik. Situasi atau jenis perusahaan tersebut adalah:

1. Perusahaan yang sedang berusaha dalam pasar yang sedang tumbuh, dan mempunyai potensi untuk berkembang dengan cepat di masa mendatang
2. Perusahaan yang ingin melakukan ekspansi usaha, dan belum dapat menghimpun dana dari pasar modal (karena masih terlalu kecil), atau tidak bisa ke bank karena alasan-alasan tertentu, misal karena bank menganggap usaha tersebut terlalu tinggi risikonya
3. Perusahaan yang ingin melakukan restrukturisasi Utang-Utangnya, sekaligus memperbaiki struktur modal dan mengurangi beban bunga

4.Perusahaan yang ingin mengembangkan produk baru yang akan dilempar ke pasar. Bank barangkali mengangap produk atau inovasi baru itu terlalu berisiko dan karena itu tidak mau membiayai proyek semacam itu

5. Perusahaan kecil yang dipandang tidak layak untuk memperoleh dana dari bank, karena belum dipercayai oleh bank atau karena tidak mempunyai agunan yang cukup.

Pada prinsipnya perusahaan yang tidak dilayani oleh bank bisa menjadi sasaran perusahaan modal ventura. Perusahaan modal ventura kemudian memberi dana dalam bentuk penyertaan, bukan dalam bentuk Utang.

Dana yang diserahkan dihitung sebagai saham.

3.2. Keuntungan dan Kerugian Modal Ventura

3.2.1. Keuntungan Modal Vantura

Dari segi investee (perusahaan yang meminjam dana), modal ventura mempunyai keuntungan-keuntungan sebagai berikut:

1. Alternatif pembiayan yang fleksibel, karena perusahaan tidak perlu menanggung beban tetap bunga seperti pada Utang
2. Tambahan modal bisa memperbaiki struktur modal perusahaan dalam situasi tertentu, kemampuan meminjam perusahaan akan meningkat
3. Perusahaan mempunyai mitra kerja yang baru (yang menjadi ventura capitalist), yang biasanya mempunyai pengalaman yang cukup banyak, mempunyai reputasi yang baik didunia bisnis dan dikalangan pemerintah.

4. Perusahaan bisa memanfaatkan jaringan kerja mitra kerjanya yang cukup luas
5. Bimbingan dari mitra kerja, baik bimbingan teknis maupun manajemen, akan membantu perusahaan
6. Risiko bisnis akan ditanggung bersama dengan pihak investor sehingga akan menjadi lebih ringan.

3.2.2. Kelemahan Modal Ventura

Disamping keuntungan seperti yang dijelaskan di atas, modal ventura juga mempunyai beberapa kelemahan seperti berikut:

1. Pengendalian perusahaan tidak lagi ditangan perusahaan sepenuhnya, karena sekarang ada pemegang saham lain yang dalam hal ini adalah investor (ventura capitalist).
2. Bagian keuntungan perusahaan akan menurun. Investor melakukan penyertaan dalam bentuk saham, sehingga apabila tingkat keuntungan naik, semua pemilik saham juga akan menikmati keuntungan tersebut.

3.3. Langkah-langkah dalam Investasi Modal Ventura

Ada beberapa langkah yang bisa dilakukan:

(a) Penilaian pendahuluan, (b) Konfirmasi pihak luar, (c) Negosiasi dan penawaran, (d) Dokumentasi hukum, (e) Monitor investasi, dan (f) Divestasi.

3.3.1. Penilaian Pendahuluan

Penilaian yang ditujukan kepada calon nasabah (investee) mencakup beberapa hal seperti:

1. Mempelajari kondisi bisnis secarta umum, kondisi keuangan calon nasabah, dan bertemu dengan manajemen perusahaan calon nasabah
2. Kalau diperlukan, konfirmasi dari para ahli dibidang bisnis calon nasabah bisa diupayakan
3. Mengevaluasi prestasi atau kenerja calon nasabah, dan mengevaluasi kemampuan perusahaan calon nasabah untuk mengembalikan pinjaman disertai dengan keuntungan dari investasi tersebut.

3.3.2. Konfirmasi dari Pihak Luar

Konfirmasi oleh pihak luar bisa diupayakan, misal, untuk menaksir nilai perusahaan calon nasabah, akuntan publik atau ahli di bidang keuangan bisa digunakan. Untuk menilai aspek hukum, penasehat hukum bisa dipakai.

3.3.3. Negosiasi dan Penawaran

Perusahaan modal ventura memberikan perkiraan penawaran dengan seluk-beluk informasi yang diperoleh pada pendahuluan dan konfirmasi dari pihak luar. Setelah tawar menawar antara investee dengan perusahaan modal ventura selesai, perusahaan modal ventura menyiapkan penawaran secara formal.

3.3.4. Dokumentasi Hukum

Dalam tahap ini, perusahaan dan investee menandatangani semua dokumen-dokumen perjanjian yang diperlukan. Untuk memperkuat status hukum, perjanjian bisa dilakukan dihadapan notaris.

3.3.5. Monitor Investasi

Kegiatan monitoring ini bisa dilakukan secara berkala dengan menganalisis rencana kerja, laporan keuangan triwulan, dan laporan-laporan lain yang relevan.

3.3.6. Divestasi

Perusahaan bisa melepaskan penyertaanya melalui beberapa cara:

a.Menjual sahamnya ke pasar modal.

b.Menjual saham ke pihak lain atau pihal ketiga (diluar perusahaan) yang bukan kompetitor perusahaan

c.Investor bisa menjual sahamnya ke perusahaan apabila perusahaan mempunyai cukup kas

d.Investor bisa menjual sahamnya kepada manajemen perusahaan

e.Investror bisa menjual sahamnya kepada pemegang saham lainnya

f.Investor bisa melikuidasi perusahaan apabila dirasa perusahaan tersebut tidak mempunyai prospek yang baik dimasa mendatang.

3.4. Modal Ventura di Indonesia

Modal ventura di Indonesia relatif belum dikenal, meskipun demikian usaha-usaha penyertaan sudah banyak dilakukan. Sebagai contoh, Surat Keputusan Menteri Keuangan KepMenKeu.No.38/MK/IV/1/1972 menyebutkan bahwa salah satu kegiatan yang dapat dilakukan oleh LKBB (Lembaga Keuangan Bukan Bank) adalah melakukan penyertaan modal diperusahaan yang sifatnya sementara. Kegiatan-kegiatan semacam ini sudah dilakukan oleh beberapa lembaga keuangan semacam Bapindo, Uppindo, dan PDFCI.

- Kegiatan modal ventura baru berkembang akhir-akhir ini karena beberapa hambatan. Salah satu hambatan adalah pajak berganda yang dikenakan terhadap perusahaan modal ventura: Perusahaan investee dikenai pajak, kemudian capital gain dan dividen yang diperoleh investor (dari investee) juga dikenai pajak.
- Pemerintah, melalui undang-undang no.7 tahun 1991, kemudian menetapkan bahwa capital gain dan dividen perusahaan modal ventura yang memenuhi persyaratan tertentu dikecualikan dari obyek pajak penghasilan.
- Tujuannya: pemerintah ingin mendorong sektor-sektor tertentu tersebut.

Sektor-sektor tersebut antra lain:

a.Industri-industri yang bertujuan ekspor

b.Pertanian, perkebunan, perhutanan, peternakan, dan perikanan

c.Jasa-jasa angkutan darat, laut, dan udara

d.Usaha berskala kecil-menengah

e.Usaha pembangunan rumah susun di daerah perkotaan

f.Industri yang menghasilkan komponen elektronika.

3.5. Pendanaan oleh Modal Ventura

Biasanya, meskipun tidak selalu, modal ventura diperuntukkan untuk usaha kecil menengah yang baru tumbuh dan memulai usahanya.

Investasi pada bidang garap tersebut mempunyai tingkat resiko yang tinggi terhadap modal namun juga memiliki kesempatan terhadap keuntungan yang tinggi pula. Peruntukkan modal ventura yang membidik pasar usaha baru, kecil-menengah menjadi tepat sasaran karena memberikan peluang terhadap unit-unit usaha yang secara formal tidak dapat meminjam dana ke lembaga perbankan.

BAB 13
SUMBER PENDANAAN JANGKA PANJANG:
Utang DAN SAHAM PREFEREN

Instrumen Utang jangka panjang pada dasarnya janji yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar sejumlah bunga tertentu dan pokok pinjaman selama jangka waktu tertentu. Instrumen Utang bisa dijual langsung ke investor melalui surat berharga (sekuritas) yang bernama obligasi. Obligasi bisa dijual ke publik, bisa juga dijual langsung ke investor tertentu (biasanya investor besar atau disebut juga investor institusi). Cara yang terakhir sering disebut juga sebagai penjualan ke investor non-publik (*privately placed debt*). Disamping melalui penerbitan obligasi, perusahaan juga bisa langsung meminjam ke perbankan atau lembaga keuangan non-perbankan.

1. **Intermediasi dan Disintermediasi**

   Pada pinjaman dari bank, bank bertindak sebagai intermediator (penengah) antara investor (pihak surplus dana) dengan perusahaan (pihak defisit dana).

   Obligasi mencoba melewati (mem-by-pass) pihak intermediator. Pihak perusahaan menerbitkan obligasi dan menjual secara langsung ke pihak surplus dana. Cara semacam itu diharapkan bisa menurunkan biaya transaksi.

2. **Obligasi**

   Obligasi merupakan instrumen Utang yang dikeluarkan oleh perusahaan dan dijual ke investor. Penjualan bisa dilakukan melalui Bursa keuangan dan dicatatkan (Public Placement) atau bisa langsung dijual ke investor potensial (Private Placement).

2.1. Kontrak Perjanjian Obligasi

Secara umum kontrak obligasi bisa mencakup beberapa hal: (1) Kontrak dasar obligasi, (2) Penjelasan jaminan yang dipakai, (3) Detail pembatasan, (4) Sinking fund, dan (5) Ketentuan call.

Kontrak dasar biasanya mencakup beberapa hal seperti nilai nominal, jangka waktu, pembayaran bunga, atas unjuk atau tercatat.

Nilai Nominal. Nilai nominal (nilai par, atau principal value, atau denominasi) obligasi adalah jumlah uang yang akan dibayarkan oleh perusahaan yang menerbitkan obligasi pada saat obligasi jatuh tempo.

Jangka Waktu. Kebanyakan obligasi mempunyai jangka waktu tertentu. Jangka waktu tersebut lebih besar dibandingkan satu tahun. Jangka waktu tersebut bervariasi, dari lima sampai sepuluh tahun, bahkan ada yang lebih lama lagi.

Pembayaran Bunga. Obligasi bisa membayar bunga dengan jumlah yang sama untuk setiap periodenya (bunga tetap). Untuk menghilangkan risiko perubahan tingkat bunga tersebut, perusahaan bisa menawarkan bunga mengambang (floating rate atau variable rate). Bunga mengambang biasanya menggunakan referensi (*benchmark*) tertentu.

Atas Unjuk atau Tercatat. Obligasi bisa dalam bentuk tercatat dan atas unjuk. Untuk tercatat, pemegang obligasi akan dicatat dalam buku perusahaan. Obligasi atas unjuk tidak mecatat pemilik obligasi tersebut. Siapa yang memegang obligasi tersebut dianggap menjadi pemilik obligasi tersebut.

Jaminan Obligasi. Obligasi bisa dijamin dengan aset tertentu atau tidak. Obligasi yang dijamin dengan aset tertentu disebut sebagai hipotik (*mortgage bond)*. Obligasi tersebut berhak atas penjualan aset yang dijadikan jaminan apabila perusahaan mengalami kebangkrutan atau tidak bisa membayar kewajibannya.

Pada umumnya obligasi tidak dijamin secara khusus dengan aset tertentu. Obligasi semacam ini disebut sebagai *debenture*. Itu tidak berarti bahwa obligasi tersebut merupakan klaim umum *(general creditors*) atas semua aset atau pendapatan perusahaan. Pada waktu likuidasi, pemegang obligasi semacam ini, beserta kreditur umum lainnya, memperoleh hak atas pembayaran dari hasil penjualan aset setelah semua pemegang obligasi yang lebih tinggi seperti Utang pajak atau Utang pegawai telah dilunasi.

Karakteristik Call. Dalam obligasi dengan karakteristik call, perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai hak untuk melunasi obligasi sebelum jatuh tempo. Praktek semacam ini disebut juga sebagai refuding. Perusahaan melakukan refuding (call) pada saat tingkat bunga menurun karena bisa menghemat.

Pembatasan. Kontrak obligasi barangkali memasukkan beberapa pembatasan-pembatasan. Pembatasan tersebut ditujukan untuk menghindari situasi yang bisa merugikan pemegang obligasi. Pembatasan tersebut bisa dikelompokkan ke dalam dua kategori: positif dan negatif.

Pembatasan positif menjelaskan hal-hal yang perlu dilakukan oleh perusahaan, sedangkan pembatasan negatif menjelaskan hal-hal yang dilarang dilakukan oleh perusahaan. Pembatasan semacam itu juga dilakukan oleh lembaga keuangan seperti bank jika bank memberikan pinjaman langsung ke perusahaan

Sinking fund. Perjanjian obligasi barangkali mengharuskan perusahaan menyimpan uang yang disiapkan sebagai pelunasan obligasi. Biasnya singking fund merupakan 'tabungan' perusahan periodik dengan jumlah yang sama setiap periodenya. Tetapi bisa juga singking fund tersebut terdiri dari sejumlah kas yang berubah-ubah (variabel) seperti yang diatur dalam perjanjian. Perusahaan tidak boleh menggunakan sinking fund tersebut untuk keperluan lain (karena dana tersebut untuk persiapan pelunasan).

2.2. Rating Obligasi

Rating obligasi dan juga CP di Indonesia dilakukan oleh PT Pemerintah Efek Indonesia (PEFINDO) yang didirikan pada tahun 1993. Rating dilakukan untuk mengevaluasikan risiko instrumen Utang. Rating dilakukan melalui dua tahap.

Tahap pertama, analisis Pefindo menyiapkan review internal terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrumen Utang. Analis tersebut kemudian menyajikan review ke manajemen Pefindo untuk didiskusikan.

Tahap kedua, Rekomendasi rating diberikan kepada komite rating yang kemudian akan menentukan rating perusahaan tersebut. Komite rating terdiri dari analisis dan manajemen Pefindo, ditambah dua orang dari luar Pefindo dengan tujuan untuk menjaga obyektifitas, profesionalisme, dan independensi rating.

2.3. Beberapa Variasi Obligasi

2.3.1. Obligasi Tanpa Kupon Bunga (*Zero-coupon)*

Variasi lain adalah obligasi yang tidak membayarkan bunga sampai jatuh tempo. Pada saat jatuh tempo, perusahaan membayarkan nilai nominal obligasi dan bunga obligasi tersebut. Obligasi tanpa bunga bisa menjadi menarik, jika jumlah nominal kebutuhan masa mendatang diketahui. Dari segi perusahaan, obligasi tanpa bunga mempunyai keuntungan karena cenderung mempunyai tingkat bunga (yield) yang lebih rendah dibandingkan dengan obligasi dengan bunga, untuk kelas risiko yang sama (perbedaannya sekitar 1%, di Amerika Serikat).

2.4.2. Junk Bond (Obligasi Sampah)

Obligasi dengan rating BBB (S&P) atau Baa (Moody's) atau lebih tinggi, disebut juga sebagai obligasi dengan investment grade. Jika obligasi mempunyai rating di bawah BBB atau Baa, maka obligasi tersebut dinamakan sebagai obligasi sampah (*junk bond*) atau *low-grade bond* atau *high yield bond*.

Junk bond terdiri dari dua jenis:

(1) obligasi yang mempunyai rating baik pada mulanya (investment grade), kemudian rating perusahaan turun menjadi di bawah investment grade (sering disebut sebagai fallen angels), dan

(2) obligasi yang sejak awal (diterbitkan) mempunyai rating di bawah investment grade.

Meskipun junk bonds mengalami pasang surut dan kontroversi, saat ini pasar junk bonds masih berjalan dan membantu kebutuhan pendanaan.

2.4.3. Obligasi Pendapatan

Obligasi pendapatan mirip dengan obligasi biasa. Perbedaannya adalah pembayaran bunga obligasi pendapatan dikaitkan dengan pendapatan perusahaan. Bunga dibayarkan kepada pemegang obligasi (kreditor) jika pendapatan perusahaan mencukupi. Obligasi pendapatan dengan demikian akan sangat menguntungkan perusahaan, karena kemungkinan bangkrut karena tidak bisa membayar bunga bisa dihilangkan. Di lain pihak, pembayaran bunga memberi manfaat penghematan pajak sama seperti obligasi biasa.

Kenapa perusahaan tidak menerbitkan obligasi pendapatan sebanyak-banyaknya?

Pertama, perusahaan yang menerbitkan obligasi pendapatan memberi signal ke pasar bahwa perusahaan sedang menghadapi masalah keuangan.

Kedua, perhitungan pendapatan, dimana perusahaan tidak harus membayar bunga, merupakan persoalan yang rumit. Perusahaan (pemegang saham) tidak akan mudah menyetujui pendapatan tersebut.

2.5. Listing Obligasi

Obligasi bisa dijual langsung ke investor. Cara semacam ini bisa di sebut sebagai private placement. Disamping itu obligasi bisa dicatatkan (listing) di Bursa keuangan

Persyaratan listing obligasi adalah:

1. Bapepam menyetujui listing obligasi perusahaan tersebut
2. Laporan keuangan telah diaudit oleh akuntan publik yang terdaftar pada Bapepam, dengan opini wajar Tanpa Syarat (unqualified opinion) unutk tahun fiskal sebelumnya
3. Nilai nominal obligasi yang dicatatkan minimal adalah Rp25 milyar
4. Tenggang waktu dari aplikasi sampai ke tangal efektif listing tidak boleh lebih dari enam bulan. Umur obligasi yang tersisa minimum adalah empat tahun

5.Perusahaan telah beroperasi minimal tiga tahun

6.Perusahaan telah memperoleh keuntungan selama dua tehun fiskal sebelumnya, dan tidak mengalami kerugian untuk tahun lalu

7.Anggota direksi mempunyai reputasi yang baik.

Dibandingkan dengan saham, obligasi mempunyai likuiditas yang rendah. Pasar sekunder obligasi tidak begitu aktif. Biasanya investor memegang obligasi sampai jatuh tempo.

3. Pinjaman dari Lembaga Keuangan

Pinjaman langsung bisa diperoleh melalui bank (lembaga bank) atau lembaga non-bank seperti perusahaan asuransi atau dana pensiun. Istilah term loan atau private placement sering digunakan untuk pinjaman langsung. Term loan adalah pinjaman dengan jangka waktu lebih pendek dibandingkan private placement.

Pinjaman langsung dari lembaga keuangan biasanya mempunyai beberapa karakteristik, yaitu adanya amortisasi dan adanya jaminan.

Dalam dunia perbankan dikenal pedoman '3R' dan '5C' untuk pemberian kredit, disamping syarat-syarat lainnya. 3R adalah kepanjangan dari Return, Repayment Capacitiy, dan Risk-bearing Ability. Sedangkan 5C adalah kepanjangan dari Character, Capacity, Capital, Collateral, dan Condition.

Pedoman 3R bisa dijelaskan sebagai berikut ini.

1. *Return*: berkaitan dengan hasil yang diperoleh dari penggunaan kredit yang diminta
2. *Repayment Capacity*: berkaitan dengan kemampuan perusahaan mengembalikan pinjaman dan bunganya pada saat pembayaran tersebut jatuh tempo.
3. *Risk-bearing Ability*: berkaitan dengan kemampuan perusahaan menanggung risiko kegagalan atau ketidakpastian yang berkaitan dengan penggunaan kredit tersebut.

Pedoman 5C berkaitan dengan karakteristik berikut ini.

1. *Character* menunjukkan kemauan peminjam (debitur) untuk memenuhi kewajibannya. Kemauan tersebut lebih berkaitan dengan sifat dan watak peminjam.
2. *Capacity* adalah kemampuan peminjam untuk melunasi kewajiban Utangnya, melalui pengelolaan perusahaannya dengan efektif dan efisien.
3. *Capital* adalah posisi keuangan perusahaan (peminjam) secara keseluruhan.
4. *Collatera*l adalah aset yang dijaminkan untuk suatu pinjaman.
5. *Condition* adalah sejauh mana kondisi perekonomian akan mempengaruhi kemampuan mengembalikan pinjaman.

Kelebihan Pinjaman Langsung:

1. Peminjam tidak perlu melalui proses pendaftaran dan evaluasi yang panjang seperti halnya jika perusahaan akan menerbitkan obligasi.
2. Waktu yang diperlukan bisa lebih singkat dibandikan dengan penerbitan obligasi
3. Karena hanya berhadapan dengan satu lembaga keuangan (atau beberapa jika menggunakan sindikasi, tetapi tetap lebih sedikit dibandingkan dengan pembeli obligasi), perusahaan (peminjam) mempunyai fleksibilitas yang lebih tinggi.
4. Karena hubungan dengan lembaga keuangan bisa terjalin lebih baik, perusahaan bisa meminjam dengan cepat.

Kelemahan Pinjaman Langsung:

1. Bunga pinjaman langsung biasanya lebih tinggi dibandingkan dengan bunga obligasi.
2. Pembatasan-pembatasan yang dilakukan oleh pemberi pinjaman (lembaga keuangan) barangkali akan mengurangi fleksibilitas perusahaan.
3. Karena biaya investigasi yang cukup tinggi, lembaga keuangan barangkali membatasi pinjaman minimum yang bisa diberikan.
4. Dibandingkan dengan penerbitan obligasi, pinjaman Utang langsung kurang 'visible'.

Manajer keuangan perlu mempertimbangkan kelebihan dan kekurangan pinjaman langsung (relatif terhadap pinjaman obligasi) untuk menentukan jadi tidaknya menggunakan pinjaman tersebut.

4. Saham Preferen

Saham preferen merupakan bentuk saham tetapi mempunyai karakteristik obligasi. Pemegang saham preferen memperoleh dividen. Tetapi dividen tersebut seperti bunga yaitu besarnya tetap. Tetapi risiko saham preferen lebih tinggi dibandingkan dengan risiko pemegang Utang dan lebih rendah dibandingkan dengan risiko saham biasa (dari sudut pandang investor). Jika perusahaan tidak bisa membayar dividen saham preferen, perusahaan tidak bisa dinyatakan bangkrut. Pemegang saham preferen mempunyai prioritas lebih tingi dibandingkan pemegang saham biasa dalam hal pembagian dividen dan distribusi kas dari penjualan aset apabila perusahan bangkrut, karena itu saham preferen juga disebut surat berharga senior (dibandingkan saham biasa).

Dari sudut pandang perusahaan, saham preferen mempunyai keuntungan karena beberapa hal:

1.Karena saham preferen bukan merupakan Utang, penggunaan Utang bisa dilakukan oleh perusahaan. Rasio Utang terhadap total aset/total modal tidak akan bertambah jika saham preferen digunakan

2.Berbeda dengan Utang, jika dividen saham tidak dibayarkan, perusahaan tidak bisa dibangkrutkan. Perusahaan tidak mempunyai kewajiban untuk membayarkan dividen saham preferen

3.Kendali atas perusahaan biasanya masih di tangan pemegang saham, sehingga hak suara pemegang saham tidak berkurang (dilusi) jika saham preferen diterbitkan

Saham preferen juga mempunyai kelemahan dari sudut pandang perusahaan. Kelemahan utama adalah, berbeda dengan Utang, dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham preferen akan diperlakukan sebagai pembayaran earning. Karena itu pembayaran dividen saham preferen tidak bisa dipakai sebagai pengurang pajak.

BAB 13
SUMBER PENDANAAN:
LEASING, PEGADAIAN DAN BANK ISLAM

Widya Wiwaha Yogyakarta

1. Leasing

Leasing adalah perjanjian kontrak antara pihak yang menyewakan (lessor) dengan pihak yang menyewa aset tertentu (lessee). Perjanjian menetapkan bahwa penyewa mempunyai hak untuk menggunakan aset tertentu, kemudian sebagai imbalannya, penyewa membayar sejumlah kas tertentu yang tetap setiap periodenya ke pihak yang menyewakan.

1.1. Penentuan Besarnya Sewa

Pendapatan perusahaan leasing diperoleh dari penghematan pajak (melalui depresiasi) dan biaya sewa.

1.2. Keputusan Sewa Versus Beli

Untuk menganalisis masalah tersebut, kita perlu menyiapkan skedul aliran kas alternatif leasing dan Utang (pembelian aset).

1.3. Beberapa Alasan Melakukan Leasing

Jika pasar modal sempurna, maka leasing maupun pinjaman Utang mempunyai hasil yang sama. Tetapi jika ada ketidaksempurnaan pasar, maka leasing bisa menjadi alternatif sumber dana yang lebih menarik dibandingkan dengan Utang, dalam beberapa situasi.

1.3.1. Alasan yang Masuk Akal

Perbedaan Pajak. Jika tingkat pajak antar perusahaan berbeda (asimetri pajak), maka leasing bisa menjadi pilihan sumber pendanaan. Jika penghematan pajak karena kedua faktor tersebut sama untuk semua perusahaan, maka keputusan leasing atau Utang akan sama saja bagi perusahaan.

Biaya Kebangkrutan. Jika terjadi kebangkrutan, posisi perusahaan leasing (lessor) lebih baik dibandingkan dengan pihak pemberi kredit. Lessor mempunyai aset, dan bisa menarik kembali aset tersebut jika terjadi kebangkrutan. Sebaliknya, pemberi kredit tidak mudah melikuidasi aset jika terjadi kebangkrutan, bahkan jika pinjaman tersebut dijamin oleh aset.

Mengurangi Risiko Ketidakpastian. Pihak lessor (perusahaan leasing) bisa menjadi pihak yang bisa menanggung risiko dengan lebih baik, karena biasanya perusahaan leasing lebih besar dan lebih berpengalaman dalam hal penilaian aset. Situasi semacam itu akan semakin penting bagi perusahaan kecil, atau perusahaan yang baru berdiri, dimana aset atau kekayaan pemegang saham relatif belum terdiversifikasi. Dalam situasi tersebut, transfer risiko menjadi penting karena bisa mengurangi risiko.

Biaya Transaksi.

Biaya pembuatan kontrak leasing jauh lebih rendah daripada biaya pembelian aset dan kemudian menjualnya kembali.

1.3.2. Alasan yang Tidak Benar

Laporan Keuangan yang Lebih Baik. Meskipun kewajibannya sama dengan Utang (pembayaran sewa secara periodik mempunyai konsekuensi yang hampir sama dengan pembayaran Utang secara periodik), tetapi leasing tidak memperburuk laporan keuangan.

Meningkatkan ROA. Disamping laporan keuangan yang baik, leasing digunakan untuk meningkatkan ROA (Return on Asset) dibandingkan dengan Utang. ROA didefinisikan sebagai laba setelah pajak dibagi total aset. Biaya leasing biasanya lebih rendah dibandingkan dengan gabungan biaya bunga dan biaya depresiasi.

Dalam pasar yang efisien, trik-trik akuntansi semacam itu tidak akan bisa dipakai untuk membodohi investor, sehingga alasan semacam itu tidak relevan.

2. Pegadaian

2.1. Pendahuluan

Pegadaian merupakan usaha pembayaran dengan jaminan barang bergerak.

Tujuan perum pegadaian sesuai dengan Peraturan Pemerintah No.10 Tahun 1990 adalah menyediakan pelayanan bagi masyarakat umum dan sekaligus memupuk keuntungan berdasarkan prinsip pengelolaan perusahaan yang sehat dan bertujuan untuk:

1. Turut melaksanakan dan menunjang pelaksanan kebijaksanaan dan program pemerintah di bidang ekonomi dan pembangunan nasional pada umumnya melalui penyaluran uang pinjaman atas dasar hukum gadai
2. Mencegah praktek pegadaian gelap, riba dan pinjaman tidak wajar lainnya.

perum pegadaian juga melakukan kegiatan-kegiatan lainnya, yaitu:

1. Menerima jasa taksiran, yaitu memberikan jasa kepada masyarakat yang ingin mengetahui beberapa besar nilai sesunguhnya dari barang yang dimilikinya, seperti emas atau berlian.
2. Menerima jasa titipan, yaitu memberikan pelayanan kepada masyarakat yang ingin menitipkan dalam waktu lama, misal naik haji atau keluar kota.
3. Bekerja sama dengan pihak ketiga dalam memanfaatkan aset perusahaan dalam bidang bisnis properti, seperti pembangunan gedung kantor dan pertokoan dengan sistem Built Operate and Transfer
4. Kredit pegawai, yaitu kredit yang diberikan kepada pegawai yang berpenghasilan tetap.

3. Bank Islam

Bank Islam mulai beroperasi di Indonesia berdasarkan Undang-undang Perbankan Tahun 1992 (UU.No.7/1992). Undang-undang tersebut kemudian diterjemahkan lebih lanjut dengan Peraturan Pemerintah No.72 Tahun 1992. Perundangan perbankan syariah disempurnakan lebih lanjut dengan UU.No.10/1998, dan UU.No.23/1999. UU terakhir tentang Bank Indonesia yang memberikan kewenangan kepada BI untuk mengakomodasi prinsip-prinsip syariah dalam pelaksanaan tugas pokoknya.

Bank Islam beroperasi tidak atas dasar bunga tetapi atas dasar pembagian (sharing) keuntungan.

3.1. Prinsip-prinsip Dasar Operasi Bank Islam dengan Pembagian Keuntungan

Ada beberapa macam prinsip dasar operasi bank Islam sebagai berikut ini.

a. Al mudharabah: merupakan bentuk kerja sama (parthership) dimana satu pihak memberi dana sementara pihak lainnya memberi keahlian atau manajemen.

b. Al Musyarakah (*profit sharing*): merupakan bentuk kerjasama (partnership) melibatkan pengumpulan dana diantara dua atau tiga pihak untuk membiayai usaha tertentu.

c. Al Waidah: merupakan perjanjian antara pemilik barang/uang dengan pihak yang menyimpannya dimana pihak terakhir akan menyimpan dan menjaga uang atau barang yang didepositokan.

d. Al Murabahah: merupakan tehnik pendanaan dimana dilakukan kontrak penjualan antara pembeli dengan penjual dengan harga penjualan yang lebih tinggi dibandingkan dengan harga aslinya.

e. Al Bai Bithaman Ajil: merupakan pendanaan dimana bank membeli mesin dan kemudian menjual ke pihak yang memerlukan mesin tersebut dengan harga yang lebih tinggi.

f. Al Bai Al Dyn: merupakan penjualan klaim (piutang) dengan diskonto, Piutang tersebut berasal dari penjualan/pembelian barang atau jasa.

g. Al Sharf: merupakan penjualan/pembelian mata uang asing tertentu dengan mata uang lainya.

i. Al Ijarah (leasing tanpa hak pembelian): merupakan perjanjian antara lessor dengan lessee yang mempunyai hak menggunakan mesin/peralatan dengan pembayaran sewa tertentu yang telah disepakati.

j. Al Wakalah: merupakan perjanjian transfer wewenang (pemberian kuasa) kepada pihak lain untuk melaksanakan pekarjaan tertentu untuk kepentingan pihak pertama.

k. Al Kafalah (jaminan): merupakan perjanjian pemberian jaminan. Pihak penjamin bertanggung jawab terhadap pembayaran Utang atau pelaksanaan pekerjaan tertentu kepada pihak penerima jaminan.

l. Al Hiwalah; merupakan perjanjian transfer kewajiban dari satu pihak ke pihak lainnya.

m. Al Qord Ul Hasan: merupakan perjanjian antara pemberi pinjaman dengan peminjam, dimana peminjam berkewajiban membayar sesuai dengan jumlah Utang. Tetapi jika peminjam tidak bisa membayar Utang tersebut, sanksi tidak bisa diberikan terhadap peminjam.

Disamping kegiatan pencarian dana dan penanaman dana, bank Islam juga bisa melakukan aktifitas-aktifitas lainnya seperti pemberian jaminan dengan prinsip Al Kafalah, transfer uang dengan prinsip Al Hiwalah, penyimpanan barang atau surat berharga dengan prinsip Al Waidah dan Al Wakalah, dan pembukaan L/C (Letter of Credit) dengan prinsip Al Wakalah, Al Musyarakah, dan Al Murabahah.

3.2. Bank Islam di Indonesia

Di Indonesia saat ini sudah ada kegiatan perbankan Islam yang dilakukan oleh Bank Muamalat Indonesia (BMI) dan Bank Perkreditan Rakyat Syariah (BPRS) yang jumlahnya sudah mencapai puluhan. Bank Muamalat Indonesia didirikan pada tahun 1992 dan masih merupakan satu-satunya bank umum yang beroperasi dengan syariat Islam di Indonesia. BMI, disamping mempunyai manajemen sebagaimana halnya bank biasa juga mempunyai dewan pengawas syariah yang anggotanya terdiri dari para alim ulama terkemuka. Fungsi pokok dewan tersebut adalah mengawasi agar produk atau jasa yang dikeluarkan oleh BMI sesuai dengan syariat Islam.

BAB 14
ANALISIS PENGANGGARAN MODAL
(ANALISIS USULAN INVESTASI)

Kegiatan penganggaran modal mencakup dua langkah: (1) bagaimana mengestimasi aliran kas yang dihasilkan dari investasi tersebut, dan (2) bagaimana mengevaluasi aliran kas tersebut sehingga bisa diperoleh kesimpulan apakah usulan investasi tersebut layak dilakukan atau tidak.

Beberapa kriteria penilaian investasi bisa digunakan untuk mengevaluasi aliran kas. Kriteria penilaian investasi mencakup beberapa teknik seperti accounting rate of return, payback period, internal rate of return, net present value, dan profitability index.

1. Menaksir Aliran Kas

1.1. Beberapa Pertimbangan dalam Menaksir Aliran Kas

Dalam analisis keputusan investasi, ada beberapa langkah yang akan dilakukan:

(1) Menaksir aliran kas dari investasi tersebut

(2) Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang

(3) Mengevaluasi investasi tersebut dengan kriteria investasi seperti Payback period, NPV, dan IRR

(4) Mengambil keputusan,apakah investasi diterima atau tidak.

Langkah pertama dan keempat merupakan langkah yang paling sulit (menurut hemat penulis). Terutama, implikasi aliran kas dari suatu investasi tentu saja sulit diidentifikasi dan dikuantifikasikan.

Dalam menaksir aliran kas, ada beberapa hal yang harus dipertimbangkan:

1. Aliran kas versus keuntungan akuntansi
2. Incremental cash flow: sunk cost, biaya Kesempatan (opportunity cost) dan kanibalisasi pasar
3. Fokus pada aliran kas karena keputusan investasi, bukan karena keputusan pendanaan.

1.1.1. Aliran Kas versus Keuntungan Akuntansi

Fokus dari manajemen keuangan dan analisis investasi adalah kas, bukannya keuntungan akuntansi. Keuntungan akuntansi tidak selalu berarti aliran kas. Sebagai contoh, penjualan sebagian barangkali merupakan kredit, sehingga belum ada kas yang masuk. Item biaya tertentu, seperti depresiasi, juga tidak melibatkan kas.

Tabel 1. Perbandingan Basis Cash Flow dan Laporan Laba-Rugi Akuntansi

	Laporan Laba-Rugi	Kas masuk/keluar
Penjualan	Rp150.000	Rp150.000
Biaya tunai (kas) Rp70.000		(Rp 70.000)
Depresiasi Rp50.000	Rp120.000	--
Laba sebelum pajak	Rp30.000	
Pajak (40%)	Rp12.000	(Rp 12.000)
Laba setelah pajak	Rp18.000	Rp 68.000

$$\text{Aliran kas} = \text{Laba setelah pajak} + \text{depresiasi}$$

$$= 18.000 + 50.000$$

$$= 68.000$$

1.1.2. Incremental Cash Flow

Aliran kas yang akan kita perhitungkan adalah aliran kas yang muncul karena keputusan menjalankan investasi yang sedang dipertimbangkan. Aliran kas yang tidak relevan tidak akan masuk dalam analisis. Aliran kas yang relevan tersebut sering diberi nama sebagai incremental cash flow. Contoh aliran kas yang tidak relevan adalah sunk cost. Sunk cost adalah biaya yang sudah tertanam, dan sudah hilang. Keputusan menerima atau menolak usulan investasi tidak akan dipengaruhi oleh sunk cost. Contoh sunk cost adalah biaya fesibility study (studi kelayakan), biaya riset pemasaran. Biaya tersebut sudah keluar pada waktu analisis investasi dilakukan.

Biaya kesempatan (*opportunity cost*) adalah item lain yang perlu diperhatikan. Sebagai contoh, jika suatu usulan investasi dilakukan, dan investasi tersebut akan menggunakan gudang. Gudang tersebut sebenarnya bisa disewakan. Karena digunakan oleh proyek baru tersebut, gudang tersebut tidak bisa disewakan. Dengan demikian sewa yang hilang tersebut harus dimasukkan sebagai elemen biaya.

Kanibalisasi produk juga merupakan item yang relevan. Jika produk baru diluncurkan, sebagian pembeli potensial akan meninggalkan produk lama dan beralih ke produk baru. Efek bersih dari produk baru dengan demikian tidak setinggi semula, karena kanibalisasi (yang memangsa produk lama) harus dikurangkan dari perhitungan semula.

1.1.3. Fokus pada Keputusan Investasi

Dalam analisis investasi, fokus kita adalah pada aliran kas yang dihasilkan melalui keputusan investasi. Aliran kas yang dihasilkan dari keputusan pendanaan harus dihilangkan/dikeluarkan dari analisis. Alasan lainnya adalah, keputusan pendanaan masuk ke dalam perhitungan tingkat discount rate yang dipakai (WACC atau weighted average cost of capital). Jika biaya bunga juga dimasukkan ke dalam perhitungan aliran kas (sebagai pengurang aliran kas masuk), maka terjadi proses double counting, atau perhitungan ganda. Kas masuk dikurangi biaya bunga, sementara kas masuk didiskontokan dengan WACC yang memasukkan keputusan pendanaan. Dengan kata lain, efek keputusan pendanaan hanya akan terlihat di tingkat diskonto (discount rate), bukan pada perhitungan aliran kasnya.

Perlakuan bunga membutuhkan perhatian tersendiri, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Karena itu penyesuaiannya menggunakan (1 – pajak) × bunga. Perhitungan aliran kas yang mengeluarkan efek bunga (pendanaan) adalah:

Aliran kas = Laba bersih + depresiasi +
((1 – tingkat pajak) × bunga)

Keputusan pendanaan tidak dimasukkan ke dalam perhitungan aliran kas dalam analisis investasi.

Tabel 2. Perbandingan Basis Cash Flow dan Laporan Laba-Rugi Akuntansi Dengan Memasukkan Bunga (keputusan pendanaan)

		Laporan Laba-Rugi	Kas masuk/keluar
Penjualan		Rp150.000	Rp150.000
Biaya tunai (kas)	Rp70.000		(Rp 70.000)
Depresiasi	Rp50.000		---
Bunga	Rp20.000	Rp140.000	---
Laba sebelum pajak		Rp10.000	
Pajak (40%)		Rp 4.000	(Rp4.000)
Penyesuaian pajak (0,4 × Rp20.000)			(Rp8.000)
Laba setelah pajak		Rp 6.000	Rp68.000

$$\text{Aliran kas} = \text{Laba bersih} + \text{depresiasi} + ((1 - \text{tingkat pajak}) \times \text{bunga})$$

$$= 6.000 + 50.000 + ((1 - 0{,}4) \times 20.000)$$

$$= 68.000$$

1.2. Jenis-jenis Aliran Kas berdasarkan Dimensi Waktu

Berdasarkan dimensi waktu, aliran kas bisa digolongkan ke dalam tiga jenis:

1. Aliran kas awal (initial cash flow)
2. Aliran kas operasional (operational cash flow)
3. Aliran kas terminal (terminal cash flow).

1.2.1. Aliran Kas Awal (initial cash flow)

Aliran kas awal terjadi pada awal kegiatan investasi. Biasanya diasumsikan terjadi pada tahun ke 0 (sebelum investasi dilakukan). Aliran kas tersebut biasanya merupakan aliran kas keluar (cash outflow), dipakai untuk investasi pada Aset tetap (pabrik dan Aset tetap lainnya) dan investasi pada modal kerja.

1.2.2. Aliran Kas Operasional (operational cash flow)

Jika Aset tetap (misal pabrik) sudah berdiri, investasi mulai menghasilkan aliran kas masuk dari, misal, penjualan. Aliran kas operasional biasanya merupakan aliran kas masuk, yang diperoleh setelah perusahaan beroperasi. Biaya yang dikeluarkan, misal biaya promosi dan biaya operasional lainnya, jumlahnya lebih kecil dibandingkan dengan kas masuk. Investasi modal kerja bisa juga dilakukan pada tahun-tahun ini. Pada tahun-tahun tertentu, ada kemungkinan perusahaan melakukan perbaikan signifikan pada Aset tetapnya, misal overhaul atau pergantian mesin. Dalam situasi semacam ini, ada kemungkinan kas keluar lebih besar dibandingkan dengan kas masuk.

1.2.3. Aliran Kas Terminal (terminal cash flow)

Aliran kas terminal terjadi pada akhir proyek investasi. Biasanya ada dua item yang terjadi pada akhir proyek: (1) Penjualan nilai residu Aset tetap, dan (2) modal kerja kembali. Pada akhir proyek, ada kemungkinan Aset tetap masih mempunyai nilai pasar. Sisa tersebut kemudian bisa dijual dan menghasilkan kas masuk pada akhir proyek. Investasi modal kerja biasanya diasumsikan kembali lagi pada akhir proyek pada tingkat 100%. Investasi modal kerja tidak didepresiasi setiap tahun. Dalam situasi yang lebih realistis, investasi modal kerja mungkin tidak kembali 100% pada akhir proyek.

Ilustrasi Perhitungan Aliran Kas suatu usulan Investasi

- Suatu produk akan diluncurkan dengan jangka waktu lima tahun. Berikut ini informasi yang relevan. Biaya investasi sebesar Rp100.000. Depresiasi dilakukan dengan garis lurus selama lima tahun, pertahunnya adalah Rp16.000. Pada akhir proyek, aset tersebut diperkirakan bisa dijual dengan harga Rp30.000. Jika dilaksanakan, proyek tersebut akan memakai fasilitas gudang yang sedianya bisa dijual dengan harga Rp150.000. Nilai buku saat ini Rp140.000. Pada akhir proyek, gudang tersebut bisa dijual dengan harga Rp150.000. Nilai buku saat itu diperkirakan Rp130.000. Investasi untuk modal kerja adalah Rp10.000, Rp15.000, dan Rp15.000 pada tahun ke 0,1, dan 2. Sebelum proyek tersebut diluncurkan, perusahaan melakukan tes pasar dan menghabiskan biaya Rp20.000. Produk baru tersebut akan memakan pangsa pasar produk lama. Kerugian yang dialami karena kanibalisasi tersebut diperkirakan Rp5.000 pertahun, selama lima tahun. Penjualan diperkirakan Rp300.000 pertahun. Biaya operasional diperkirakan Rp50.000 per-tahun. Penjualan dan biaya operasional diasumsikan berupa kas. Pajak adalah 40%. Untuk proyek tersebut, perusahaan meminjam sebesar Rp50.000 dengan tingkat bunga 20% per-tahun. Biaya modal rata-rata tertimbang (discount rate) adalah 20%.

Tabel 3. Perhitungan Kas Operasional

	Laporan Laba-Rugi Akuntansi	Aliran Kas
Penjualan	300.000	300.000
Biaya operasional	50.000	(50.000)
Depresiasi	16.000	--

Laba operasional	234.000	
Pajak (40%)	93.600	(93.600)
	---	---
Laba bersih	140.400	156.400

Aliran kas masuk = laba bersih + depresiasi
= 140.400 + 16.000
= 156.400

Tabel 4. Perhitungan Aliran Kas Usulan Investasi

Item Aliran Kas	Tahun0	Tahun1	Tahun2	Tahun3	Tahun4	Tahun5
Aliran Kas Keluar						
1. Investasi	-100.000					
2. Investasi Modal Kerja	-10.000	-15.000	-15.000			
3. Biaya kesempatan gudang	-146.000					
4. Kanibalisme produk		-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
Total Kas Keluar	-256.000	-20.000	-20.000	-5.000	-5.000	-5.000
Aliran Kas Masuk						
1. Kas masuk operasional		156.400	156.400	156.400	156.400	156.400
2. Penjualan Nilai Residu						26.000
3. Penjualan Gudang						142.000
4. Modal Kerja Kembali						40.000
Total Kas Masuk		156.400	156.400	156.400	156.400	364.400
Aliran Kas Bersih	-256.000	136.400	136.400	151.400	151.400	359.400

- Berikut ini ringkasan aliran kas tersebut (dari tabel 4 di muka, baris terakhir).

0	1	2	3	4	5
-256	136.4	136.4	151.4	151.4	359.4

- Baris paling atas menyajikan tahun, sementara baris terbawah menyajikan aliran kas untuk tahun yang berkaitan. Dengan demikian, ada aliran kas keluar sebesar Rp256.000 untuk tahun awal, dan ada aliran kas masuk sebesar Rp136.400 untuk tahun pertama, dan seterusnya.

Apakah Usulan Investasi Tersebut diterima?

2. Kriteria Penilaian Investasi

Ada beberapa kriteria yang bisa dipakai untuk mengevaluasi rencana investasi.

1. Payback Period
2. Discounted Payback Period
3. Accounting Rate of Return
4. Net Present Value
5. Internal Rate of Return
6. Profitability Index.

2.1. Payback Period

Payback period ingin melihat seberapa lama investasi bisa kembali. Semakin pendek jangka waktu kembalinya investasi, semakin baik suatu investasi.

Berapa Payback Period Proyek di muka?

- Payback period = + 136,4 + (119,6 / 136,4)

  (tahun 1) (0,88 tahun)

Dengan demikian payback period = 1,88 tahun. Proyek akan balik modal dalam 1,88 tahun.

Kelemahan dari metode payback period adalah: (1) Tidak memperhitungkan nilai waktu uang, dan (2) Tidak memperhitungkan aliran kas sesudah periode payback. Seperti yang dibicarakan dalam bab mengenai nilai waktu uang, nilai waktu uang harus kita perhatikan.

2.2. Discounted Payback Period

Aliran kas dipresent-valuekan sebelum dihitung payback periodnya. Metode discounted payback period tidak bisa menghilangkan kelemahan yang kedua, yaitu tidak memperhitungkan aliran kas diluar payback period.

Berapa Discounted Payback Period Proyek di muka?

- 0 1 2 3 4 5

-256.0	113.7	94.7	87.6	73.0	144.4

- Payback period = + 113,7 + 94,7 + 47,6/87,6
  (tahun 1) (tahun 2) (0,54)

Dengan demikian discounted payback periodnya adalah 2,54 tahun.

Model tersebut tetap tidak memperhitungkan aliran kas sesudah periode payback (kelemahan payback periode belum sepenuhnya diatasi)

2.3. Accounting Rate of Return (AAR)

Metode ARR menggunakan keuntungan sesudah pajak, dibagi dengan rata-rata nilai buku investasi selama usia investasi. AAR mempunyai kelemahan yang mencolok, yang sama dengan payback period. Pertama, AAR menggunakan 'input' yang salah, yaitu laba akuntansi, bukannya aliran kas. Input yang salah akan menghasilkan output yang salah juga (garbage in garbage out). Kedua, AAR tidak memperhitungkan nilai waktu uang. Kemudian besarnya cut-off rate juga tidak mempunyai justifikasi teoritis yang kuat.

Berapa ARR proyek dimuka?

- Investasi awal adalah 100.000, dengan depresiasi pertahun adalah 16.000. Rata-rata investasi adalah:

  (100.000 + 84.000 + 68.000 + 52.000 + 36.000 + 20.000) / 6 = 60.000

- Pendapatan pertahun adalah 140.400 (lihat tabel 3 di muka). AAR dengan demikian bisa dihitung sebesar:
- 140.400 / 60.000 = 2,34 atau 234%

2.4. Net Present Value

Net present value adalah present value aliran kas masuk dikurangi dengan present value aliran kas keluar. Keputusan investasi adalah sebagai berikut ini.

NPV > 0 usulan investasi diterima

NPV < 0 usulan investasi ditolak

Berapa NPV Proyek dimuka? (discount rate=20%)

$$NPV = \left[\frac{136,4}{(1+0,20)^1} + \frac{136,4}{(1+0,20)^2} + \frac{151,4}{(1+0,20)^3} + \frac{151,4}{(1+0,20)^4} + \frac{359,4}{(1+0,20)^5} \right] - 256$$

$$NPV = 513,5 - 256$$

$$= +257,5$$

Karena NPV>0 , maka proyek tersebut diterima

2.5. Internal Rate of Return (IRR)

IRR adalah tingkat diskonto (discount rate) yang menyamakan present value aliran kas masuk dengan present value aliran kas keluar. Keputusan investasi:

IRR > tingkat keuntungan yang disyaratkan
usulan investasi diterima

IRR < tingkat keuntungan yang disyaratkan
usulan investasi ditolak

Berapa IRR proyek dimuka? Biaya modal (discount rate)=20

$$256 = \left[\frac{136,4}{(1+IRR)^1} + \frac{136,4}{(1+IRR)^2} + \frac{151,4}{(1+IRR)^3} + \frac{151,4}{(1+IRR)^4} + \frac{359,4}{(1+IRR)^5} \right]$$

IRR dihitung melalui metode trial error atau dengan menggunakan software/kalkulator finansial. Dengan Excel, IRR dihitung dengan formula =IRR(A1..A6). Hasilnya adalah 54%. Karena 54%>20%, maka proyek tersebut diterima.

2.6. Kaitan antara NPV dengan IRR.

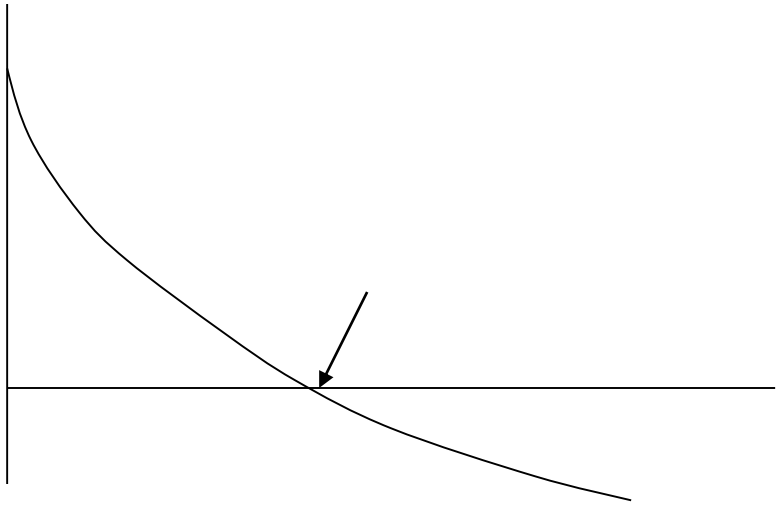
IRR adalah discount rate yang membuat NPV = 0. Kaitan antara keduanya tersebut bisa dilihat pada bagan berikut,

NPV

257

IRR = 53,97%

Tingkat diskonto
(discount rate, %)



Perhatikan bahwa kurva IRR adalah non-linear (tidak bergaris lurus). Perhatikan bahwa IRR adalah discount rate yang membuat NPV = 0, atau PV aliran kas keluar sama dengan PV aliran kas masuk. Jika IRR di atas discount rate, maka NPV akan mempunyai angka positif, sebaliknya, jika IRR lebih kecil dari discount rate, maka NPV akan bernilai negatif. Dengan demikian secara umum, kesimpulan dari NPV akan konsisten dengan kesimpulan dari IRR. Bagian berikutnya akan membicarakan situasi dimana kesimpulan dari IRR tidak konsisten dengan kesimpulan dari NPV.

2.7. Profitability Index

Profitability Index (PI) adalah present value aliran kas masuk dibagi dengan present value aliran kas keluar. Keputusan investasi adalah sebagai berikut ini.

PI > 1	usulan investasi diterima
PI < 1	usulan investasi ditolak

PI mempunyai manfaat lain, yaitu dalam situasi keterbatasan modal (capital rationing). Dalam situasi tersebut, PI digunakan untuk meranking usulan investasi

Berapa PI proyek dimuka?

- PI = 513,4 / 256
  = 2,01

Dimana 513,4 adalah PV penerimaan kas masuk total, 256 adalah PV aliran kas keluar.

Karena 2,01 > 1, maka proyek tersebut diterima

PI juga bisa digunakan untuk meranking usulan investasi. Ranking tersebut bermanfaat jika perusahaan menghadapi kendala modal dan harus menjatah modal (capital ratioting)

Usulan investasi	PV kas keluar	PV kas masuk	NPV	PI
A	20	40	20	2
B	50	70	20	1,4
C	30	40	10	1,3

Untuk memilih usulan investasi yang akan dilakukan, kita bisa meranking usulan investasi dengan metode PI. Ada dua alternatif: (1) semua diinvestasikan ke proyek B, dan (2) kombinasi antara proyek A dengan C. Alternatif nomor 2 (kombinasi A dengan C) memberikan NPV sebesar 30, sementara alternatif 1 (investasi pada proyek B) hanya menghasilkan NPV 20. Dengan demikian akan lebih baik jika manajer keuangan memilih usulan investasi A dan C, karena menghasilkan NPV yang lebih besar. Pilihan alternatif, dalam situasi di atas, bisa dibantu dengan menggunakan profitability index.

2.8. Perbandingan Metode NPV, IRR, dan PI

Dari kelima metode di atas, hanya metode NPV, IRR, dan PI yang mempunyai landasan teoritis paling kuat. Ketiganya memperhitungkan nilai waktu uang, memfokuskan pada aliran kas, dan memperhitungkan semua aliran kas yang relevan. Dalam situasi yang normal, ketiga metode tersebut menghasilkan kesimpulan yang sama. Tetapi pada situasi tertentu, ada kemungkinan munculnya konflik antar metode-metode tersebut. Berikut ini kita akan membandingkan ketiga metode tersebut, kita akan membandingkan NPV dengan IRR dan NPV dengan PI. NPV dipilih sebagai 'benchmark' karena, seperti akan terlihat, NPV merupakan metode yang paling kuat secara teoritis.

2.8.1. Metode NPV dengan IRR

Untuk membandingkan keduanya, kita akan membedakan usulan investasi menjadi dua jenis: (1) mutually exclusive (saling menghilangkan), dan (2) independent (bebas). Untuk jenis yang pertama, kita hanya bisa memilih satu dari beberapa usulan, atau menolak semuanya. Kita tidak bisa memilih semuanya. Untuk jenis yang kedua, keputusan memilih atau menolak satu proyek, tidak akan mempengaruhi keputusan pemilihan/penolakan proyek lainnya. Problem IRR yang akan kita bicarakan berikut ini mencakup proyek yang independent dan yang mutually exclusive.

Proyek yang Independen. Dua proyek dikatakan independen jika keputusan akan satu proyek tidak mempengaruhi proyek lain. Sebagai contoh, jika ada dua proyek investasi, kita bisa mengambil keduanya, memilih salah satu, atau menolak keduanya. Dua isu yang akan dibicarakan yaitu kegiatan pendanaan dan IRR ganda; keduanya menunjukkan bahwa NPV lebih baik dibandingkan dengan IRR.

(1) Kegiatan Pendanaan

Misalkan perusahaan membutuhkan dana sebesar 100. Ada dua alternatif yang bisa diajukan: (1) meminjam sebesar 100, atau (2) menjalankan proyek B (misal mengadakan seminar). Proyek B menghasilkan IRR sebesar 30%. Jika perusahaan bisa meminjam dengan tingkat bunga 25%, maka pinjaman tersebut yang seharusnya dipilih. Dengan kata lain, kita harus menolak proyek B. Jika IRR > biaya modal (dalam hal ini bunga pinjaman sebesar 25%), maka proyek B kita tolak. Jika kita ternyata bisa meminjam dengan bunga 35%, maka proyek B yang seharusnya dipilih. Kita tidak jadi meminjam. Dengan kata lain, kita menerima proyek B jika IRR < biaya modal.

Tabel 7. Aliran Kas Kegiatan Investasi dan Pendanaan

	Proyek A		Proyek B	
	0	1	0	1
Aliran kas	-1.000	+1.300	+1.000	-1.300
IRR	30%		30%	
NPV (dengan discount rate=10%)	182		-182	
Jenis kegiatan	Investasi		Pendanaan	

(2) Problem IRR Ganda

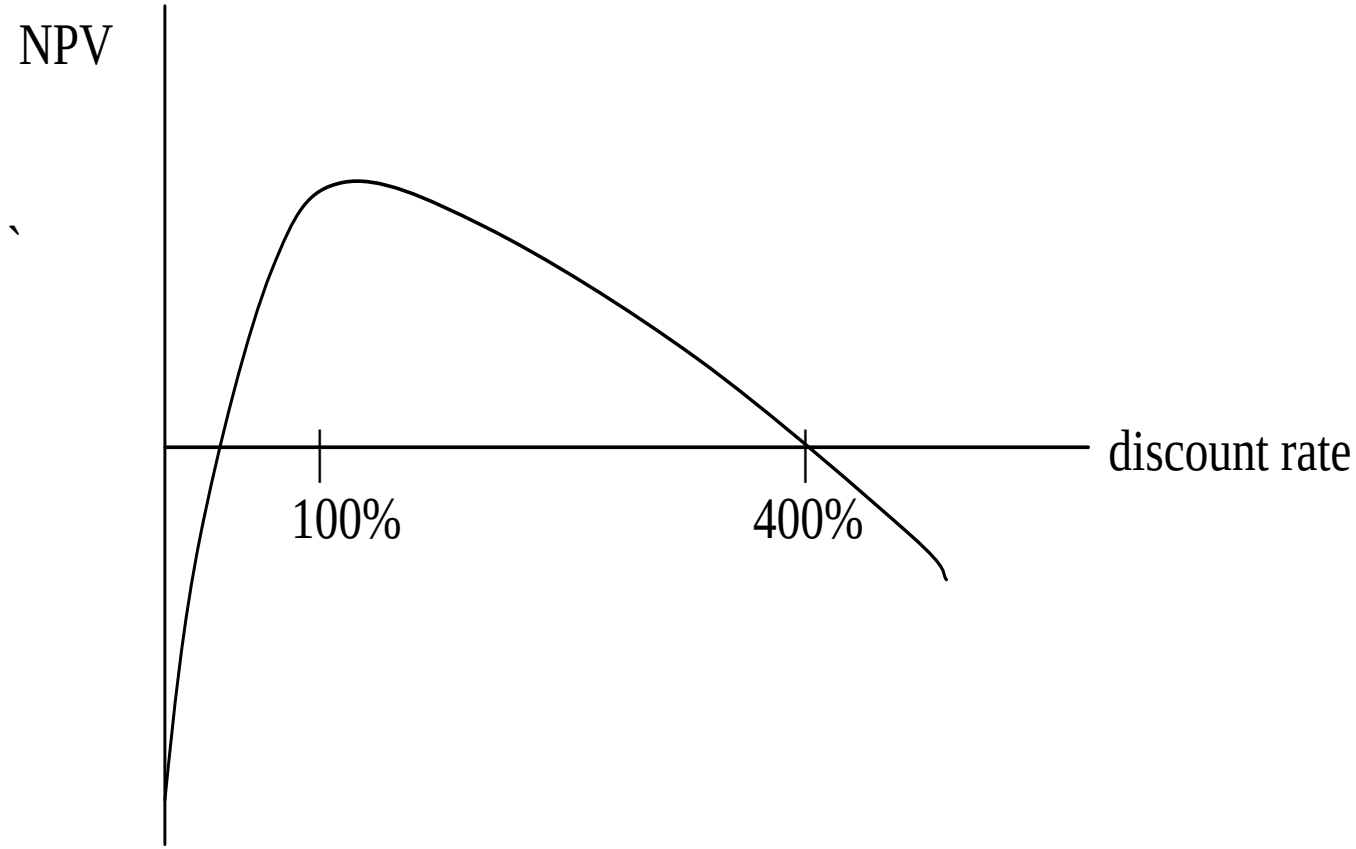
Misalkan kita mempunyai aliran kas seperti berikut ini.

0	+1	+2
-4.800	30.000	-30.000

Jika kita menghitung IRR untuk aliran kas semacam itu, kita akan memperoleh IRR ganda, yaitu 25% dan 400%. Kedua IRR tersebut bisa menyamakan PV aliran kas keluar dengan PV aliran kas masuk. Dalam contoh di atas, kita mempunyai angka negatif pada awal tahun (kas keluar), kemudian positif, kemudian diikuti dengan negatif lagi.

Misalkan proyek harus membersihkan sisa pabrik, atau harus melakukan perbaikan yang signifikan pada tahun-tahun berikutnya, maka tanda negatif (yang berarti aliran kas keluar) sesudah tanda positif (aliran kas masuk) akan diperoleh. Dalam beberapa situasi, pergantian tanda bisa terjadi lebih dari dua kali. Dalam situasi tersebut, potensi untuk memperoleh IRR lebih dari dua bisa terjadi.

Bagan 3. IRR Ganda



Proyek yang Mutually Exclusive. Dua proyek dikatakan mutually exclusive, jika keduanya saling menghilangkan. Contoh, jika kita mempunya dua usulan proyek investasi, kita harus memilih satu atau menolak keduanya. Ada dua isu yang dibicarakan, yaitu masalah skala dan masalah waktu. Kedua isu tersebut menunjukkan bahwa NPV lebih baik dibandingkan dengan IRR.

(1) Masalah Skala.

Menurut IRR, proyek A yang seharusnya dipilih (80% versus 65%), sedangkan menurut NPV, proyek B yang harus dipilih (15 versus 5). Jika perusahaan mempunyai dana yang cukup, tentunya proyek B (yang menghasilkan NPV yang lebih besar) yang dipilih. Dengan proyek B, PV kas masuk sebesar 55, cukup untuk mengembalikan modal yang dikeluarkan (-40), dan kemudian memperoleh tambahan kas masuk sebesar +15. Nilai perusahaan bertambah dengan +15. Jika memilih proyek B, nilai perusahaan hanya bertambah dengan +5 pada akhir tahun. Jika perusahaan ingin memaksimumkan nilai perusahaan, maka proyek B yang dipilih karena menghasilkan nilai tambah yang lebih besar. Dengan kata lain, NPV lebih konsisten dengan tujuan manajemen keuangan yang ingin memaksimumkan kemakmuran pemegang saham.

(2) Masalah Waktu (timing problem).

IRR untuk proyek A dan B adalah 16% dan 13%, berturut-turut. Bagaimana dengan NPV? NPV dengan biaya modal (tingkat keuntungan yang disyaratkan) 0%, 5%, 10%, dan 15% adalah 3.000, 1.942, 1.003, dan 164; sementara untuk proyek B adalah 6.000, 3.338, 1.127, dan -726. Berdasarkan NPV, jika biaya modal = 15%, proyek A dipilih, sementara jika biaya modal adalah 10% atau lebih kecil, proyek B dipilih. Berdasarkan IRR, proyek A akan selalu dipilih. Ada konflik antara NPV dengan IRR jika biaya modal 10% atau lebih kecil.

Keputusan untuk Proyek yang Mutually Exclusive.

Jika terjadi konflik antara IRR dengan NPV, beberapa hal yang bisa dilakukan:

1. Menggunakan NPV. Penggunaan NPV lebih kuat dibandingkan dengan metode lainnya
2. Menghitung NPV untuk aliran kas tambahan
3. Menghitung IRR untuk aliran kas tambahan.

2.8.2. Metode NPV dengan PI

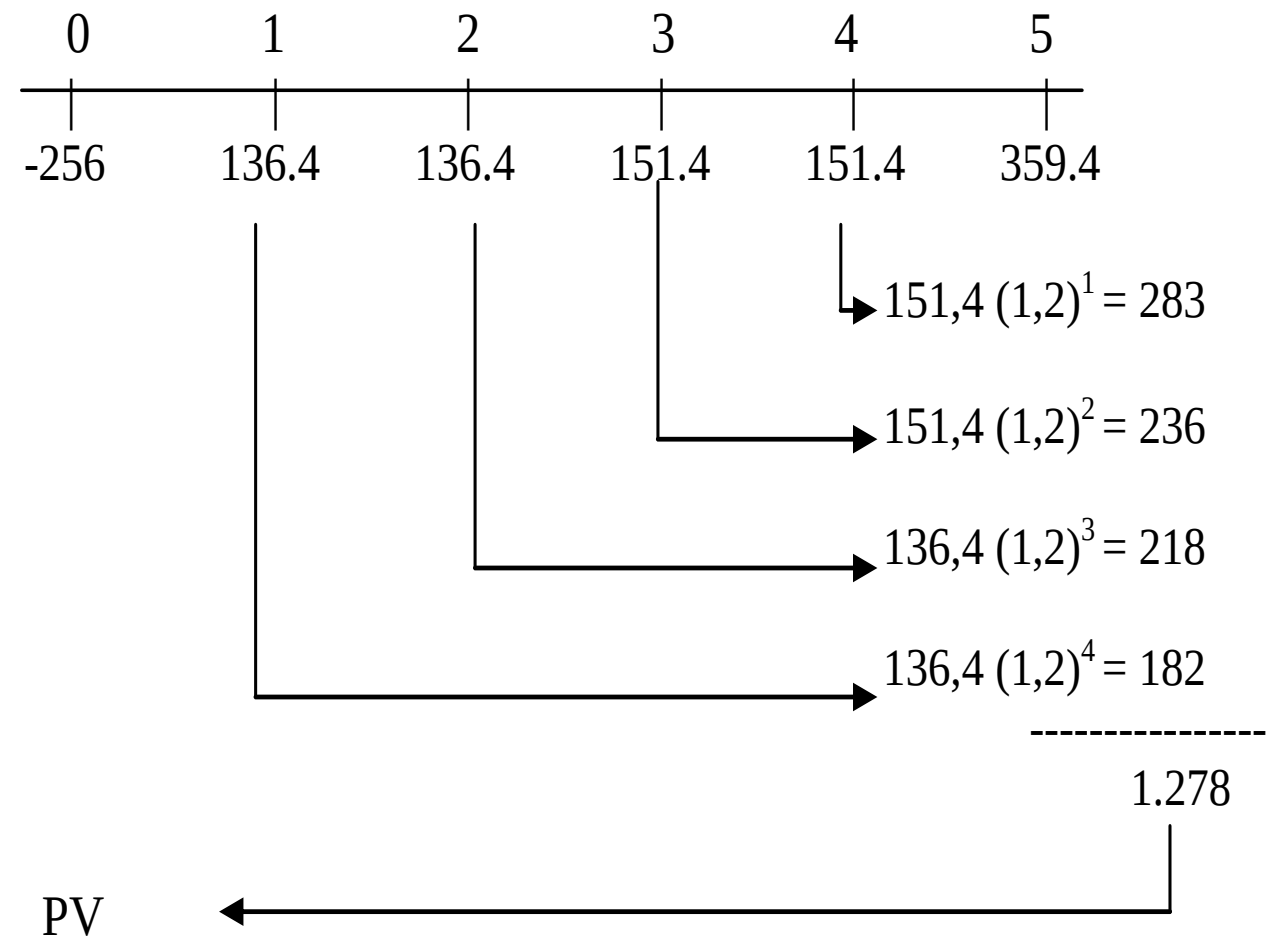
Jika proyek yang kita analisis bersifat independen, maka keputusan NPV dengan PI akan konsisten satu sama lain. Dalam hal ini, proyek dengan NPV yang positif juga mempunyai PI yang lebih dari satu. Masalah yang timbul untuk PI adalah untuk usulan investasi yang mutually exclusive.

Rekonsiliasi antara PI dengan NPV bisa dilihat dengan melihat NPV dan PI untuk aliran kas tambahan (incremental cash flow).

2.9. MIRR (Modified Internal Rate of Return).

Meskipun NPV lebih baik dibandingkan dengan IRR, tetapi IRR lebih banyak dan lebih mudah digunakan (lihat bagian berikutnya). Metode MIRR dibuat untuk menghilangkan kelemahan IRR, sementara angka MIRR yang dihasilkan akan mirip dengan IRR (dalam bentuk persentase). Pada kondisi dua proyek dengan ukuran yang sama, MIRR akan konsisten dengan NPV. Tetapi untuk proyek dengan ukuran yang berbeda, MIRR bisa menghasilkan kesimpulan yang tidak konsisten dengan NPV. Meskipun MIRR lebih baik dibandingkan dengan IRR, tetapi belum bisa menghilangkan kelemahan IRR sepenuhnya. Penggunaan NPV akan lebih baik dalam situasi konflik yang mungkin terjadi. Disamping itu, penggunaan MIRR juga memerlukan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang.

Bagan 4. MIRR


0
1
2
3
4
5
-256
136.4
136.4
151.4
151.4
359.4
151,4 (1,2)1 = 283
151,4 (1,2)2 = 236
136,4 (1,2)3 = 218
136,4 (1,2)4 = 182
1.278
PV
0

Perhitungan MIRR

$$\frac{1.278}{(1+MIRR)^5} = 256$$

MIRR = 38%

Karena MIRR tersebut lebih besar dibandingkan biaya modal (20%), maka usulan investasi tersebut layak dilakukan.

KESIMPULAN PERBANDINGAN ANTARA NPV, IRR, DAN PI

- JIKA TERJADI KONFLIK ANTARA NPV DENGAN IRR, MAKA NPV YANG DIPILIH (YANG LEBIH DIPERCAYA)
- JIKA TERJADI KONFLIK ANTARA NPV DENGAN PI, MAKA NPV YANG LEBIH DIPERCAYA
- BAGAIMANA YANG TERJADI DI PRAKTEKNYA?

2.9. Kriteria Investasi dalam Praktek

Pembicaraan di muka menyimpulkan NPV, IRR, dan PI merupakan metode terbaik. Ketiganya memperhatikan aliran kas (bukannya keuntungan akuntansi), memperhatikan nilai waktu uang, dan semua aliran kas diperhitungkan. Pada kondisi normal, ketiga metode tersebut akan menghasilkan kesimpulan yang konsisten satu sama lain. Dalam beberapa situasi, bisa terjadi konflik (ketidakkonsistenan) antara ketiga metode tersebut. Jika terjadi konflik, NPV yang seharusnya dipakai sebagai kriteria investasi. Alternatif lain dengan menggunakan IRR atau PI untuk aliran kas tambahan (inceremental cash flow), atau MIRR (Modified Internal Rate of Return), jika kita ingin memakai IRR. Alternatif kiteria investasi tersebut menghasilkan kesimpulan yang sama dengan kesimpulan dari NPV.

Tabel 11. Perbandingan Kriteria Investasi berdasarkan Survey, 1984

Metode	Teknik Utama	Teknik kedua
Average Accounting Return (AAR)	10,7%	14,6
Payback Period	5,0	37,6
Internal Rate of Return	65,3	14,6
Net Present Value	16,5	30,0
Lainnya	2,5	3,2

Sumber: Stanley and Block, A Survey of Multinational Capital Budgeting, *The Financial Review*, March 1984, pp.36-51.

Tabel12. Perbandingan Kriteria Investasi berdasarkan Survey, 2000

Internal Rate of Return	75,6%
Net Present Value	74,9
Payback Period	56,7
Discounted Payback Period	29,5
Accounting Rate of Return	30,3
Profitability Index	11,9

Sumber: Graham and Harvey, The Theory and Prcatice of Corporate Finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 2000.

Ada beberapa temuan lain yang cukup menarik. Sebagai contoh, perusahaan yang membayar dividen yang tinggi, dengan tingkat Utang yang tinggi, menggunakan NPV dan IRR yang lebih sering dibandingkan dengan perusahaan kecil dengan tingkat Utang rendah dan tidak membayar dividen. Kriteria payback period lebih banyak digunakan oleh perusahaan kecil dan oleh perusahaan yang manajer keuangannya tidak mempunyai tingkat pendidikan setingkat MBA

BAB 14
PENGANGGARAN MODAL: ISU LANJUTAN

1. Proyek dengan Usia Berbeda

Misalkan ada dua proyek investasi pergantian mesin yaitu A dan B. Investasi A membutuhkan dana Rp640.000 dan menghasilkan kas masuk sebesar Rp320.000 pertahun selama tiga tahun. Proyek B membutuhkan investasi sebesar Rp840.000 dan menghasilkan kas masuk sebesar Rp240.000 pertahun selama enam tahun.

Bagan 1. Skedul Aliran Kas Dua Proyek dengan Usia Berbeda

Proyek A

0 +320 ribu +320 ribu +320 ribu

| | | |

-640 ribu 1 2 3

Proyek B

0 +240 ribu +240 ribu ..... +240 ribu

| | | |

-840 ribu 1 2 6

Perhitungan tabel di atas menunjukkan bahwa proyek B memberikan NPV yang lebih tinggi dibandingkan dengan proyek A. Karena itu proyek B akan dipilih. Tetapi NPV merupakan fungsi dari usia proyek, semakin lama usia proyek akan semakin tinggi NPVnya. Meskipun hal tersebut tidak menjadi masalah jika proyek tersebut independen, hal tersebut menjadi masalah jika proyek tersebut saling meniadakan.

Untuk memperoleh perbandingan yang lebih valid, kita perlu menyamakan usia kedua proyek tersebut. Ada dua cara yang bisa dilakukan:

1.1. Menyamakan Usia

Proyek A memiliki usia 3 tahun, sedangkan proyek B memiliki usia 6 tahun. Keduanya bisa disamakan menjadi usia 6 tahun. Proyek A dengan demikian mengalami dua siklus, sedangkan proyek B mengalami satu siklus.

Metode menyamakan usia proyek mempunyai kelemahan. Jika horison waktu suatu proyek cukup panjang, metode tersebut tidak cukup praktis. Misalkan satu proyek mempunyai usia 11 tahun, sedangkan yang lainnya 19 tahun. Common factor untuk keduanya adalah 11 × 19 = 209 tahun. Untuk mengatasi kelemahan tersebut, metode Equivalent Annual NPV bisa dilakukan.

1.2. Equivalent Annual NPV (EAN)

Metode ini merubah NPV yang dihitung menjadi angka NPV tahunan. Asumsi yang dipakai oleh metode ini adalah proyek yang ada sekarang akan dilakukan terus menerus. Perhitungan Equivalent Annual NPV adalah sebagai berikut:

$$\text{Eq An NPV} = \text{NPVn} / \text{PVIFA}_{(r,n)} \quad \ldots\ldots\ldots (1)$$

NPVn = Present value proyek

$\text{PVIFA}_{(r,n)}$ = Present value factor annuity didasarkan pada tingkat keuntungan yang disyaratkan dan usia proyek.

1.3. Pertimbangan Lanjut

Analisis investasi untuk dua proyek dengan usia berbeda dilakukan untuk dua proyek yang mutually exclusive (kita harus memilih salah satu). Jika dua proyek tersebut independen, maka tidak perlu dilakukan analisis seperti itu. Hal lain yang perlu diperhatikan adalah analisis tersebut mengasumsikan kondisi yang sama selama umur proyek tersebut; tingkat inflasi dan teknologi dianggap sama. Jika kita memperkirakan tingkat inflasi atau teknologi berbeda, sehingga menyebabkan aliran kas keduanya berubah, maka kita harus memasukkan efek tersebut ke dalam perkiraan aliran kas.

2. Pengaruh Inflasi

Jika aliran kas dan tingkat keuntungan yang disyaratkan menggunakan aliran kas nominal, dan tingkat inflasi yang dipakai keduanya sama, maka tingkat inflasi keduanya akan saling menghilangkan. Dengan demikian kita tidak perlu melakukan apa-apa. Yang menjadi masalah jika tingkat inflasi keduanya tidak sama. Jika pasar keuangan efisien, maka pasar (investor) akan memasukkan inflasi yang diharapkan ke dalam tingkat keuntungan yang disyaratkan. Jika kita tidak melakukan hal yang sama terhadap aliran kas, maka akan ada kecenderungan downward bias (bias karena hasil analisis NPV menjadi lebih rendah dari yang seharusnya).

Beberapa langkah yang bisa dilakukan dalam kaitannya dengan inflasi:

1. Pengaruh inflasi atau dis-inflasi harus dimasukkan ke dalam aliran kas, karena tingkat keuntungan yang disyaratkan biasanya sudah memasukkan inflasi yang diharapkan (investor sudah memasukkan inflasi ke dalam tingkat keuntungan yang diharapkan).
2. Jika inflasi tidak homogen di dalam suatu perekonomian, akan lebih baik jika kita menggunakan tingkat inflasi per-sektor perekonomian.
3. Perubahan harga yang tidak dikarenakan inflasi, misal karena perubahan permintaan dan penawaran, yang akan mempengaruhi aliran kas, sebaiknya juga dimasukkan ke dalam analisis.

3. Analisis Risiko Investasi

Untuk memperoleh gambaran yang lebih realistis mengenai analisis NPV, analisis NPV bisa dilengkapi dengan analisis sensitivitas. Dalam analisis sensitivitas, kita akan menghitung NPV jika parameter-parameter dalam analisis berubah.

Misalkan saja kita mengidentifikasi tiga variabel yang dianggap relevan sebagai berikut:

1. Jumlah kuantitas terjual
2. Harga per-unit (karena,penjualan=jumlah kuantitas yang diminta × harga per-unit)
3. Biaya tetap
4. Investasi awal.

Kemudian kita mempunyai perkiraan yang berbeda untuk setiap variabel: pesimis, normal, optimis. Dengan melakukan analisis sensitivitas, manajer keuangan bisa memperoleh informasi variabel apa saja yang penting (critical), yang harus diwaspadai oleh manajer keuangan.

Kelemahan pendekatan sensitivitas di atas adalah menggunakan pertimbangan subyektif untuk menentukan angka pada kondisi pesimis maupun optimis. Pada satu sisi, pendekatan subyektif barangkali memang sebaiknya digunakan. Di sisi lain, pendekatan subyektif bisa menghasilkan bias-bias tertentu, misal ada kecenderungan merubah variabel sedemikian rupa sehingga NPV yang dihasilkan bisa tetap positif.

Sebagai pelengkap, metode obyektif juga bisa digunakan dalam analisis sensitivitas.

Dalam metode ini, kita akan melihat bagaimana efek perubahan variabel jika berubah sebesar angka tertentu, misal 20%, terhadap NPV. Kita bisa mengulangi langkah yang sama dengan merubah angka perubahan menjadi 30%, 10%, 5%, dan melihat efeknya terhadap NPV. Dengan menggunakan angka tetap naik dan turun sebesar 20%, usulan investasi menjadi sensitif terhadap perubahan harga per-unit dan jumlah kuantitas yang terjual.

3.2. Analisis Skenario

Pada analisis skenario, manajer keuangan mengidentifikasi skenario tertentu, kemudian menghitung NPV berdasarkan skenario tersebut. Berbeda dengan analisis sensitivitas, dimana hanya satu variabel berubah, dan mengasumsikan variabel lain konstan, pada analisis skenario, variabel-variabel bisa berubah secara bersamaan untuk setiap skenarionya. Misalkan manajer keuangan memperkirakan tiga skenario, yaitu kondisi ekonomi jelek, normal, dan baik. Seberapa besar risiko proyek tersebut, akan tergantung dari probabilitas kondisi perekonomian menjadi jelek. Manajer keuangan memperoleh informasi yang lebih banyak mengenai risiko usulan investasi tersebut, dengan melakukan analisis sensitivitas dan skenario.

3.3. Analisis Simulasi

Simulasi memperhalus analisis sensitivitas lebih lanjut. Dalam analisis simulasi, manajer keuangan merubah-rubah variabel yang relevan, kemudian melihat efeknya terhadap NPV. Perubahan dilakukan secara simultan, kemudian perhitungan efek terhadap NPV dilakukan beberapa kali sehingga akan diperoleh distribusi NPV. Simulasi akan lebih mudah dilakukan dengan menggunakan software atau program komputer.

Langkah-langkah yang perlu dilakukan adalah:

(1)Menghitung distribusi probabilitas penjualan berdasarkan data historis atau perkiraan lainnya. Setelah diperoleh distribusinya, kita bisa menentukan angka random yang berkaitan

(2) Memperoleh angka random. Tabel angka random atau program komputer bisa digunakan untuk menghasilkan angka random dengan skala 0 sampai 99.

3.4. Analisis Break-Even (pulang pokok)

3.4.1. Analisis Break-Even Akuntansi

Analisis break-even bisa digunakan untuk melihat seberapa besar penjualan minimal agar bisa menutup biaya-biaya yang dikeluarkan perusahaan. Jika manajer keuangan ingin melihat penjualan minimal yang harus diperoleh agar bisa menutup biaya-biaya yang dikeluarkan, analisis break-even bisa digunakan.

Analisis break-even bisa dituliskan sebagai berikut.[1]

$$\text{Titik BE} = \frac{\text{Biaya tetap + depresiasi}}{\text{(Harga per-unit – Biaya Variabel per-unit) / Harga per-unit}}$$

..... (2)

[1] Formula tersebut diturunkan sebagai berikut ini.

Penjualan = VC + FC + Dep

Dimana VC = biaya variabel, FC = biaya tetap, Dep = depresiasi

Karena Penjualan = P.Q (Harga × Kuantitas), dan Biaya Variabel = V.Q (Biaya variabel per-unit × Kuantitas), maka:

P.Q = V.Q + FC + Dep

P.Q – V.Q = FC + Dep

3.4.2. Analisis Break Even Present Value Aliran Kas

Manajemen keuangan mempunyai fokus pada aliran kas, bukannya laba akuntansi. Meskipun terjadi break-even akuntansi, sebenarnya perusahaan masih rugi secara eknomis. Untuk menghapus kelemahan tersebut, manajer keuangan bisa melakukan perhitungan break-even dengan memasukkan present value aliran kas. Untuk menghitung tingkat penjualan dimana NPV = 0, kita bisa menghitung menggunakan formula sebagai berikut:

PV Kas Masuk – PV Kas Keluar = 0

Metode alternatif dalam perhitungan break-even dengan present value aliran kas adalah dengan menggunakan equivalent annual cost (EAC). EAC dihitung sebagai berikut ini.

$$EAC = \text{Investasi Awal} / PVIFA_{(r\%, T)}$$

EAC bisa diinterpretasikan sebagai komponen investasi awal yang harus "dicover" agar investasi bisa ditutup (break-even). Dengan kata lain, EAC merupakan komponen aliran kas.

Titik break-even di atas bisa dihitung secara matematis sebagai berikut ini.

$$TBE = \frac{EAC + \text{Biaya Tetap } (1 - T) - \text{Depresiasi } (T)}{(\text{Harga jual} - \text{Biaya Variabel})\ (1 - T)}$$

Komponen biaya (angka yang dibagi) terdiri dari EAC (bagian dari investasi awal), biaya tetap (net-pajak) dan penghematan pajak karena depresiasi. Pembaginya terdiri dari selisih harga jual dengan biaya variabel net-pajak.

3.5. Pohon Keputusan dan Analisis Opsi

Salah satu cara untuk menganalisis ketidakpastian adalah dengan menggunakan pohon keputusan. Dengan menggunakan pohon keputusan, manajer keuangan bisa menganalisis keputusan yang dilakukan secara berurutan. Pilihan akan selalu mempunyai nilai.

BAB 15

INVETASI PADA ASET KEUANGAN



1. INSTRUMEN HUTANG (OBLIGASI)

- OBLIGASI PADA PRINSIPNYA MERUPAKAN SURAT HUTANG JANGKA PANJANG, MERUPAKAN SUATU INSTRUMEN PENDANAAN *(FUNDING INSTRUMENT)* YANG SANGAT EFEKTIF GUNA MENGUMPULKAN DANA DARI MASYARAKAT

- PEMEGANG OBLIGASI MERUPAKAN KREDITUR PERSEROAN, SEBAGAI KONSEKUENSI DARI KONSTRUKSI BAHWA PEMEGANG OBLIGASI ADALAH KREDITUR, IA BERHAK ATAS PENGEMBALIAN HUTANG POKOK OBLIGASI *(HOOFDSOM)* DAN JUGA BUNGA *(INTERESSEN)* DARI POKOK TERSEBUT DARI PERSEROAN

- DALAM HAL PERSEROAN MENDAPATKAN UNTUNG BESAR, PEMEGANG OBLIGASI TETAP HANYA MENDAPATKAN BAGIAN BUNGA YANG BESARNYA TELAH DIPERJANJIKAN SEBELUMNYA. APABILA, PERSEROAN MERUGI IA JUGA TETAP MENDAPATKAN HAKNYA SEBESAR YANG DIPERJANJIKAN. DALAM HAL PERSEROAN DILIKUIDASI PEMEGANG OBLIGASI MENDAPATKAN HAK PELUNASAN LEBIH DAHULU DARI PARA PEMEGANG SAHAM

429

- DALAM HAL-HAL TERTENTU PEMEGANG OBLIGASI MEMILIKI HAK –YAITU BERDASARKAN HUBUNGAN KONTRAKTUAL ATAU PERJANJIAN- UNTUK MEMBATASI TINDAKAN-TINDAKAN PERSEROAN YANG DIKHAWATIRKAN AKAN MENIMBULKAN KERUGIAN BAGI PERSEROAN SEHINGGA MENGAKIBATKAN PERSEROAN TIDAK DAPAT MEMENUHI KEWAJIBANNYA KEPADA PEMEGANG OBLIGASI

- PEMBATASAN-PEMBATASAN INI BIASANYA DIPERJANJIKAN EMITEN DAN WAKIL DARI PARA PEMEGANG OBLIGASI PADA SAAT PERMULAAN PENERBITAN OBLIGASI

- DENGAN MEMBELI OBLIGASI, PEMEGANG TERSEBUT MENJADI PEMBERI HUTANG KEPADA PENERBITNYA, SEKALIGUS IA JUGA MEMILIKI HAK ATAS BUNGA - JIKA DIPERJANJIKAN –YANG SIFATNYA RELATIF TETAP, DALAM ARTI BUNGA YANG DIPEROLEH TERSEBUT TIDAK DIDASARKAN PADA APAKAH PENERBIT MEMPEROLEH KEUNTUNGAN ATAU KERUGIAN

- PEMEGANG OBLIGASI ADALAH KREDITUR TERHADAP PENERBIT. HAL INI MERUPAKAN KONSEKUENSI LOGIS DARI KONSTRUKSI HUBUNGAN ANTARA PENERBIT DAN PEMEGANG OBLIGASI YANG BERSIFAT HUTANG PIUTANG, PEMEGANG OBLIGASI SEBAGAI PIHAK YANG MENGHUTANGKAN SEJUMLAH UANG KEPADA PENERBIT. SEHINGGA TERHADAP KEKAYAAN PENERBIT, PEMEGANG OBLIGASI AKAN MEMPEROLEH HAK PELUNASAN TERLEBIH DAHULU DARI PARA PEMEGANG SAHAM, APABILA PENERBITNYA BERUPA PERSEROAN TERBATAS

- OBLIGASI DITERBITKAN SEBAGAI BUKTI HUTANG *(EVIDENCE OF DEBT)* YANG DIBUAT OLEH PENERBITNYA (EMITENNYA). OBLIGASI DITERBITKAN DALAM BENTUK KHUSUS DAN TERTULIS. DALAM HAL INI BERARTI OBLIGASI MEMENUHI SYARAT SEBAGAI SUATU AKTA ATAU SURAT

- OBLIGASI BIASANYA DITERBITKAN ATAS UNJUK *(AAN TONDER)* ATAU ATAS NAMA *(OPNAAM)*

- PADA OBLIGASI ATAS NAMA, SIFAT DAPAT DIPERDAGANGKANNYA OBLIGASI TERSEBUT TIDAK SEPERTI OBLIGASI ATAS UNJUK, DALAM ARTI LIKUIDITAS OBLIGASI ATAS NAMA TIDAK SEPERTI LIKUIDITAS OBLIGASI ATAS UNJUK

- AGAR SUATU SURAT DAPAT DISEBUT SEBAGAI SUATU SURAT HUTANG MAKA HARUS DIPENUHI DUA UNSUR, YAITU BERBENTUK SUATU AKTA ATAU SURAT DAN PADA SURAT TERSEBUT TERSIRAT SUATU KEWAJIBAN PEMENUHAN PEMBAYARAN SEJUMLAH UANG TERTENTU PADA SAAT TERTENTU OLEH PENERBITNYA

- OBLIGASI ADALAH MERUPAKAN SUATU SURAT HUTANG ATAU SURAT PENGAKUAN HUTANG

433

JENIS OBLIGASI

- SECARA GARIS BESAR PADA DASARNYA ADA DUA KELOMPOK OBLIGASI :
  - *PLAIN "VANILLA" BONDS* YAITU OBLIGASI YANG MURNI BERSIFAT HUTANG
  - *EQUITY-LIKE BONDS* ATAU OBLIGASI YANG MENYERUPAI EKUITAS ATAU PENYERTAAN MODAL

- DISAMPING SEBAGAI KREDITUR PENERBITNYA MAKA PEMEGANG *EQUITY-LIKE BOND* JUGA DIBERI HAK UNTUK BERPARTISIPASI DALAM MODAL PENERBITNYA

434

OBLIGASI YANG BERSIFAT HUTANG MURNI *(PLAIN "VANILLA" BONDS)*

- **BERDASARKAN PENERBITNYA**

  - **OBLIGASI PERUSAHAAN *(CORPORATE BOND)***

    OBLIGASI PERUSAHAAN MERUPAKAN OBLIGASI YANG DITERBITKAN OLEH SUATU PERUSAHAAN ATAU BADAN HUKUM

    CORPORATE BOND INI BIASANYA DITERBITKAN UNTUK JANGKA PANJANG. OBLIGASI JENIS INI ADA YANG DIJAMIN DENGAN KEKAYAAN TERTENTU PERUSAHAAN PENERBITNYA DAN ADA YANG TIDAK DIJAMIN DENGAN KEKAYAAN TERTENTU, TETAPI HANYA DENGAN KEKAYAAN PENERBITNYA SECARA UMUM

- **OBLIGASI PEMERINTAH *(GOVERNMENT BOND)***

  MERUPAKAN OBLIGASI YANG DITERBITKAN OLEH PEMERINTAH. OBLIGASI INI BIASANYA DITERBITKAN OLEH PEMERINTAH PUSAT DALAM RANGKA PEMBIAYAAN PEMBANGUNAN DAN BIASANYA PULA BERJANGKA PANJANG YAITU 10 SAMPAI 20 TAHUN. OBLIGASI INI BIASANYA TIDAK DIJAMIN DENGAN KEKAYAAN TERTENTU. NAMUN DEMIKIAN, DARI SEGI KEAMANANNYA TERMASUK DALAM KELOMPOK "*HIGHEST QUALITY BOND*", SEBAB PENERBITNYA ADALAH PEMERINTAH. TETAPI *GOVERNMENT BOND* INI BIASANYA MEMBERIKAN KEUNTUNGAN YANG SANGAT KECIL

- ***MUNICIPAL BOND***

  PADA DASARNYA SAMA DENGAN *GOVERNMENT BOND*. HANYA SAJA, OBLIGASI INI DITERBITKAN OLEH PEMERINTAH DAERAH *(LOCAL GOVERNMENT)* ATAU PEMERINTAH NEGARA BAGIAN

436

- **BERDASARKAN JANGKA WAKTU**

  - **OBLIGASI JANGKA PANJANG *(LONG-TERM BOND)***

    OBLIGASI INI MERUPAKAN OBLIGASI YANG JANGKA WAKTU TEMPONYA LAMA. YANG DIMAKSUD DENGAN JANGKA WAKTU PANJANG INI YAITU LEBIH DARI SATU PERIODE AKUNTANSI YANG BIASANYA SATU TAHUN

  - **OBLIGASI JANGKA PENDEK *(SHORT-TERM BOND)***

    OBLIGASI JANGKA PENDEK MERUPAKAN OBLIGASI YANG JANGKA WAKTUNYA MAKSIMAL SATU PERIODE TAHUN PEMBUKUAN

- **BERDASARKAN PENGHITUNGAN BUNGA OBLIGASI**

  - **OBLIGASI DENGAN BUNGA TETAP *(FIXED-RATE BOND)***

    MERUPAKAN OBLIGASI YANG MEMBERIKAN BUNGA YANG BERSIFAT TETAP SELAMA JANGKA WAKTU OBLIGASI TERSEBUT. MISALNYA SEBUAH OBLIGASI DITERBITKAN UNTUK JANGKA WAKTU 5 (LIMA) TAHUN DENGAN TINGKAT BUNGA 18% PER TAHUN, INI BERARTI SETIAP TAHUN, MULAI DARI TAHUN PERTAMA SAMPAI TAHUN KELIMA, BUNGA ATAS OBLIGASI TERSEBUT ADALAH TETAP, YAITU 18 % PER TAHUN

- **OBLIGASI DENGAN BUNGA MENGAMBANG *(FLOATING-RATE BOND)***

  OBLIGASI INI MERUPAKAN OBLIGASI YANG PERHITUNGAN BUNGANYA DITENTUKAN DENGAN CARA TERTENTU YANG BERUBAH-UBAH (KARENA ITU DIKATAKAN MENGAMBANG ATAU *FLOATING*)

- **OBLIGASI TANPA BUNGA**

  OBLIGASI JENIS INI TIDAK MEMBERIKAN BUNGA KEPADA PEMEGANGNYA. SEBAGAI GANTINYA BIASANYA PADA SAAT PENERBITAN, PEMBELI OBLIGASI DIBERIKAN SUATU DISKON. PEMEGANGNYA PADA SAAT MEMBELI OBLIGASI AKAN MEMBAYAR DENGAN HARGA TERTENTU YANG LEBIH RENDAH DARI NILAI NOMINAL OBLIGASI YANG BERSANGKUTAN DAN PADA SAAT JATUH TEMPO, PENERBITNYA AKAN MEMBAYAR SEJUMLAH PENUH NILAI NOMINAL OBLIGASI. SEHINGGA PEMEGANG OBLIGASI TETAP AKAN MENDAPATKAN KEUNTUNGAN MESKIPUN TIDAK MENDAPATKAN BUNGA

- **BERDASARKAN JAMINAN ATAU KOLATERAL**
  - **OBLIGASI DENGAN JAMINAN TERTENTU *(SECURED BOND)***

    MERUPAKAN OBLIGASI YANG DIJAMIN DENGAN KEKAYAAN TERTENTU DARI PENERBITNYA ATAU DENGAN JAMINAN LAIN DARI PIHAK KETIGA
  - ***GUARANTEED BOND* (OBLIGASI DENGAN PENANGGUNGAN)**

    OBLIGASI YANG PELUNASAN BUNGA DAN POKOKNYA DIJAMIN DENGAN PENANGGUNGAN ATAU *BORGTOCHT* DARI PIHAK KETIGA

- ***MORTGAGE BOND***

  OBLIGASI YANG PELUNASAN BUNGA DAN POKOKNYA DIJAMIN DENGAN AGUNAN HIPOTIK ATAS PROPERTI ATAU HARTA TETAP. ATAS HARTA TETAP YANG DIJADIKAN JAMINAN INI BIASANYA DIPASANG HIPOTIK ATAU DALAM BAHASA INGGRIS DISEBUT *MORTGAGE*. NILAI AGUNAN YANG DIBERIKAN BIASANYA DISYARATKAN MELEBIHI JUMLAH POKOK OBLIGASI YANG DITERBITKAN.

  APABILA PENERBIT OBLIGASI TIDAK MEMENUHI KEWAJIBANNYA, MAKA PEMEGANG OBLIGASI DAPAT MENGEKSEKUSI AGUNAN TERSEBUT DENGAN JALAN MELELANGNYA DAN HASIL PENJUALANNYA DIGUNAKAN UNTUK MELUNASI KEWAJIBAN PENERBIT KEPADA PEMEGANG OBLIGASI

- ***COLLATERAL TRUST BOND***

  OBLIGASI YANG DIJAMIN DENGAN EFEK YANG DIMILIKI PENERBIT DALAM PORTOFOLIONYA. DALAM HAL INI PENERBIT DAPAT MENGAGUNKAN SAHAM-SAHAM ANAK PERUSAHAANNYA YANG DIMILIKINYA

- ***EQUIPMENT TRUST BOND***

  OBLIGASI YANG DIJAMIN DENGAN AGUNAN BERUPA *EQUIPMENTS* (PERALATAN) YANG DIMILIKI OLEH PENERBITDAN DIPERGUNAKAN UNTUK USAHANYA SEHARI-HARI, MISALNYA PESAWAT UNTUK PERUSAHAAN PENERBANGAN ATAU MESIN-MESIN UNTUK PERUSAHAAN INDUSTRI

- **OBLIGASI TANPA JAMINAN *(UNSECURED BOND)***

OBLIGASI INI MERUPAKAN SUATU JENIS OBLIGASI YANG TIDAK DIJAMIN DENGAN KEKAYAAN TERTENTU TETAPI DIJAMIN DENGAN KEKAYAAN PENERBITNYA BERDASARKAN TITEL UMUM ATAU DENGAN "*EARNING POWER*" PENERBITNYA

OBLIGASI INI SEBENARNYA TIDAK BERARTI SAMA SEKALI TANPA JAMINAN, TETAPI MERUPAKAN OBLIGASI YANG TIDAK DIJAMIN DENGAN KEKAYAAN TERTENTU, SEBAB PADA PRINSIPNYA SETIAP HUTANG PENERBIT DIJAMIN DENGAN SELURUH KEKAYAAN PENERBIT

- BERDASARKAN CARA PERALIHAN

  - **OBLIGASI ATAS UNJUK *(BEARER BOND/AAN TONDER OBLIGATIE)***

    OBLIGASI INI MERUPAKAN OBLIGASI YANG TIDAK MENCANTUMKAN NAMA PEMEGANGNYA DI DALAM SURAT OBLIGASI YANG BERSANGKUTAN. SIAPA YANG MEMEGANG OBLIGASI SAAT ITU MAKA DIALAH YANG DIANGGAP SEBAGAI PEMILIKNYA DAN DENGAN PENUNJUKAN SERTIFIKAT OBLIGASI INI PADA SAAT JATUH TEMPO SI PEMEGANGNYA MENDAPATKAN HAK ATAS PELUNASAN POKOK MAUPUN BUNGANYA

- **OBLIGASI ATAS NAMA *(REGISTERED BOND/OP NAAM OBLIGATIE)***

OBLIGASI YANG MENCANTUMKAN NAMA PEMEGANGNYA PADA SERTIFIKAT OBLIGASI YANG BERSANGKUTAN.

DAPAT DIBEDAKAN MENJADI :

- OBLIGASI ATAS NAMA UNTUK POKOK PINJAMAN
  PADA OBLIGASI INI NAMA PEMILIK TERCANTUM DALAM SERTIFIKAT OBLIGASI DAN KUPON BUNGA DILEKATKAN PADANYA

- OBLIGASI ATAS NAMA UNTUK BUNGA
  PADA OBLIGASI INI NAMA PEMILIK TIDAK TERCANTUM DALAM SERTIFIKAT OBLIGASI, TETAPI NAMA DAN ALAMAT PEMILIK DICATAT DI PERUSAHAAN PENERBIT UNTUK MEMUDAHKAN DALAM PENGIRIMAN BUNGA

- OBLIGASI ATAS NAMA UNTUK POKOK PINJAMAN DAN BUNGA
  PADA OBLIGASI INI NAMA PEMILIK TERCANTUM DALAM SERTIFIKAT OBLIGASI AKAN TETAPI TIDAK PADA KUPON BUNGA.
  PEMBAYARAN POKOK DAN BUNGA LANGSUNG DISAMPAIKAN KEPADA PEMILIK YANG NAMANYA TERCANTUM DI PERUSAHAAN PENERBIT

EQUITY-LIKE BONDS

EQUITY LIKE BONDS MERUPAKAN OBLIGASI YANG TIDAK MURNI ATAU SEMATA-MATA SURAT HUTANG. DI SAMPING SEBAGAI SUATU SURAT HUTANG, OBLIGASI JENIS INI SUATU SAAT ATAS KEHENDAK PEMEGANGNYA ATAU DENGAN SYARAT-SYARAT TERTENTU DAPAT DITUKAR MENJADI PENYERTAAN (EKUITAS) PADA EMITEN YANG MENERBITKAN OBLIGASI TERSEBUT

EQUITY-LIKE BONDS DAPAT DIBAGI MENJADI :

- OBLIGASI KONVERSI *(CONVERTIBLE BOND)*

  MERUPAKAN SUATU JENIS OBLIGASI YANG DI SAMPING MEMBERIKAN BUNGA JUGA MEMBERIKAN HAK OPSI KEPADA PEMEGANGNYA UNTUK MENUKAR POKOK PINJAMAN OBLIGASI DENGAN SAHAM ATAU *EQUITY* DARI EMITEN ATAU PERUSAHAAN PENERBITNYA DENGAN HARGA TERTENTU (RASIO KONVERSI TERTENTU) DAN PADA SAAT TERTENTU

- *STRIPPED BOND*

  PADA DASARNYA SAMA DENGAN OBLIGASI KONVERSI, YAITU MERUPAKAN OBLIGASI YANG PEMEGANGNYA DIBERI HAK OPSI UNTUK MENGKONVERSIKAN PINJAMAN OBLIGASI MENJADI SAHAM ATAU *EQUITY* DARI EMITENNYA. BEDANYA DALAM OBLIGASI JENIS INI HAK OPSI TERSEBUT DAPAT DILEPAS DARI OBLIGASI POKOKNYA DAN PEMEGANG OBLIGASI DAPAT MEMPERDAGANGKAN HAK OPSI TERSEBUT SECARA TERPISAH ATAU TERSENDIRI

2. INSTRUMEN PENYERTAAN (SAHAM)

- INSTRUMEN PENYERTAAN ATAU SAHAM MERUPAKAN INSTRUMEN YANG LEBIH POPULAR DI MASYARAKAT. SAHAM MERUPAKAN INSTRUMEN PENYERTAAN MODAL SESEORANG ATAU LEMBAGA DALAM SUATU PERUSAHAAN. MODAL INI TERBAGI DALAM TIGA TINGKAT STATUS, YAITU MODAL DASAR, MODAL DITEMPATKAN, DAN MODAL DISETOR. SAHAM INI DIKELUARKAN DALAM RANGKA PENDIRIAN PERUSAHAAN, PEMENUHAN MODAL DASAR, ATAU PENINGKATAN MODAL DASAR

- PEMEGANG SAHAM ADALAH PIHAK YANG MEMPUNYAI HAK KEPEMILIKAN ATAS PERSEROAN KARENA ADANYA PENYERTAAN MODAL PADA PERUSAHAAN

447

JENIS SAHAM BERDASARKAN CARA PERALIHAN

- SAHAM ATAS UNJUK (*BEARER STOCK*)

  SAHAM YANG TIDAK MEMPUNYAI NAMA PEMILIK SAHAM TERSEBUT. SAHAM INI SANGAT MUDAH UNTUK DIPERALIHKAN MIRIP DENGAN UANG GAMPANG DIALIHKAN. SIAPA YANG DAPAT MENUNJUKKAN SERTIFIKAT SAHAM ITU, MAKA IA DIKATAKAN SEBAGAI PEMEGANG SAHAM TERSEBUT, KECUALI DAPAT DIBUKTIKAN TELAH TERJADI PELANGGARAN HUKUM DARI PERALIHAN TERSEBUT

- SAHAM ATAS NAMA (*REGISTERED STOCK*)

  SAHAM YANG DITULIS DENGAN JELAS SIAPA PEMILIKNYA. CARA PERALIHAN SAHAM YANG DEMIKIAN HARUS MELALUI PROSEDUR TERTENTU. CARA PERALIHAN SAHAM INI HARUS MELALUI PENCATATAN DOKUMEN PERALIHAN. NAMA PEMILIK BARU DARI SAHAM ATAS NAMA HARUS DICATAT DALAM BUKU KHUSUS YANG MEMUAT DAFTAR PEMEGANG SAHAM PERUSAHAAN. APABILA SERTIFIKAT SAHAM INI HILANG, MAKA PEMILIK DAPAT MEMINTA PENGGANTI SERTIFIKAT SAHAMNYA KARENA NAMANYA ADA DALAM BUKU PERUSAHAAN

JENIS SAHAM BERDASARKAN HAK TAGIH

- SAHAM BIASA (*COMMON STOCK*)

  SAHAM YANG MENEMPATKAN PEMILIKNYA PADA POSISI PALING AKHIR DALAM HAL PEMBAGIAN DEVIDEN, HAK ATAS HARTA KEKAYAAN PERUSAHAAN APABILA PERUSAHAAN TERSEBUT MENGALAMI LIKUIDASI. SAHAM JENIS INI MEMPUNYAI NILAI NOMINAL YANG DITENTUKAN NILAINYA OLEH EMITEN. HARGA SAHAM INI SERING DISEBUT DENGAN NILAI PARI (*PAR VALUE*). BESARNYA HARGA NOMINAL SAHAM TERGANTUNG PADA KEINGINAN EMITEN. HARGA NOMINAL YANG DITENTUKAN OLEH EMITEN INI BERBEDA DENGAN HARGA PERDANA (*PRIMARY PRICE*) DARI SUATU SAHAM

449

LIMA KATEGORI DASAR DARI SAHAM:

- *INCOME STOCKS*

  SAHAM JENIS INI MEMBERIKAN DEVIDEN DALAM NILAI YANG RELATIF BESAR TAPI TIDAK TERATUR, DAPAT DIGUNAKAN SEBAGAI SARANA UNTUK MENGHASILKAN PENDAPATAN TANPA MENJUAL SAHAM. KEBANYAKAN SAHAM INI DIKATEGORIKAN SEBAGAI *INCOME STOCK*

- *BLUE – CHIP STOCKS*

  SAHAM DARI PERUSAHAAN YANG *SOLID* DAN TERPERCAYA DENGAN SEJARAH PANJANG PERTUMBUHAN DAN STABILITAS DIGOLONGKAN SEBAGAI *BLUE-CHIP*. BIASANYA SAHAM MEMBERIKAN DEVIDEN KECIL, TETAPI TERATUR DAN BERTAHAN SECARA FAIR, HARGA YANG MAPAN SEKALIPUN PASAR NAIK TURUN

- *GROWTH STOCKS*

  SAHAM DEMIKIAN DITERBITKAN OLEH PERUSAHAAN YANG MENGALAMI PERTUMBUHAN YANG LEBIH CEPAT DARIPADA INDUSTRINYA. SEKALIPUN PERUSAHAAN TIDAK MEMPUNYAI CATATAN *(PROVEN TRACK RECORD)*, PERTUMBUHAN SAHAM LEBIH MENGANDUNG RESIKO DARIPADA MACAM SAHAM LAIN, TETAPI MENAWARKAN APRESIASI HARGA YANG POTENSIAL

- *CYCLICAL STOCKS*

  PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SAHAM SEMACAM INI DENGAN MUDAH MEMPENGARUHI TREN EKONOMI SECARA UMUM. NILAI DARI SAHAM DEMIKIAN CENDERUNG UNTUK TURUN SELAMA MASA RESESI DAN MENINGKATKAN SELAMA BOM EKONOMI *(ECONOMIC BOOMS)*.

- *DEFENSIVE STOCKS*

  SAHAM JENIS INI MERUPAKAN KEBALIKAN DARI JENIS SAHAM SIKLUS *(CYCLICAL STOCKS)*. SAHAM INI MAMPU MEMPERTAHANKAN NILAINYA SELAMA MASA RESESI. PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SAHAM DEFENSIF ADALAH PERUSAHAAN YANG MEMPRODUKSI MAKANAN, MINUMAN, OBAT-OBATAN, ASURANSI DAN KEBUTUHAN SEHARI-HARI

- *EMERGING GROWTH STOCKS*

  SAHAM YANG DIKELUARKAN OLEH PERUSAHAAN YANG RELATIF LEBIH KECIL DAN MEMILIKI DAYA TAHAN YANG LEBIH KUAT MESKIPUN DALAM KONDISI EKONOMI YANG KURANG MENDUKUNG. HARGA SAHAM JENIS INI BIASANYA SANGAT SPEKULATIF

- *SPECULATIVE STOCKS*

  PADA PRINSIPNYA SEMUA SAHAM BIASA YANG DIPERDAGANGKAN DI BURSA EFEK DAPAT DIGOLONGKAN SEBAGAI *SPECULATIVE STOCKS*. INVESTOR TIDAK MENDAPATKAN KEPASTIAN APAKAH SAHAM YANG DIBELINYA AKAN MEMBERIKAN KEUNTUNGAN *(CAPITAL GAIN)* ATAU MALAH PADA TURUN HARGA SAHAMNYA KETIKA HENDAK DIJUAL

- SAHAM PREFEREN *(PREFERRED STOCK)*

  MERUPAKAN SAHAM YANG MEMBERIKAN PRIORITAS PILIHAN (PREFEREN) KEPADA PEMEGANGNYA, SEPERTI :
  - BERHAK DIDAHULUKAN DALAM PEMBAYARAN DEVIDEN
  - BERHAK MENUKAR SAHAM PREFEREN YANG DIPEGANGNYA DENGAN SAHAM BIASA
  - MENDAPAT PRIORITAS PEMBAYARAN KEMBALI PERMODALAN DALAM HAL PERUSAHAAN DILIKUIDASI

- SAHAM ISTIMEWA *(GOLDEN SHARE)*

  PEMEGANG SAHAM ISTIMEWA MEMPUNYAI HAK LEBIH DIBANDINGKAN PEMEGANG SAHAM LAINNYA. HAK LEBIH ITU TERUTAMA DALAM PROSES PENUNJUKAN DIREKSI PERUSAHAAN. DI DALAM HUKUM PASAR MODAL INDONESIA, SAHAM DIKENAL DENGAN SAHAM DWI WARNA.. SAHAM INI DIMILIKI OLEH PEMERINTAH INDONESIA DAN JUMLAHNYA SATU BUAH

Perbedaan Saham dan Obligasi

SAHAM	OBLIGASI
Bagian penyertaan dalam modal dasar suatu PT. Pemegang saham adalah emiten Pemilik perusahaan.	Bukti pengakuan utang/pinjaman uang dari masyarakat (publik). Pemegang obligasi adalah kreditur.
Penanaman dana tidak terbatas, jangka waktunya selama perusahaan masih beroperasi.	Terbatas waktunya (*maturity date*) - jangka pendek - jangka menengah - jangka panjang
Dividen ditambah dengan kemungkinan *capital gain* atau *capital loss*.	Bunga tetap (suku bunga tahunan).
Risiko relatif lebih besar.	Risiko relatif lebih kecil.
Hak suara dalam Rapat Pemegang Saham turut menentukan kebijakan perusahaan.	Hak pemegang obligasi dalam Rapat Umum Pemegang Obligasi terbatas pada lahan pinjaman saja.
Dalam hal likuidasi pemegang saham mempunyai klaim terakhir terhadap aset perusahaan.	Dalam hal likuidasi pemegang obligasi mempunyai klaim untuk didahulukan terhadap pemegang saham (*senior right*).
Dasar perikatan ditentukan dalam Anggaran Dasar perusahaan.	Dasar perikatan ditentukan dalam perjanjian perwaliamanatan (*trust agreement/indenture*).

INSTRUMEN EFEK LAIN

- *INDONESIAN DEPOSITORY RECEIPT (IDR)*

  DISEBUT JUGA SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA. EFEK JENIS INI DIATUR DALAM PERATURAN BAPEPAM NO. IX.A.10. PENAWARAN UMUM SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA HARUS MELALUI PENGAJUAN PERNYATAAN PENDAFTARAN KEPADA BAPEPAM.

  PERATURAN BAPEPAM NO. IX.A.10. MENDEFINISIKAN EFEK INI SEBAGAI BERIKUT

  " EFEK YANG MEMBERIKAN HAK KEPADA PEMEGANGNYA ATAS EFEK UTAMA YANG DITITIPKAN SECARA KOLEKTIF PADA BANK KUSTODIAN YANG TELAH MENDAPATKAN PERSETUJUAN DARI BAPEPAM"

  SEDANGKAN YANG DIMAKSUD DENGAN EFEK UTAMA ADALAH EFEK YANG DITITIPAKAN PADA BANK KUSTODIAN YANG MENJADI DASAR DITERBITKANNYA SERTIFIKAT EFEK INDONESIA

- **PIHAK – PIHAK YANG TERLIBAT**

  - EMITEN, YAITU PERUSAHAAN YANG MEMENUHI SYARAT – SYARAT YANG DITENTUKAN MENURUT PERATURAN PERUNDANG – UNDANGAN DI BIDANG PASAR MODAL UNTUK MENERBITKAN SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA

  - *DEPOSITORY BANK*

    BANK INI AMAT PENTING PERANNYA UNTUK MEMBANTU TRANSAKSI DUA NEGARA YANG MEMPUNYAI SISTEM HUKUM YANG BERBEDA. *DEPOSITORY BANK* BERFUNGSI SEBAGAI PENGHUBUNG ANTARA EMITEN DAN PARA PEMEGANG SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA. BANK BERTINDAK SEBAGAI WAKIL EMITEN DI NEGARA PEMODAL

DEPOSITORY BANK MELAKUKAN HAL LAIN, ANTARA LAIN :

- MENERBITKAN SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA BAGI INVESTOR
- MENJUAL KEMBALI SERTIFIKAT EFEK INDONESIA KE PASAR ASALNYA PADA PEMBATALAN SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA.
- MEMPROSES TRANSFER SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA
- MEMELIHARA DAFTAR PEMEGANG SERTIFIKAT PENITIPAN EFEK INDONESIA
- MEMBAYAR DEVIDEN

- **KUSTODIAN**

MENURUT UUPM BERFUNGSI UNTUK MELAKUKAN JASA PENITIPAN EFEK DAN HARTA LAIN, MENYELESAIKAN TRANSAKSI EFEK, DAN MEWAKILI PEMEGANG REKENING YANG MENJADI NASABAHNYA. KUSTODIAN BERDOMISILI HUKUM SAMA DENGAN EMITEN BERADA, BERBEDA DENGAN *DEPOSITORY BANK*, SEHINGGA KUSTODIAN TUNDUK KEPADA HUKUM NEGARA EMITEN YANG MENJUAL SAHAMNYA KEPADA PEMODAL ASING MELALUI PASAR MODAL.

DALAM PRAKTIK, BIASANYA KUSTOODIAN YANG AKAN MEMBELI SAHAM DARI EMITEN, BUKAN *DEPOSITORY BANK*. KUSTODIAN DIBERI KUASA OLEH *DEPOSITORY BANK* UNTUK MEMBELI SAHAM ATAS NAMA *DEPOSITORY BANK,* YANG KEMUDIAN DITITIPKAN KEPADA KUSTODIAN UNTUK JANGKA WAKTU TERTENTU BERDASARKAN PERJANJIAN.

- **EFEK BERAGUN ASET**
  - EFEK BERAGUN ASET ADALAH EFEK YANG DISEKURITISASI. ARTINYA, ASET TERSEBUT DINILAI DENGAN EFEK YANG KEMUDIAN DIPERJUALBELIKAN. SEKURITISASI ASET MERUPAKAN SUATU PROSES MENJADI SUATU PIUTANG ATAU TAGIHAN YANG KEMUDIAN DITRANSFORMASIKAN KEDALAM EFEK YANG DIJAMIN DENGAN ASET TERSEBUT. KUMPULAN PIUTANG ATAU TAGIHAN TERSEBUT DIUBAH MENJADI INVESTASI YANG DIPERDAGANGKAN DI PASAR MODAL.

  - DASAR HUKUM DARI EFEK BERAGUN ASET INI ADALAH PERATURAN BAPEPAM NO. IX.LK.1. PERATURAN ITU MEMBERIKAN DEFINISI :
    EFEK BERAGUN ASET (EBA) ADALAH EFEK YANG DITERBITKAN OLEH KONTRAK INVESTASI KOLEKTIF EFEK BERAGUN ASET YANG PORTOFOLIONYA TERDIRI DARI ASET KEUANGAN BERUPA TAGIHAN YANG TIMBUL DARI SURAT BERHARGA KOMERSIAL, TAGIHAN KARTU KREDIT, TAGIHAN YANG TIMBUL DI KEMUDIAN HARI *(FUTURE RECEIVABLES)*, PEMBERIAN KREDIT TERMASUK KREDIT PEMILIKAN RUMAH ATAU APARTEMEN, EFEK BERSIFAT UTANG YANG DIJAMIN PEMERINTAH, SARANA PENINGKATAN KREDIT *(CREDIT ENHANCEMENT)* / ARUS KAS *(CASH FLOW)*, SERTA ASET KEUANGAN SETARA DAN ASET KEUANGAN LAIN YANG BERKAITAN DENGAN ASET KEUANGAN TERSEBUT

- DENGAN EFEK INI PERUSAHAAN YANG TENGAH MEMBUTUHKAN DANA BESAR YANG MENDESAK DAN TIDAK INGIN TERKENA KEWAJIBAN PEMBAYARAN BUNGA KREDIT, MAKA PERUSAHAAN BISA MENGELUARKAN EFEK YANG NILAINYA DIJAMINKAN DENGAN ASET YANG DIMILIKI OLEH PERUSAHAAN. ASET YANG DIAGUNKAN TERSEBUT HARUS TELAH MENDAPATKAN PENILAIAN DARI PENILAI *(APPRAISAL)*

- EBA INI TERDIRI DARI DUA MACAM, YAITU EFEK BERAGUN ASET ARUS KAS TETAP DAN EFEK BERAGUN ASET ARUS KAS TIDAK TETAP. EFEK BERAGUN ASET ARUS KAS TETAP ADALAH EFEK BERAGUN ASET YANG MEMBERI PEMEGANGNYA PENGHASILAN TERTENTU SEPERTI KEPADA PEMEGANG EFEK BERSIFAT UTANG. EFEK BERAGUN ASET ARUS KAS TIDAK TETAP ADALAH EFEK BERAGUN ASET YANG MENJANJIKAN PEMEGANGNYA SUATU PENGHASILAN TIDAK TERTENTU SEPERTI KEPADA PEMEGANG EFEK BESIFAT EKUITAS

460

- PIHAK-PIHAK YANG TERLIBAT DALAM EFEK BERAGUN ASET :

  - KREDITUR AWAL *(ORIGINATOR)*

    MENURUT PERATURAN BAPEPAM NOMOR IX.K.1 KREDITUR AWAL ADALAH PIHAK YANG TELAH MENGALIHKAN ASET KEUANGANNYA KEPADA PARA PEMEGANG EFEK BERAGUN ASET SECARA KOLEKTIF DIMANA ASET KEUANGAN TERSEBUT DIPEROLEH PIHAK YANG BERSANGKUTAN KARENA PEMBERIAN PINJAMAN, PENJUALAN, DAN PEMBERIAN JASA LAIN YANG BERKAITAN DENGAN USAHANYA

    KREDITUR AWAL ADALAH PENERBIT YANG DAPAT TERDIRI PERUSAHAAN YANG MEMILIKI ASET KEUANGAN BAIK YANG TELAH DIMILIKI SEKARANG ATAU BERUPA PENDAPATAN DI MASA MENDATANG (*FUTURE RECEIVABLE)*. PERUSAHAAN YANG BERGERAK DI BIDANG LEASING, BANK, LEMBAGA PEMBIAYAAN, PENGELOLAAN JALAN TOL, DAN LAIN LAIN

- PENYEDIA JASA *(SERVICER)*

  PIHAK YANG BERTANGGUNG JAWAB UNTUK MEMPROSES DAN MENGAWASI PEMBAYARAN YANG DILAKUKAN DEBITUR, MELAKUKAN TINDAKAN AWAL BERUPA PERINGATAN ATAU HAL-HAL LAIN KARENA DEBITUR TERLAMBAT ATAU GAGAL MEMENUHI KEWAJIBANNYA, MELAKUKAN NEGOSIASI, MENYELESAIKAN TUNTUTAN KEPADA DEBITUR DAN JASA LAIN YANG DITETAPKAN DALAM KONTRAK

- LEMBAGA PEMERINGKAT

  LEMBAGA YANG BERTUGAS MEMBERIKAN SUATU PENILAIAN TERTENTU TERHADAP EFEK UTANG *(DEBT CREDIT RATING)* DAN PERINGKAT PERUSAHAAN *(COMPANY RATING)* KREDITUR AWAL EFEK BERAGUN ASET. DENGAN DEMIKIAN INFORMASI PERINGKAT EFEK ITU DAPAT MENJADI PEGANGAN BAGI INVESTOR UNTUK MENILAI APAKAH EFEK BERAGUN ASET ITU TERMASUK DALAM KATEGORI LAYAK INVESTASI *(INVESTMENT GRADE)* ATAU TIDAK

- AKUNTAN

  AKUNTAN YANG TERDAFTAR DI BAPEPAM DITUNJUK UNTUK MEMERIKSA LAPORAN KEUANGAN SEKURANG-KURANGNYA SETIAP TAHUN

- KONSULTAN HUKUM

  KONSULTAN HUKUM YANG TERDAFTAR DI BAPEPAM MEMBUAT PENDAPAT HUKUM MENGENAI PERALIHAN ASET KEUANGAN YANG MENJADI PORTOFOLIO UNTUK DIBUATKAN KONTRAK INVESTASI KOLEKTIF EFEK BERAGUN ASET

- NOTARIS

  MEMBUAT AKTA NOTARIIL KIK-EBA

- PENILAI *(APPRAISAL)*

  ASET YANG DIGUNAKAN UNTUK PENERBITAN SAHAM MENDAPATKAN PENILAIAN YANG WAJAR DARI PENILAI, AGAR TIDAK TERJADI PELEBIHAN NILAI *(MARK-UP)* ATAU HARGA ASET

- MANAJER INVESTASI

  MERUPAKAN BAGIAN TERPENTING DALAM KEGIATAN PENERBITAN EFEK BERAGUN ASET. MANAJER INVESTASI BERPERAN SEBAGAI PENERBIT EFEK BERAGUN ASET. KREDITUR AWAL MENGALIHKAN PORTOFOLIO ASETNYA KEPADA MANAJER INVESTASI YANG KEMUDIAN MANAJER INVESTASI MENJUALNYA KEPADA INVESTOR BERDASARKAN SUATU KONTRAK INVESTASI KOLEKTIF (KIK) YANG MENGIKAT INVESTOR

- BANK KUSTODIAN

  BANK YANG MELAKUKAN KEGIATAN SEBAGAI KUSTODIAN. ADAPUN YANG DIMAKSUD DENGAN KUSTODIAN MENURUT UU PM ADALAH PIHAK PIHAK YANG MEMBERIKAN JASA PENITIPAN EFEK DAN HARTA LAIN YANG BERKAITAN DENGAN EFEK SERTA JASA LAIN, TERMASUK MENERIMA DIVIDEN, BUNGA, DAN HAK-HAK LAIN, MENYELESAIKAN TRANSAKSI EFEK, DAN MEWAKILI PEMEGANG REKENING YANG MENJADI NASABAHNYA

- **PROSES SEKURITISASI**

PENGERTIAN SEKURITISASI ADALAH PROSES TRANSFORMASI DARI ASET-ASET KEUANGAN (BIASANYA TAGIHAN ATAU PIUTANG) YANG TIDAK DAPAT SEGERA DIUBAH MENJADI DANA LIKUID, DENGAN CARA MENERBITKAN EFEK YANG MUDAH DIJUAL KEPADA INVESTOR DENGAN JAMINAN ASET TERSEBUT. TAGIHAN ATAU PIUTANG MENURUT PERATURAN BAPEPAM NOMOR IX.K.1 YANG DAPAT DISEKURITISASI ADALAH :

- TAGIHAN KARTU KREDIT
- PEMBERIAN KREDIT (PERUMAHAN ATAU APARTEMEN)
- SURAT BERHARGA KOMERSIAL
- SEWA GUNA USAHA
- PERJANJIAN JUAL BELI BERSYARAT
- PERJANJIAN PINJAMAN CICILAN
- OBLIGASI
- SARANA PENINGKATAN KREDIT
- ASET-ASET LAINNYA

TUJUAN DARI SEKURITISASI ADALAH MENINGKATKAN KEMAMPUAN LIKUIDITAS KREDITUR AWAL. DARI SISI KEPENTINGAN INVESTOR, SEKURITISASI ASET INI DAPAT MEMBERIKAN PELUANG HASIL YANG BAGUS, JIKA INVESTOR MEMUTUSKAN UNTUK MEMBELI EFEK BERAGUN ASET INI.

SEKURITISASI DILAKUKAN DENGAN CARA KREDITUR AWAL MENJUAL ASET KEUANGANNYA KEPADA BADAN HUKUM YANG KHUSUS *(SPECIAL PURPOSE VEHICLE)* DIDIRIKAN UNTUK ITU. BADAN HUKUM TERSEBUT MEMBIAYAI PEMBELIAN DENGAN MENERBITKAN EFEK DENGAN JAMINAN YANG DIBELI SEBELUMNYA

TAHAP KEGIATAN PENERBITAN EBA (EFEK BERAGUN ASET)-KIK (KONTRAK INVESTASI KOLEKTIF) :

- MANAJER INVESTASI (MI) DAN BANK KUSTODIAN (BK) MEMBENTUK KONTRAK INVESTASI KOLEKTIF (KIK)
- MI MEMBELI ASET KEUANGAN / TAGIHAN DARI KREDITUR AWAL UNTUK KEMUDIAN MENCATATKAN ATAS NAMA BK
- BK MELAKUKAN PEMBAYARAN KEPADA KREDITUR AWAL ATAS PEMBELIAN ASET KEUANGAN
- BK MENYIMPAN ASET KEUANGAN TERSEBUT DALAM REKENING KIK EBA
- MI MENERBITKAN EBA KEPADA INVESTOR
- BK MENERIMA PEMBAYARAN ATAS PEMBELIAN EBA DARI INVESTOR
- KREDITUR AWAL BERTINDAK SEBAGAI PENYEDIA JASA DALAM RANGKA MENGUMPULKAN ANGSURAN ATAS TAGIHAN-TAGIHAN DARI DEBITUR
- BK MENERIMA PEMBAYARAN ANGSURAN ATAS TAGIHAN-TAGIHAN PARA DEBITUR DARI PENYEDIA JASA
- BK MEMBAYARKAN BUNGA DAN POKOK KEPADA INVESTOR


Mekanisme Kegiatan KIK EBA
Debitur
Transaksi Jual Beli/Tukar-Menukar
KIK
Piutang
Kreditur awal (originator)
MI
BK
Pemodal
Uang/Dana
Uang/Dana
Penyedia Jasa (Servicer)
Pemeringkat
Konsultan Hukum, Akuntan, Notaris

INSTRUMEN EFEK DERIVATIF

- ***RIGHT***

INSTRUMEN DERIVATIF YANG DITAWARKAN KEPADA PUBLIK MELALUI PASAR MODAL SESUAI DENGAN MEKANISME YANG BERLAKU DI PASAR MODAL. ADAPUN YANG DIMAKSUD DENGAN *RIGHT* ADALAH PENERBITAN SURAT HAK KEPADA PEMEGANG SAHAM LAMA PERUSAHAAN PUBLIK UNTUK MEMBELI SAHAM BARU YANG HENDAK DITERBITKAN. DENGAN *RIGHT* ITU PEMEGANG SAHAM LAMA BERHAK UNTUK DIDAHULUKAN MENDAPATKAN PENAWARAN BELI DARI PERUSAHAAN SECARA PROPORSIONAL PADA HARGA YANG TELAH DITETAPKAN SEBELUMNYA UNTUK JANGKA WAKTU PENDEK, TETAPI PEMILIK *RIGHT* TIDAK MENDAPATKAN DIVIDEN, KARENA IA BUKAN BUKTI PEMILIKAN *(EQUITY)*

- ***OPTION***

MENURUT ABDURRAHMAN, "SUATU PRIVELESA ATAU HAK ISTIMEWA UNTUK MEMBELI ATAU MENJUAL, MENERIMA ATAU MENYERAHKAN HARTA BENDA YANG DIBERIKAN SESUAI DENGAN SYARAT-SYARAT YANG TELAH DISETUJUI DAN BIASANYA DENGAN GANTI RUGI ATAU HARGA"

MENURUT JACK FRANCIS, "HAK KONTRAKTUAL , TETAPI BUKAN MERUPAKAN KEWAJIAN YANG DIBERIKAN KEPADA PEMILIK HAK UNTUK MENJUAL ATAU MEMBELI SEJUMLAH TERTENTU SAHAM DENGAN HARGA TERTENTU PADA SUATU WAKTU TERTENTU"

OPTION MEMPUNYAI DUA TIPE :

- *CALL OPTION*

  "OPTIONS TO BUY". "…THE OPTIONS GRANTS THE OWNER OF THE OPTION THE RIGHT TO BUY FINANCIAL ASSET FROM OTHER PARTY", YAITU OPSI YANG MEMBERIKAN HAK KEPADA PEMEGANGNYA UNTUK MEMBELI TIDAK HANYA SAHAM, TETAPI JUGA ASET KEUANGAN *(FINANCIAL ASSET)* YANG TELAH DITENTUKAN JUMLAH, HARGA DAN WAKTUNYA.

- *PUT OPTION*

  "OPTIONS TO SELL". "… THE OPTIONS GRANTS THE OWNER OF THE OPTION THE RIGHT TO SELL A FINANCIAL ASSET TO FINANCIAL ASSET"

  PENJELASAN PASAL 1 ANGKA 5 UU PM, OPSI ADALAH HAK YANG DIMILIKI OLEH PIHAK UNTUK MEMBELI ATAU MENJUAL KEPADA PIHAK LAIN SEJUMLAH EFEK PADA HARGA DAN DALAM WAKTU TERTENTU

- *WARRANT* (WARAN/SURAT SAHAM)

  SUATU OPSI UNTUK MEMBELI SEJUMLAH TERTENTU INSTRUMEN KEUANGAN (SAHAM) PADA WAKTU TERTENTU DENGAN HARGA TERTENTU.

  WARRANT SAMA DENGAN *OPTION*, YAITU HAK UNTUK MEMBELI SEJUMLAH SAHAM, NAMUN *WARRANT* INI DIKELUARKAN OLEH PIHAK *ISSUER* ATAU PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN EFEK

  PENJELASAN PASAL 1 ANGKA 5 UU PM, WARAN ADALAH EFEK YANG DITERBITKAN OLEH SUATU PERUSAHAAN YANG MEMBERI HAK KEPADA PEMEGANG EFEK UNTUK MEMESAN SAHAM DARI PERUSAHAAN TERSEBUT PADA HARGA SETELAH 6 (ENAM) BULAN ATAU LEBIH SEJAK EFEK DIMAKSUD DITERBITKAN

472

SEKIAN

TERIMA KASIH