



DASAR-DASAR MANAJEMEN KEUANGAN PERUSAHAAN

WISNU PANGGAH SETIYONO, SE. M.SI. PH.D
DEWI RATIWI MEILIZA, SE. MM.

DASAR-DASAR MANAJEMEN KEUANGAN PERUSAHAAN

2018

UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SIDOARJO



UMSIDA PRESS
Jl. Mojopahit 666 B Sidoarjo

ISBN 978-602-591-438-6



9 786025 914386

Dasar-Dasar
Manajemen Keuangan Perusahaan

Wisnu Panggah Setiyono, SE. M.Si. Ph.D

(NIDN: 0007121301)

Dewi Ratiwi Meiliza, SE. MM.

(NIDN: 0720058706)

KATA PENGANTAR

Manajemen Keuangan Perusahaan merupakan hal yang sangat penting dalam menjalankan sebuah bisnis. Dengan manajemen yang baik, diharapkan perusahaan mampu mendapatkan laba yang maksimal. Berbicara mengenai manajemen keuangan perusahaan yang merupakan mata kuliah inti di bidang ilmu manajemen yang mengupas secara detil teori-teori yang ada dalam ilmu manajemen keuangan. Buku ini diharapkan mampu meningkatkan pengetahuan mahasiswa serta mampu menambah khasanah keilmuan di bidang keuangan sehingga mampu melengkapi gambaran yang baik mengenai kondisi keuangan sebuah perusahaan.

Buku ini di desain sangat komprehensif baik ditinjau dari sumber teori keuangan, kasus-kasus keuangan terkini dan latihan soal dengan disertai cara penyelesaian yang mudah dipahami. Buku ini memiliki 11 (Sebelas) Bab.

Buku ini tentu masih memiliki kekurangan, baik dalam hal materi, sistematika, maupun penyajiannya. Untuk itu saran dan kritik untuk perbaikan buku ini kedepan sangat penulis harapkan.

Akhir kata penulis ucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu penyusunan buku ini dan semoga bisa bermanfaat.

Sidoarjo, Januari 2018

Wisnu Panggah Setiyono, Ph.D

Dewi Ratiwi Meiliza, SE. MM.

DAFTAR ISI

BAB I : Sumber Dana Jangka Pendek.....	10
1. Tipe Pendanaan Jangka Pendek	10
2. Commercial Paper (CP)	12
3. Pinjaman Kredit.....	13
4. Factoring	14
5. Menjaminkan Piutang	19
6. Menjaminkan Barang Dagangan (Persediaan)	19
7. Akseptansi Bank.....	20
8. Repo.....	22
9. Evaluasi Sumber Pendanaan Jangka Pendek.....	23
BAB II: Penilaian Obligasi	26
1. Pendahuluan Obligasi	26
2. Kontrak Perjanjian Obligasi	27
3. Rating Obligasi	33

4. Beberapa Variasi Obligasi.....	35
5. Manfaat Obligasi	37
6. Resiko Obligasi	38
7. Persyaratan Listing Obligasi	40
BAB III: Leasing.....	42
1. Definisi Leasing	42
2. Jenis Leasing.....	45
3. Menentukan Besarnya Sewa.....	47
4. Keputusan Sewa (Leasing) atau Beli.....	48
BAB IV: Modal Ventura	51
1. Pengertian Modal Ventura.....	51
2. Keuntungan dan Kerugian Modal Ventura	53
3. Langkah –langkah dalam investasi Modal Ventura	54
4. Modal Ventura di Indonesia.....	56
BAB V: Penilaian Saham	59
1. Pendahuluan Penilaian Saham	59
2. Proses Go-Public	61

3. Lembaga yang Terlibat di Pasar Modal Indonesia	64
4. Manfaat Pasar Modal (Saham Biasa).....	65
5. Pasar Perdana dan Pasar Sekunder	67
6. Penentuan Harga Saham Baru dan Biaya Go-Public.....	72
7. Underpricing pada IPO	74
8. Penawaran Umum dan Penawaran Terbatas.....	75
9. Self Registration	78
10. Go-Private	79
BAB VI: Penilaian Sekuritas	81
1. Penilaian Obligasi (Intrinsic Value / Fundamental Value)	
82	
2. Penilaian Saham Biasa (Intrinsic Value / Fundamental	
Value).....	84
BAB VII: Kebijakan Dividen	87
1. Tipe dan Cara Pembayaran Dividen	87
2. Kebijakan Pembayaran Dividen.....	88
3. Kontroversi Kebijakan Dividen.....	90
4. Isi Informasi Dividen dan Efek Clientele	95

5. Teori Dividen Residual (Residual Theory of Dividend)	96
6. Smoothed Residual Dividend Policy	97
7. Beberapa Faktor dalam Kebijakan Dividen	98
8. Pembelian Saham Kembali (Stock Repurchases).....	99
BAB VIII: Sekuritas Derivative	104
1. Karakteristik Instrumen.....	104
2. Perbedaan antara Forward dengan Futures	106
3. Mekanisme Perdagangan Futures.....	107
4. Manajemen Risiko dengan Opsi.....	109
BAB IX: Biaya Modal.....	114
1. Definisi Biaya Modal.....	114
BAB X: Penganggaran Modal.....	122
1. Pengantar Capita Budgeting	122
2. Perhitungan Proceed (Cash Flow)	123
3. Metode Penilaian Investasi	127
4. Investasi penggantian	131

5. Independent, dependent dan mutually exclusive ..	133
6. PENGANGGARAN MODAL (CAPITAL BUDGETING) LANJUTAN	138
BAB XI: Kebijakan Strategis Perusahaan	147
1. Pengertian dan Definisi Restrukturisasi	147
2. Penyebab Kesulitan Keuangan	148
3. Alternatif Perbaikan Kesulitan Keuangan	148
4. Pemecahan secara Informal:.....	149
5. Pemecahan Secara Formal:.....	150
6. Reorganisasi.....	151
7. Likuidasi	152
8. Prediksi Kebangkrutan	153
9. Merger Dan Akuisisi	154

BAB I : Sumber Dana Jangka Pendek

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Memahami sumber pendanaan jangka pendek
- ✓ Menjelaskan fungsi dan tujuan manajemen sumberdana jangka pendek
- ✓ Menjelaskan keputusan-keputusan manajemen keuangan terkait sumber dana jangka pendek
- ✓ Memahami alokasi sumber dana 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), yaitu jenis pendanaan yang berubah secara otomatis dengan berubahnya tingkat kegiatan perusahaan.
2. Pendanaan tidak spontan (non-spontaneous financing), yaitu jenis pendanaan yang tidak berubah secara otomatis dengan berubahnya tingkat kegiatan perusahaan.

1.1. Pendanaan Spontan

1.1.1. Jenis Pendanaan Spontan

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

1.1.2. Evaluasi Tawaran Potongan Kas

Potongan kas biasa dilakukan oleh perusahaan yang memberikan penjualan kredit (kreditor). Tujuan potongan tersebut agar debitur melunasi hutangnya lebih cepat.

Jika ada tawaran potongan kas dan debitur tidak memanfaatkannya, maka ada biaya kehilangan kesempatan (opportunity cost) yang hilang.

Jika tidak memanfaatkan potongan kas, debitur bisa menurunkan biaya kesempatan yang hilang dengan cara memperpanjang masa pembayaran (stretching), dengan cara membayar sesudah jatuh tempo. Dalam situasi tertentu stretching bisa dilakukan dan supplier akan membiarkan praktek tersebut. Tetapi dalam situasi lain, upaya stretching dapat membuat supplier tidak senang. Dengan demikian

perusahaan harus memperhatikan efek negative dari stretching semacam itu.

1.2 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 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.

2. Commercial Paper (CP)

CP merupakan surat hutang jangka panjang (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) tanpa melewati perantara keuangan (financial intermediary, missal perbankan).

Intermediasi dan Disintermediasi dalam CP Intermediasi

Tingkat bunga pinjaman = 18%; tingkat bunga deposito = 12%

Spread = 6%

3. Pinjaman Kredit

3.1. Jenis Pinjaman

Pinjaman kredit bisa berasal dari lembaga bank maupun lembaga keuangan non-bank (LKBB atau Lembaga Keuangan Bukan Bank). Ada dua jenis pinjaman dari bank:

- a. Kredit transaksi, yaitu kredit yang ditujukan untuk tujuan spesifik tertentu.
- b. Kredit lini (line of credit). Dengan cara ini, debitur bisa meminjam sampai jumlah maksimum tertentu, yang menjadi plafon (batas atas) pinjaman.

3.2. Menghitung Tingkat Bunga Efektif Pinjaman

Bunga atau biaya efektif yang diperoleh perusahaan dipengaruhi beberapa factor seperti tingkat bunga pinjaman, saldo kas minimal, dan biaya lainnya. Misal, perusahaan mengambil pinjaman sebesar Rp10.000.000;. Tingkat bunga pinjaman adalah 20% per tahun. Perusahaan meminjam selama 3 bulan. Satu tahun diasumsikan ada 360hari. Bunga dihitung sebelum pajak.

Berapa tingkat bunga efektif (TBE) yang dibayar perusahaan tersebut?

$$\text{Bunga} = 10.000.000 \times (0,2 / 360) \times 90 = \text{Rp}500.000;$$

$$\text{TBE} = \{ [1 + 500] \times (360 / 90) \}^{-1} = 0,2155$$

$$\text{Tingkat bunga efektif (TBE)} = 21,55\%$$

4. Factoring

4.1. Pengertian Factoring

Factoring atau anjak piutang berarti menjual piutang dagang. Bagi 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 alternative investasi.

Dalam factoring, ada tiga pihak yang terlibat, yaitu:

- a. Pihak yang menjual piutang dan membutuhkan dana tunai, pihak ini sebagai pihak 1.
- b. Pihak yang berhutang kepada pihak (1), yaitu pihak 2.
- c. Pihak yang membeli piutang dan memberikan kas kepada pihak (1), yaitu pihak 3 ini disebut sebagai factor.

Factoring bermula dari penjualan kredit yang mengakibatkan timbulnya 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 3.). Pihak 3 memberikan kas kepada pihak 1. Sekarang piutang menjadi milik pihak 3. Pihak 3 melakukan penagihan piutang kepada pihak 2 (yang berhutang pada transaksi perdagangan dengan pihak 1) dan pihak 2 membayar hutangnya kepada ke pihak 3.

Kelayakan factoring sangat ditentukan oleh reputasi perusahaan yang berhutang (pihak 2). Reputasi pihak 1 relatif tidak begitu penting dalam transaksi ini. Factor dengan demikian harus mengevaluasi pihak 2, apakah pihak 2 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 pihak pertama.

- a. Perusahaan terbebas dari pengurusan masalah administrasi piutang. Dengan factoring, buku besar piutang biasanya dipegang oleh factor.
- b. Perusahaan terbebas dari resiko piutang macet, karena risiko piutang tidak tertagih menjadi tanggungan factor sepenuhnya.
- c. Perusahaan bisa memperoleh dana dengan jaminan piutang (tidak ada jaminan "barang riil" dalam transaksi piutang ini).
- d. Prosedur relative sederhana dan cepat karena perusahaan bisa memperoleh dana dengan menunjukkan faktur penjualan.
- e. Perusahaan bisa menawarkan alternative yang kompetitif untuk memenangkan persaingan.
- f. Jika perusahaan dan factor telah berhubungan lama, penjualan piutang bisa dilakukan secara kontinyu, dan proses lebih cepat.

4.2. Pihak yang Membutuhkan Factoring

- a. Perusahaan bisa menggunakan jasa factoring untuk memperoleh dana dan memperkuat cash-flownya.
- b. Kadang-kadang kondisi usaha memburuk sehingga rasio keuangan kurang bagus.

- c. Kadang-kadang ada perusahaan yang tumbuh pesat tetapi tidak mempunyai divisi kredit.
- d. Perusahaan tumbuh pesat pada poin (3) diatas, kebutuhan dana melebihi dana yang ada. Perusahaan bisa menjual piutangnya.
- e. Proses pinjaman dengan factoring bisa berlangsung relative cepat. Keuntungan ini semakin terasa apabila perusahaan berkembang pesat dan kebutuhan dana dirasakan mendesak.

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

4.3. Pembiayaan Factoring

Biaya factoring biasanya terdiri dari dua macam: Biaya komisi penjualan (factoring commission) dan biaya bunga. Biaya komisi dibebankan karena fungsi pengawasan beralih ke factor. Fctor 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 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 rasio kredit bank.

Dari segi factor, meskipun risiko factoring cukup tinggi, tetapi factor mempunyai keuntungan yang tidak dimiliki perusahaan biasa, antara lain:

1. 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.
2. Factor memegang portofolio piutang dagang yang terdiversifikasi, factor bisa mengurangi risiko tidak sistematis, yaitu risiko yang berkaitan dengan perusahaan spesifik.

5. Menjaminkan Piutang

Dengan alternative ini, kepemilikan piutang masih ada ditangan 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:

- a. Biaya pemrosesan
- b. Biaya bunga

6. 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 yang akan digunakan untuk melunasi pinjaman.

7. Akseptansi Bank

7.1. 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.

7.2. Menjual atau Menahan Akseptansi

Misal draft meminta pembayaran sejumlah RP1juta, bank importer 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 = [$\{(0,015 \times (60 / 360)) \times Rp1.000,000,-\}$]	<u>Rp 2.500,-</u>
Nilai bersih komisi	Rp 997.500,-

Satu tahun diamsusikan 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 nominal	Rp 997.500,-
Komisi = [$\{(0,06 \times (60 / 360)) \times Rp1.000.000,-\}$]	<u>Rp 10.500,-</u>
Nilai bersih komisi	Rp987.500,-

Saat jatuh tempo bank importer akan menerima Rp.1juta dari importer. Biaya komisi akan dibayar oleh eksportir. Apakah dia akan menjual atau menahan akseptansi? Eksportir akan membandingkan tingkat bunga akseptansi dengan tingkat dipasar keuangan.

8. Repo

Repo atau disingkat *Rp*, merupakan kependekan dari repurchase agreement. 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 lebih 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.

9. Evaluasi Sumber Pendanaan Jangka Pendek

Manajer keuangan bisa mengevaluasi dengan menggunakan kerangka:

- a. Strategi pendanaan secara keseluruhan.
- b. Biaya.
- c. Ketersediaan.
- d. Fleksibilitas.

9.1 Strategi Pendanaan

Manajer keuangan bisa memilih strategi pendanaan agresif, moderat, atau konservatif. Masing-masing akan mempunyai konsekuensi yang berbeda. Dengan strategi agresif, 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).

9.2. 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.

9.3. Ketersediaan

Suatu alternative barangkali memeberikan biaya yang murah dan selayaknya dipilih. Tetapi kalau perusahaan tidak bisa mengakses alternative tersebut, maka perusahaan tidak bisa menggunakannya. 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.

9.4. 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 hutang bank barangkali akan mengurangi fleksibilitas jika bank menerapkan banyak ketentuan. Pinjaman line of credit bisa meningkatkan fleksibilitas dibandingkan dengan pinjaman transaksi.

BAB II: Penilaian Obligasi

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan untuk:

- ✓ Mampu menganalisis kinerja Obligasi perusahaan
- ✓ Mampu memahami cara menghitung kinerja Obligasi,
- ✓ Mampu untuk melakukan analisis penilaian obligasi,
- ✓ Mampu menganalisis penilaian obligasi jangka pendek, jangka menengah dan jangka panjang,
- ✓ Mampu menganalisis compounding rate di tiap-tiap model obligasi,

A. Penilaian Saham Biasa

1. Pendahuluan Obligasi

Instrumen jangka panjang pada dasarnya janji yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar sejumlah bunga tertentu. Instrumen hutang bisa dijual langsung ke investor melalui surat berharga (sekuritas) yang disebut obligasi.

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

Obligasi mencoba melewati (mem-by-pass) pihak intermediasor dengan harapan menurunkan biaya. Cara yang

ditempuh perusahaan menerbitkan obligasi dan menjual secara langsung kepada surplus dana. Penjualan bisa dilakukan melalui bursa keuangan dan dicatatkan (public placement) atau langsung dijual ke investor potensial (private placement), biasanya investor besar atau investor institusi.

2. Kontrak Perjanjian Obligasi

2.1 Kontrak Dasar Obligasi

- a. Nilai nominasi.
- b. Jangka waktu.
- c. Pembayaran Bunga.
- d. Atas unjuk atau tercatat.

2.1.1. 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.

2.1.2. Jangka waktu

Di Indonesia obligasi mempunyai jangka waktu antara 5 s/d 10 tahun, misal obligasi PT Jasa Marga berjangka waktu 8 tahun. Di Amerika ada obligasi yang memiliki jangka waktu 90 tahun (Disneyland Corp.), tidak memiliki jatuh tempo

disebut consol/(perusahaan kereta api). Bank sentral AS mengeluarkan obligasi dengan jangka waktu 1 s/d 10 tahun disebut Treasury Bills dan jangka waktu 30 tahun disebut Treasury Bond.

2.1.3. 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 m obligasi dianggap sebagai pemilik engambang biasanya menggunakan referensi (benchmark) tertentu, missal deposito +2% atau *LIBOR* +2%. Perhitungan didasarkan rata-rata bunga bulanan selama 6 bulan sebelumnya.

2.1.4. Atas Unjuk atau Tercatat

Obligasi bisa dalam bentuk tercatat dan atas unjuk. Untuk tercatat, pemegang obligasi akan dicatat dalam buku perusahaan. Pemegang obligasi dianggap sebagai pemilik obligasi tersebut.

2.2 Jaminan Obligasi

- a. Collateral. Perusahaan penerbit membuat perjanjian dengan kreditor, jika pada saat jatuh tempo penerbit tidak dapat melunasi maka penerbit menyediakan asset sebagai jaminan.
- b. Debenture. Perusahaan penerbit tidak menjaminkan obligasi dengan asset tertentu namun dengan likuiditas perusahaan. Pada waktu likuidasi, pemegang obligasi semacam ini, beserta kreditor umum lainnya, memperoleh hak atas pembayaran dari hasil penjualan asset setelah semua pemegang kewajiban yang lebih tinggi seperti hutang pajak, hutang pegawai, biaya likuidasi telah dilunasi.
- c. Subordinate debenture adalah obligasi yang kedudukannya lebih rendah dibanding debenture, (jika perusahaan diluidasi) akan memperoleh pembayaran setelah pemegang obligasi debenture.
- d. Obligasi hipotek (mortgage) adalah obligasi yang dijamin dengan asset tidak bergerak (misal tanah, gedung) sebagai agunan dan disebutkan secara jelas.

2.3. 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 refunding. Perusahaan melakukan refunding. Perusahaan melakukan refunding (call) pada saat tingkat bunga pasar menurun karena bisa menghemat.

Dari segi karakteristik call, dapat dibagi menjadi:

- a. Freely Callable Bond. Perusahaan penerbit memiliki hak untuk membeli kembali obligasi jika tingkat suku bunga turun. Waktu pembelian kembali bervariasi misal setelah berumur 5 tahun.
- b. Perusahaan penerbit wajib menyampaikan call price (harga pembelian kembali). Selisih antara call price dengan nilai nominal disebut call premium. Apabila nilai obligasi mempunyai resiko tinggi maka call price juga tinggi dan sebaliknya, oleh sebab itu obligasi ini disebut derivatif.
- c. Non Callable Bond. Obligasi ini tidak dapat dibeli kembali oleh penerbit sebelum jatuh tempo.
- d. Deferred Callable Bond. Obligasi ini merupakan gabungan freely callable bond dengan deferred

callable bond. Misal penerbit bisa membeli kembali obligasi setelah tahun kedua.

2.4. 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 negative. Pembatasan positif menjelaskan hal-hal yang perlu dilakukan oleh perusahaan, sedangkan pembatasan negative menjelaskan hal-hal yang dilarang dilakukan oleh perusahaan. Pembatasan semacam itu juga dilakukan oleh lembaga keuangan, misal bank dalam memberikan kredit ke perusahaan.

Contoh pembatasan positif:

- a. Perusahaan harus menjaga batas minimum current ratio.
- b. Perusahaan harus menyampaikan laporan keuangan secara periodic.

Contoh pembatasan negative:

- a. Perusahaan tidak dapat menjaminkan asetnya ke kreditor lain.
- b. Pembatasan pembayaran dividen kepada pemegang saham.
- c. Perusahaan tidak dapat merger dengan perusahaan lain.
- d. Perusahaan tidak dapat menyewakan atau menjual asetnya tanpa izin kreditor.
- e. Perubahan manajemen harus dilaporkan ke kreditor.

2.5. Sinking Fund

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

3. Rating Obligasi

Rating Obligasi dan juga CP di Indonesia dilakukan oleh PT Pemerintah Efek Indonesia (PEFINDO) yang didirikan pada tahun 1993. Rating dilakukan untuk mengevaluasi risiko instrument hutang (obligasi).

Rating dilakukan melalui dua tahap:

- a. Analisa Pefindo menyiapkan review internal terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrument hutang.
- b. Analisis tersebut kemudian menyajikan review ke manajemen Pefindo untuk didiskusikan.
- c. Rekomendasi rating diberikan kepada komite rating yang kemudian akan menentukan rating perusahaan tersebut.

Komite rating terdiri dari analisis dan manajemen Pefindo dengan tujuan untuk menjaga obyektivitas, profesionalisme dan independensi rating.

3.1 Rating Obligasi

AAA Instrumen hutang dengan risiko sangat rendah. Tingkat pengembalian sangat baik. Perubahan Pada kondisi

keuangan, bisnis atau ekonomi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap risiko investasi.

- AA Instrumen hutang dengan risiko sangat rendah. Tingkat pengembalian sangat baik. Perubahan pada kondisi keuangan, bisnis atau ekonomi memiliki pengaruh yang kecil terhadap risiko investasi.
- A Pengembalian hutang dengan risiko rendah. Tingkat pengembalian yang baik. Perubahan pada kondisi keuangan, bisnis atau ekonomi akan meningkatkan risiko investasi.
- BBB Tingkat pengembalian yang memadai. Perubahan pada kondisi keuangan, bisnis atau ekonomi memiliki kemungkinan yang besar meningkatkan risiko investasi disbanding dengan kategori yang lebih tinggi.
- BB Perusahaan mempunyai kemampuan membayar pokok pinjaman dan bunga tetapi kemampuan tersebut rawan terhadap perubahan pada kondisi keuangan, bisnis atau ekonomi.
- B Instrumen hutang saat ini mengandung risiko investasi. Tingkat pengembalian tidak terlindungi secara memadai

yang memadai terhadap perubahan pada kondisi keuangan, bisnis atau ekonomi.

C Instrumen keuangan bersifat spekulatif dan memiliki probabilitas bangkrut yang besar.

D Instrumen keuangan sedang bangkrut (default)

4. Beberapa Variasi Obligasi

4.1. Obligasi tanpa Kupon Bunga (Zero-coupon Bond)

Obligasi yang tidak membayar Bunga sampai jatuh tempo. Pada saat jatuh tempo, perusahaan membayarkan nilai nominal.

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).

4.2. Obligasi Sampah (Junk Bond)

Obligasi dengan rating BBB (S&P) atau Baa (Moody's) atau lebih tinggi, disebut juga sebagai obligasi sampah (junk bond) atau low-grade bond atau high yield bond. Junk bond terdiri dari dua jenis:

- a. Obligasi yang mempunyai rating baik pada mulanya (investment grade) kemudian rating perusahaan turun menjadi di bawah investment grade (sering disebut fallen angels).
- b. 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.

4.3. Obligasi Pendapatan (Income Bond)

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 sangat menguntungkan perusahaan, karena kemungkinan bangkrut tidak bisa membayar bunga bisa dihilangkan.

Dilain pihak, pembayaran bunga memberi manfaat penghematan pajak, seperti obligasi biasa.

Kenapa perusahaan tidak menerbitkan obligasi pendapatan sebanyak-banyaknya?

- a. Perusahaan penerbit obligasi pendapatan memberi signal ke pasar bahwa perusahaan sedang menghadapi masalah keuangan.
- b. Perhitungan pendapatan untuk membayar bunga merupakan persoalan yang rumit, karena pemegang saham tidak mudah menyetujui pembayaran bunga, hal ini disebabkan jika perusahaan membayar bunga maka deviden bagi pemegang saham akan menurun.

5. Manfaat Obligasi

- a. Pendapatan bunga. Tingkat bunga obligasi bersifat konstan atau tidak dipengaruhi nilai nominal obligasi. Pendapatan bunga obligasi tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan (emiten).
- b. Capital gain. Harga pasar obligasi dapat berubah-ubah sesuai dengan perubahan tingkat bunga pasar kemudian suku bunga pasar turun menjadi 12%, maka harga pasar obligasi dapat meningkat, sehingga pemegang obligasi akan memperoleh capital gain jika menjualnya.

- c. Keuntungan khusus yang melekat (Special Feature Gain). Pada umumnya penerbit obligasi memberi peminat, misal warrant. Warrant adalah hak untuk membeli saham dengan harga tertentu (exercise price).
- d. Melindungi risiko inflasi jika suku bunga obligasi lebih besar dibanding tingkat inflasi.
- e. Dapat digunakan sebagai agunan kredit

6. Risiko Obligasi

- a. Risiko tingkat bunga pasar (market interest rate risk), misal ada kenaikan tingkat bunga pasar maka harga pasar obligasi akan menurun, sehingga pemegang obligasi menderita capital loss.
- b. Risiko daya beli (purchasing power risk). Jika terjadi inflasi yang tinggi return obligasi bisa negatif atau rugi.
- c. Risiko wanprestasi (default risk). Penerbit obligasi tidak mampu membayar bunga serta pokok pinjaman.
- d. Risiko likuidasi (liquidity risk). Risiko penerbit obligasi tidak dapat segera membayar bunga maupun pokok pinjaman pada saat jatuh tempo karena kesulitan

liquiditas, sehingga mempengaruhi struktur keuangan pemodal.

- e. Risiko jangka waktu jatuh tempo (maturity risk). Semakin panjang umur obligasi semakin tinggi resikonya karena semakin tinggi tingkat kesalahan prediksi.
- f. Risiko mata uang (currency risk). Jika nilai tukar mata uang local disbanding mata uang asing (nagara lain) menurun.
- g. Risiko call (call risk). Resiko ini terjadi pada callable bond.
- h. Risiko politik (political risk atau country risk). Resiko ini terjadi pada Negara yang bergejolak sehingga mempengaruhi kinerja perusahaan yang dapat mengakibatkan default.
- i. Resiko sector industry (industry sector risk). Hal ini terjadi jika suatu industry tertentu mengalami penurunan, mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan.

Hal-hal yang perlu diperhatikan dalam menganalisis obligasi:

- a. Jangka waktu obligasi (maturity date).
- b. Jadwal pembayaran bunga.

- c. Masa kadaluarsa. Pelunasan obligasi setelah maturity date, biasanya bervariasi antara 6 bulan s/d 5 tahun. Sesudah masa kadaluarsa pelunasan tidak dapat dilakukan.
- d. Tingkat suku bunga dan jenis bunga. Ada tiga macam bunga, yaitu bunga tetap, bunga mengambang, gabungan bunga tetap dan mengambang.
- e. Jenis obligasi. Setiap jenis obligasi mengandung resiko yang berbeda-beda. Ada beberapa jenis obligasi, antara lain callable bond, convertible bond, common bond.
- f. Karakteristik obligasi, misal obligasi dengan waran.
- g. Redemption. Proses pelunasan obligasi karena permintaan penerbit maupun pemodal.
- h. Retirement. Proses pensiun obligasi, hal ini terjadi karena adanya redemption atau sudah jatuh tempo.

7. Persyaratan Listing Obligasi

- a. Bapepam menyetujui listing obligasi perusahaan tersebut.
- b. Laporan keuangan telah diaudit oleh akuntan public yang terdaftar pada Bapepam, dengan opini wajar

tanpa syarat (unqualified opinion) untuk buku tahun terakhir.

- c. Nilai nominal obligasi yang dicatatkan minimal adalah Rp 25 milyar.
- d. Tenggang waktu dari aplikasi sampai ke tanggal efektif listing tidak boleh dari enam bulan. Umur obligasi yang tersisa minimum adalah empat tahun.
- e. Perusahaan telah beroperasi minimal tiga tahun berturut-turut.
- f. Perusahaan telah memperoleh keuntungan selama dua tahun buku sebelumnya, dan tidak ada saldo rugi tahun terakhir.
- g. 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.

BAB III: Leasing

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan untuk:

- ✓ Mampu memahami konsep dasar Sewa Guna (leasing)
- ✓ Mampu menentukan nilai optimum dari leasing

1. Definisi Leasing

Leasing adalah perjanjian kontrak antara pihak yang menyewakan (lessor) dengan pihak yang menyewa asset tertentu (lessee). Penyewa mempunyai hak untuk menggunakan asset tertentu yang tetap setiap periodenya ke pihak yang menyewakan.

a. Alasan Melakukan Leasing

Jika pasar modal sempurna, leasing maupun pinjaman (hutang) mempunyai hasil yang sama (indifferent). Namun jika pasar tidak sempurna, leasing bisa menjadi alternative sumber dana yang lebih baik menjadi alternative sumber dana yang lebih menarik dibandingkan dengan hutang.

1.1. Alasan yang Benar

1.1.1. Perbedaan Pajak

Jika terjadi asimetri pajak, maka leasing bisa menjadi pilihan sumber pendanaan. Semakin besar asimetri pajak maka leasing semakin menarik. Jika suatu perusahaan (perusahaan "A") mempunyai tingkat pajak yang lebih tinggi dibanding perusahaan lain, maka perusahaan "A" dapat menjadi lessor.

Jika penghematan pajak karena kedua factor tersebut sama untuk semua perusahaan, maka keputusan leasing atau hutang tidak ada perbedaan bagi perusahaan.

1.1.2. Biaya Kebangkrutan

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

1.1.3. Mengurangi Resiko Ketidakpastian

Pihak lessor bisa menjadi pihak yang bisa menanggung resiko dengan lebih baik, karena perusahaan leasing biasanya lebih besar dan lebih berpengalaman dalam hal penilaian asset.

Situasi semacamm itu akan semakin penting bagi perusahaan kecil, atau perusahaan yang baru berdiri, dimana asset atau kekayaan pemegang saham relative belum terdiversifikasi. Dalam situasi tersebut, transfer risiko menjadi penting karena bisa mengurangi risiko.

1.1.4. Biaya Transaksi

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

1.2. Alasan yang Tidak Benar

- a. Laporan keuangan yang lebih baik
- b. Meningkatkan ROA.

1.2.1. Laporan Keuangan yang Lebih Baik

Leasing tidak memperburuk laporan keuangan, meskipun memiliki kewajibannya sama dengan hutang (pembayaran sewa secara periodic).

1.2.2. Meningkatkan ROA

- ROA didefinisikan sebagai laba setelah pajak dibagi total asset, dan pada leasing perusahaan tidak memiliki asset.
- Biaya leasing biasanya lebih kecil dibanding gabungan biaya bunga + 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. Jenis Leasing

2.1. Sale and Lease Back

Dalam bentuk leasing ini, pemilik aktiva menjual aktifanya kepada perusahaan leasing atau bank dan bersamaan itu pula dibuat kontrak leasing untuk menggunakan aktiva selama periode tertentu dengan syarat-syarat tertentu. Pembeli aktiva disebut lessor dan penjual aktiva disebut lessee. Leasing jenis ini merubah aktiva tetap menjadi kas untuk memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Misal perusahaan suka maju yang bergerak pada usaha fotokopi kesulitan modal kerja. Perusahaan suka maju datang ke lessor untuk men-lease-kan 2 buah mesin fotokopi dengan harga

Rp.12.000.000,- dan tetap menggunakan aktiva tersebut dalam jangka waktu 20 bulan dengan pembayaran sewa(lease payment) per bulan Rp 900.000,-. Perusahaan suka maju memperoleh kas dan dapat menggunakan mesin fotocopi walaupun mesin tersebut sudah menjadi milik lessor.

2.2. Service Lease atau Operating Lease

Leasing jenis ini pihak lessor menyediakan pendanaan sekaligus biaya perawatan yang tercakup dalam pembayaran leasing (lease payment).

Operating leases (service leases) banyak diterapkan pada produk yang memiliki perkembangan teknologi yang pesat, membutuhkan perawatan yang rumit, harga aktiva relative mahal dan digunakan dalam jangka waktu pendek, missal computer (missal IBM), budozer, pesawat terbang, mesin fotocopi (missal Xerox). Leasing jenis ini lessor menyediakan service baik finansii maupun pemeliharaan dan dalam leasing ini sering terdapat klausul yang memeberikan hak kepada lessee untuk membatalkan leasing sebelum kontrak berakhir, mengganti aktifa yang baru jika ada perkembangan teknologi. Pemenuhan kebutuhan dana denan leasing jenis ini lebih efektif (dilihat dari aspek finansii) jika

harga barang sangat mahal, aktiva mudah kuno dan aktiva hanya digunakan sementara.

2.3. Financial lease atau Capital Lease

Leasing jenis ini berbeda dengan operating leases karena lessor tidak menanggung biaya perawatan dan tidak ada klausul pembatalan (not cancelable) dan lessee harus mengamortisasi secara penuh aktiva yang digunakan (fully amortized), membayar pajak, mengansurasi aktiva.

3. Menentukan Besarnya Sewa

Contoh:

Jika keuntungan yang diisyaratkan lessor 12% (setelah pajak). Pajak 30%. Berapa sewa yang sebaiknya ditawarkan (asumsi: leasing dilakukan pada awal tahun pertama, dan cicilan simulai akhir tahun pertama).

Penghematan Pajak yang diterima lessor

Tahun	Depresiasi	Penghematan Pajak	Present Value(12%)	PV Penghematan Pajak
1	2.000.000	600.000	0,892857	Rp535.174,-
2	2.000.000	600.000	0.797194	Rp478.316,-

3	2.000.000	600.000	0,711780	Rp427.068,-
Jumlah			2,401,831	Rp1.441.098,-

4. Keputusan Sewa (Leasing) atau Beli

Berdasarkan contoh diatas, jika perusahaan menggunakan hutang dengan jangka waktu 3 tahun, cicilan per tahun Rp2.498.094,- dan dibayar setiap akhir tahun. Perusahaan sebaiknya menggunakan leasing atau hutang (asumsi: kredit dilakukan pada awal tahun pertama, dan cicilan dimulai akhir tahun pertama).

Langkah-langkah

- Pertimbangan leasing: mencari PV biaya sewa bersih
- Pertimbangan hutang: mencari PV pembayaran efektif
- Membandingkan kedua pertimbangan, pilih yang paling murah

Pertimbangan Leasing: PV Biaya Sewa Bersih

Tahun	Pembayaran Leasing	Penghematan Pajak	Biaya Sewa Bersih	PV Biaya Sewa Bersih
-------	--------------------	-------------------	-------------------	----------------------

1	2.711.504	813.451,20	1.898.052,80	1.694.690
2	2.711.504	813.451,20	1.898.052,80	1.513.116
3	2.711.504	813.451,20	1.898.052,80	1.350.996
Σ	8.134.512			4.558.802

Pembayaran Leasing Rp8.134.512

PV alternative menggunakan leasing Rp 4.558.802,-

Pertimbangan Hutang: PV Cicilan

Menghitung Bunga

Tahun	Saldo Pinjaman	Cicilan	Bunga	Alokasi Pokok pinjaman
1	6.000.000	2.498.094	720.000	1.778.094
2	4.221.906	2.498.094	506.629	1.991.465
3	2.230.441	2.498.094	267.653	2.230.441
Σ			1.494.282	6.000.000
Keterangan	Tahun			
	1	2	3	
Depresiasi		2.000.000	2.000.000	2.000.000

Bunga	720.000	506.629	267.653
Total	2.720.000	2.506.629	2.267.653
Penghematan Pajak	816.000	751.989	680.296
Cicilan Pinjaman	2.498.094	2.498.094	2.498.094
Pembayaran Efektif	1.682.094	1.746.105	1.817.798
PVPembayaran efektif	1.501.869	1.391.986	1.293.973
Total PV Pembayaran Efektif = Rp4.187.726,-			

Alternatif menggunakan leasing

Total PV biaya sewa bersih Rp4.558.802,-

Alternatif membeli dengan hutang

Total PV pembayaran efektif= Rp4.187.726,-

Keputusan: memilih beli dengan hutang dibanding leasing

BAB IV: Modal Ventura

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Memahami konsep investasi dengan model joint ventura (joint venture)
- ✓ Mengetahui sikap investor model joint venture
- ✓ Membentuk portofolio yang efisien
- ✓ Melakukan diversifikasi investasi dan dampaknya terhadap resiko

1. Pengertian Modal Ventura

Modal ventura merupakan bentuk penyertaan modal dari perusahaan pembiayaan kepada perusahaan yang membutuhkan dana untuk jangka waktu tertentu. Perusahaan penerima modal disebut investee, sedangkan perusahaan pembiayaan yang memberi dana disebut venture capitalist atau pihak investor.

Penghasilan modal ventura sama seperti penghasilan saham biasa, yaitu dari dividend dan capital gain.

Ada beberapa jenis perusahaan atau kondisi-kondisi tertentu dimana modal ventura bisa menjadi alternative pendanaan yang menarik, yaitu:

- a. Perusahaan yang sedang tumbuh, dan mempunyai potensi untuk berkembang dengan cepat dimasa mendatang.
- b. Perusahaan yang ingin melakukan ekspansi usaha, namun belum dapat menghimpun dana dari pasar modal (karena masih terlalu kecil), atau bank karena berbagai alasan, misal bank menganggap usaha tersebut memiliki resiko terlalu tinggi.
- c. Perusahaan yang ingin melakukan restrukturisasi hutang-hutangnya, sekaligus memperbaiki struktur modal dan mengurangi beban bunga.
- d. Perusahaan yang ingin mengembangkan produk baru dan bank menganggap produk atau inovasi baru itu terlalu berisiko sehingga tidak mau membiayai proyek tersebut.
- e. Perusahaan kecil yang dipandang tidak layak untuk memperoleh dana dari bank, karena belum dipercaya atau 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 hutang. Dana yang diserahkan dihitung sebagai saham.

2. Keuntungan dan Kerugian Modal Ventura

2.1. Keuntungan

- a. Alternatif pembiayaan yang fleksibel, karena perusahaan tidak perlu menanggung beban tetap (bunga) seperti pada hutang.
- b. Tambahan modal bisa memperbaiki struktur modal, dan kemampuan meminjam perusahaan akan meningkat.
- c. 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.
- d. Bimbingan teknis dan manajemen dari ventura capitalist.
- e. Risiko bisnis akan ditanggung bersama.

2.2 Kerugian

- a. Pengendalian perusahaan tidak dapat sepenuhnya, karena ada pemegang saham lain, yaitu ventura capitalist.
- b. Bagian keuntungan perusahaan akan menurun karena ventura capitalist melakukan penyertaan dalam bentuk saham, sehingga apabila tingkat keuntungan akan naik, semua pemilik saham juga akan menikmati keuntungan tersebut.

3. Langkah –langkah dalam investasi Modal Ventura

3.1. Penilaian Pendahuluan

- a. Mempelajari kondisi bisnis secara umum, kondisi keuangan, dan bertemu dengan manajemen perusahaan calon investee.
- b. Kalau diperlukan, konfirmasi dari para ahli dibidang bisnis calon nasabah bisa diupayakan.
- c. Mengevaluasi prestasi atau kinerja calon investee.

3.2. Konfirmasi dari Pihak Luar

Konfirmasi oleh pihak luar bisa diupayakan, missal, untuk menaksir nilai dari perusahaan calon nasabah, akuntan

public atau ahli dibidang keuangan bisa digunakan. Untuk menilai aspek hukum, penasehat hukum bisa dipakai.

3.3. Negoisasi 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 ventura capitalist selesai, perusahaan ventura menyiapkan penawaran secara formal.

3.4. Dokumentasi Hukum

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

3.5. Monitor Investasi

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

3.6. Divestasi

Perusahaan bisa melepaskan penyertaannya melalui beberapa cara:

- a. Menjual sahamnya ke pasar modal (jika perusahaan memiliki kualifikasi go-public).
- b. Menjual saham ke pihak lain atau ke pihak ketiga (diluar perusahaan) yang bukan competitor perusahaan.
- c. Investor bisa menjual sahamnya ke investee apabila investee mempunyai cukup kas.
- d. Investor bisa menjual sahamnya kepada manajemen perusahaan (investee).
- e. Investor bisa menjual sahamnya kepada pemegang saham lainnya.
- f. Investor bisa melikuidasi perusahaan apabila dirasa perusahaan tersebut tidak mempunyai prospek yang baik dimas mendatang.

4. Modal Ventura di Indonesia

Modal ventura di Indonesia relative belum dikenal, meskipun demikian usaha-usaha penyertaan sudah banyak dilakukan oleh LKBB (Lembaga Keuangan Bukan Bank). (Surat Keputusan No.38/MK/IV/1/1972).

Beberapa Perusahaan Modal Ventura yang Berizin

No	Perusahaan	Status	Tahun Berdiri
1	PT BNI Nomura Jafco Invesment	JV	1991
2	PT Springfield Abdulgani	JV	1991
3	PT Astra Mitra Ventura	SN	1992
4	PT Sarana Yogya Ventura	SN	1994
5	PT Sarana Jateng Ventura	SN	1994

Hambatan Modal Ventura

Kegiatan modal ventura baru berkembang akhir-akhir ini karena beberapa hambatan. Salah satu hambatan adalah pajak berganda yang dikenakan terhadap perusahaan modal ventura. Missal, perusahaan investee dikenakan pajak, apabila memperoleh capital gain maupun dividen juga dikenai pajak.

Pemerintahh, melalui undang-undang No.7 tahun 1991, kemudian menetapkan bahwa capital gain dan dividen perusahaan modal ventura yang memenuhi persyaratan tertentu dikecualikan dari objek pajak penghasilan.

Industri yang memperoleh keringanan pajak:

- a. 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.

BAB V: Penilaian Saham

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Memahami dasar penilaian sekuritas klaim langsung termasuk saham dan obligasi
- ✓ Menghitung dan menilai obligasi baik jangka pendek maupun jangka panjang
- ✓ Menghitung dan menilai saham preferen
- ✓ Menghitung dan menilai saham biasa baik jangka pendek maupun jangka panjang

A. Penilaian Saham Biasa

1. Pendahuluan Penilaian Saham

Saham merupakan bukti kepemilikan suatu perusahaan. Pemegang saham (investor) memperoleh pendapatan dari dividend an capital gain (selisih antara harga jual dengan harga beli). Ada beberapa perbedaan dengan hutang, yaitu tidak ada kuajiban bagi perusahaan membayar dividen walaupun memiliki kas karena akan digunakan untuk ekspansi usaha.

1. Karakteristik Saham

1.1. Hak Residu

Pedagang saham mempunyai hak residu (sisa) atas pendapatan suatu perusahaan. 'Sisa' yang dimaksud adalah pendapatan yang tersisa setelah kewajiban membayar bunga, lease payment, pajak, dan dividen saham preferan.

1.1. Pendanaan Spontan

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 untuk menjalankan perusahaan (agar kepentingan pemegang saham tercapai). Disamping pemilihan direktur, pemegang saham bisa juga diminta persetujuannya untuk menentukan hal-hal penting lainnya, seperti:

- a. Pemilihan auditor
- b. Penambahan saham yang diotorisasi
- c. Persetujuan penggabungan usaha(merger)

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

1.3. Saham yang Ditorisasi, 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.
- ❖ 5.000 lembar dikeluarkan, 5000 sisanya belum di keluarkan.
- ❖ Dari 5.000 lembar yang dikeluarkan, 4.000 lembar dijual ke public, sisanya 1.000 lembar masih dipegang oleh pendiri perusahaan (Treasury Stock)
- ❖ Jumlah saham yang beredar = 4.000 lembar

2. Proses Go-Public

2.1. Sebelum Emisi

Beberapa persiapan senbelum perusahaan melakukan emisi:

- a. Manajemen menetapkan rencana go-public, selanjutnya meminta persetujuan dari pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk merubah anggaran perusahaan.
- b. Emiten mencari penjaminemisi (underwriter), profesi penunjang dan lembaga penunjang untuk membantu menyiapkan kelengkapan dokumen.
- c. Melakukan kontrak pendahuluan dengan bursa efek.
- d. Melakukan penandatanganan perjanjian-perjanjian
- e. Perusahaan (emiten) menyampaikan pernyataan pendaftaran ke Bapepam
- f. Melakukan ekspose terbatas di Bapepam.
- g. Bapepam kemudian mengevaluasi permohonan oleh perusahaan tersebut. Evaluasi meliputi kelengkapan dokumen, kecukupan dan kejelasan informasi, dan aspek keterbukaan dari sisi hokum, akuntansi, keuangan dan manajemen.
- h. Bapepam kemudian memeberi tanggapan tertulis, dan memeberikan pernyataan pendaftaran efektif.

Berdasarkan ketentuanyang berlaku Bapepam akan menanggapi permohonan emisi dalam waktu 30 hari kerja setelah penyerahan berkas permohonan tersebut didaftarkan.

2.2. Emisi

Langkah-langkah yang dilakukan:

- a. Negoisasi antara perusahaan (emiten) dengan penjamin emisi untuk menentukan harga penawaran ke penjamin emisi. Pasar perdana merupakan istilah untuk pasar dimana terjadi transaksi tersebut.
- b. Kemudian penjamin emisi melalui agen yang ditunjuk menawarkan saham ke investor. Penjatahan dilakukan oleh penjamin emisi, jika permintaan melebihi penawaran saham (oversubscription).
- c. Setelah melewati pasar perdana, saham siap diperdagangkan di pasar sekunder sesudah dicatatkan (listing) di Bursa Efek. Harga di pasar sekunder dapat berubah-ubah tergantung beberapa factor, antara lain corporate action, kebijakan pemerintah.

2.3. Sesudah Emisi

Kewajiban Perusahaan:

- a. Perusahaan harus memberikan laporan berkala, seperti laporan tahunan, dan laporan tengah tahunan.
- b. Perusahaan juga harus melaporkan kejadian yang penting dengan perusahaan, yang bisa

mempengaruhi kinerja perusahaan, misal pergantian direksi dan akuisisi. Informasi ini sangat penting karena berkaitan dengan kinerja perusahaan.

3. Lembaga yang Terlibat di Pasar Modal Indonesia

Pihak-pihak yang terkait dalam kegiatan pasar modal di Indonesia sesuai dengan SK Menteri Keuangan RI Nomor 1548 / KMK.013 / 1990 tentang pasar modal (Sunariyah, 2006):

a. Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM):

- Mengikuti perkembangan dan mengatur pasar modal sehingga efek dapat ditawarkan dan diperdagangkan secara teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan permodal dan masyarakat umum.
- Melakukan pembinaan dan pengawasan terhadap lembaga-lembaga profesi penunjang yang terkait dalam pasar modal.
- Memberi pendapat kepada Menteri Keuangan mengenai pasar modal beserta kebijakan operasionalnya.

b. Emiten:

- Pihak yang melakukan emisi atau yang telah melakukan emisi efek. Perusahaan yang akan menerbitkan saham.
- Pihak yang membutuhkan dana guna mendanai operasi atau rencana investasi.

c. Lembaga Kliring dan Penyelesaian Penyimpanan .

Lembaga ini bertugas menyelenggarakan kliring dan penyelesaian transaksi yang terjadi di bursa efek, serta menyimpan efek (penitipan) untuk pihak lain.

d. Underwriter

Lembaga Penjamin Emisi (underwriter), bertugas: mengevaluasi kemampuan dan prospek perusahaan, khususnya emisi saham.

4. Manfaat Pasar Modal (Saham Biasa)

4.1. Bagi Emiten

- a. Dana yang diperoleh oleh emiten (Perusahaan yang menerbitkan saham) dalam jumlah yang besar pada saat pasar perdana.
- b. Manajemen mempunyai keleluasaan mengelola dana.
- c. Tidak ada beban financial (beban bunga), jangka waktunya tak terbatas atau tidak ada jatuh tempo dan dapat meningkatkan solvabilitas.
- d. Sesuai untuk perusahaan yang memiliki resiko tinggi.
- e. Harga perdana lebih besar dari nilai nominal saham sehingga emiten memperoleh dana yang lebih besar (memperoleh agio atau capital surplus).

4.2. Bagi Investor

- a. Jika perusahaan berkembang maka harga pasar saham akan meningkat sehingga investor akan memperoleh laba (capital gain).
- b. Memperoleh deviden dan memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- c. Dapat diperjual-belikan dan sekaligus investasi ke dalam beberapa perusahaan untuk mengurangi resiko (membentuk portofolio).

4.3. Bagi Pemerintah

- a. Sumber pembiayaan pembangunan sehingga mengurangi ketergantungan dari hutang luar negeri.
- b. Memajukan perusahaan dalam negeri sehingga pendapatan pemerintah dari sector pajak meningkat.

4.4. Bagi Lembaga Penunjang

Berkembangnya pasar modal akan mendorong perkembangan lembaga lembaga penunjang menjadi lebih professional dan munculnya lembaga penunjang baru sehingga semakin bervariasi dan likuiditas efek menjadi semakin tinggi.

5. Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

5.1. Pasar Perdana (Primary Market)

Pasar dimana perusahaan yang go-public berurusan (negoisasi dan semacamnya) dengan pinjaman emisi. Pada waktu emiten bernegoisasi menjual sahamnya ke penjamin emisi (underwriter).

Ada dua metode yang bisa digunakan:

- a. Full commitment.
- b. Best effort.

5.1.1 Full Commitment

Bank investasi bersedia membeli saham yang dijual oleh emiten, biasanya dengan harga yang lebih rendah dari harga penawaran. Selisih antara harga penawaran dengan harga pembelian tersebut dinamakan sebagai spread atau discount.

5.1.2. Best Effort.

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 (over subscription).

5.2 Pasar Sekunder

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

5.2.1. Pencatatan Saham

Langkah-langkah yang dilakukan:

- a. Profesi dan lembaga penunjang pasar modal membantu emiten dalam menyiapkan kelengkapan dokumen.
- b. Emiten mengajukan permohonan kontrak pendahuluan.
- c. Kontak pendahuluan antara emiten dengan bursa efek ditandatangani
- d. Emiten mengajukan pernyataan pendaftaran ke Bapepam.
- e. Bapepam mengeluarkan pernyataan pendaftaran efektif
- f. Emiten dan lembaga penunjang pasar modal melakukan penawaran murah
- g. Emiten mengajukan permohonan pencatatan di bursa efek
- h. Persetujuan pencatatan dan pengumuman di Bursa
- i. Perdagangan efek di pasar sekunder(Bursa Efek Jakarta)

Ada beberapa persyaratan, pencatatan, antara lain:

Jumlah minimal pemilik saham, laba yang diperoleh, jumlah asset, dan sebagainya. Jika diizinkan, maka perusahaan akan masuk ke pasar sekunder.

5.2.2. Perdagangan di Pasar Sekunder

Misal, seorang investor ingin membeli saham Bank XYX. Investor kemudian mengontak brokernya untuk membeli saham Bank XYX. Broker kemudian meneruskan ke Broker afiliasinya yang berada didalam Bursa Efek Jakarta. Broker di BEJ kemudian mencari saham Bank XYX yang tersedia untuk dijual. Misal, investor lain ingin menjual saham Bank XYX. Dia mengontrak brokernya, dan kemudian diteruskan ke Broker yang berada di dalam BEJ. Kedua broker tersebut (broker jual dan broker beli) bertemu, dan melakukan transaksi perdagangan.

5.2.3. Perdagangan dengan Sistim Kol

Dengan sistim ini efek dijual dengan cara lelang. Perdagangan ini dipimpin oleh pimpinan kol dan dibantu oleh pembantu pimpinan kol serta petugas bursa. Cara ini biasanya jumlah efek yang dijual cukup besar.

5.2.4. Perdagangan Dengan Sistim Terus Menerus

Dengan sistim ini anggota bursa mengajukan penawaran jual beli melalui papan kurs efek tanpa melalui penanggung jawab acara (pada sistim kol). Prioritas transaksi diberikan kepada anggota bursa yang lebih dulu mengajukan penawaran jual beli atas suatu efek.

5.2.5. Marjing Trading dan Short Shelling

Disamping transaksi biasa yang menggunakan kas, transaksi sekuritas bisa menggunakan margin trading dan short.

Margin Trading

Margin Trading berarti melakukan transaksi dengan menggunakan hutang. Selain initial margin, maintenance margin (batas saldo minimal) juga ditentukan, saldo minimal tersebut merupakan proporsi saham investor terhadap nilai pasar saham total.

Misal, saldo minimal 30%, maka margin trading (MT) sebesar:

Margin (%) = (Nilai Sekuritas – Saldo Hutang) / Nilai Sekuritas

Short Shelling

Short shelling merupakan kebalikan dari magin 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, maka broker memberi pinjaman saham.

Short Selling bisa dilakukan apabila:

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

6. Penentuan Harga Saham Baru dan Biaya Go-Public

1. Penentuan harga penawaran
2. Biaya go-public
3. Biaya eksplisit
4. Biaya implisit, yaitu: underpricing IPO

6.1. 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, dan pendekatan yang lebih kompleks.

6.1.1. Rasio-rasio yang biasa dipakai

- a. PER (Price Earning Ratio).
- b. PBV (Price to Book Value).

6.1.2. Pendekatan yang Lebih Kompleks

- a. Forecast aliran kas masa mendatang
- b. Biaya modal (tingkat keuntungan yang diisyaratkan)
- c. Present value dari aliran kas di masa mendatang, dengan tingkat diskonto biaya modal
- d. Setelah nilai harga saham ditemukan, perusahaan sekuritas akan memperkirakan respons pasar terhadap penawaran saham IPO tersebut.

6.2. Biaya Go-Public

- a. Biaya eksplisit, seperti biaya pencetakan prospectus, pembayaran akuntan, ahli hukum, dll.
- b. Biaya implisit, yaitu biaya kesempatan yang hilang dan pengawasan public yang menjadi lebih ketat

Rincian Go-Public

- a. Spread atau diskon untuk underwriter: Perbedaan antara harga penawaran dengan harga yang diterima oleh perusahaan.

- b. Underpricing: perbedaan antara harga penutupan hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga penawaran.
- c. Abnormal return yang negative: Jika perusahaan sudah go-public dan kembali menjual saham ke public (menerbitkan SEO), ada kecenderungan harga saham turun (± 3 s/d 4%) pada saat diumumkannya penerbitan SEO.
- d. Biaya langsung: biaya yang dikeluarkan langsung, , diluar kompensasi untuk penjamin emisi, misal untuk membayar ahli hukum, biaya pendaftaran, penerbitan prospectus, dll.
- e. Biaya tidak langsung: biaya tersebut seperti waktu dan tenaga manajemen yang hilang karena melakukan penjualan saham, pengawasan public yang menjadi lebih ketat.
- f. Green-shoe option: Penjamin emisi mempunyai hak untuk membeli saham pada harga penawaran jika terjadi permintaan yang berlebihan atau oversubscribed.

7. Underpricing pada IPO

Ada kecenderungan bahwa harga penawaran dipasar perdana selalu lebih rendah dibandingkan dengan

harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder.

Beberapa teori yang berusaha menjelaskan munculnya underpricing:

- a. Asimetri antara Penjamin Emisi dengan Emiten.
- b. Winner's Curse. Menurut teori ini investor pada pasar IPO ada dua golongan: individu dan institusi.
- c. Teori lainnya.
 - Teori stabilisasi harga mengatakan bahwa penjamin emisi melakukan stabilisasi harga.
 - Teori signaling mengatakan bahwa underpricing dipakai signal oleh perusahaan yang baik.
 - Teori reputasi perusahaan sekuritas mengatakan underpricing berhubungan negative dengan reputasi penjamin emisi.

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

8. 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 Seasoned Equity Offering (SEO). Perusahaan bisa menawarkan ke pemegang saham lama untuk membeli saham yang akan dijual (right offering).

8.1. Penawaran Saham Umum (SEO)

Harga saham cenderung jatuh pada saat pengumuman penawaran saham umum (SEO) dilakukan. Harga jatuh sekitar 3 s/d 4%. Menjadi pertanyaan, kenapa hal tersebut terjadi. Salah satu teori mengatakan bahwa perusahaan cenderung menjual saham jika nilai saham overvalued (lebih mahal).

8.2. 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 (agar tidak terjadi dilusi hak suara).

8.3. Rights Offering Versus SEO

Perusahaan bisa memilih untuk melakukan penawaran umum (SEO) atau terbatas. Suatu studi menunjukkan bahwa biaya emisi:

- a. Penawaran umum (6,17%)
- b. Penawaran terbatas dengan standby underwriting (penjamin siaga) (6,05%)
- c. Penawaran terbatas murni (2,45%)

Biaya terbatas paling murah.

Apakah penawaran terbatas paling banyak dilakukan?

Beberapa alternative penjelasan, meskipun belum ada yang memuaskan:

- a. Penjamin emisi bisa meningkatkan harga, karena public semakin percaya terhadap perusahaan, karena penjamin emisi menjadi penjamin (sertifikat) kualitas perusahaan.
- b. Penjamin emisi memberikan semacam asuransi (jaminan) kepada perusahaan, yaitu menanggung kerugian jika saham tidak laku dipasar.
- c. Jika dijual melalui penjamin emisi, perusahaan akan menerima kas dengan segera.

- d. Penjamin emisi bisa membantu memperluas distribusi kepemilikan. Kelima, nasehat dari penjamin emisi bermanfaat untuk perusahaan.
- e. Nasehat dari penjamin emisi bermanfaat bagi perusahaan.

9. Self Registration

Self registration pada dasarnya mendaftarkan rencana emisi, sekaligus menjual saham secara bertahap. Self registration ditujukan untuk menyederhanakan prosedur menjual saham, karena 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 Shelf Registration harus memenuhi persyaratan-persyaratan:

- a. Rating bagus (investment grade).
- b. Perusahaan tidak pernah default selama tiga tahun sebelumnya.
- c. Nilai perusahaan total harus lebih besar dari \$150 juta.
- d. Perusahaan tidak pernah melanggar Undang-Undang Sekuritas 1934 selama tiga tahun.

Pro dan Kontra Shelf Regritation

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.

10. Go-Private

Go-private merupakan lawan dari go-public yaitu, yaitu proses suatu perusahaan dari perusahaan public atau terbuka menjadi tertutup.

Langkah-langkah proses go-prifate:

1. Delisting
2. Persetujuan dari Bapepam untuk go-private
 - a. Kedua langkah tersebut di atas harus di setujui oleh pemegang saham dalam RUPS.
 - b. Melalui persetujuan Bapepam pemegang saham mayoritas harus membeli semua saham yang dimiliki public dengan harga wajar.

- c. Setelah di setuju oleh Bapepam dan Menteri Kehakiman maka perseroan tersebut berubah menjadi tertutup.

B. Penilaian Saham Preferen

Saham preferent merupakan bentuk saham tetapi mempunyai karakteristik obligasi. Pemegang saham preferent memperoleh defiden. Tetapi defiden tersebut seperti bunga yaitu besarnya tetap. Tetapi resiko saham preferent lebih tinggi dibandingkan dengan resiko pemegang hutang dan lebih rendah dibandingkan dengan resiko saham biasa (dari sudut pandang investor).

Jika perusahaan tidak bisa membayar deviden saham preferen, perusahaan tidak bisa dinyatakan bangkrut. Pemegang saham preferen mempunyai prioritas lebih tinggi dibandingkan pemegang saham biasa dalam hal pembagian dividend dan distribusi kas dari penjualan aset apabila perusahaan bangkrut, karena itu saham preferen juga disebut surat berharga senior (dibandingkan saham biasa).

Keuntungan dan Kerugian Saham Preferen Bagi Perusahaan

1. Keuntungan

- a. Ratio hutang terhadap total asset tidak akan bertambah, karena saham preferen bukan hutang.
- b. Perusahaan tidak mempunyai kewajiban untuk membayarkan dividen saham preferen, jika tidak membayar, perusahaan tidak bisa dibangkrutkan (berbeda dengan hutang).
- c. Kendali atas perusahaan biasanya masih ditangan pemegang saham biasa, sehingga hak suara pemegang saham biasa tidak berkurang(dilusi) jika saham preferen diterbitkan.

2. Kerugian

Pembayaran dividen saham preferen tidak bisa dipakai sebagai pengurang pajak, karena dividen yang dibayarkan akan diperlukan sebagai pembayaran laba (earnings).

BAB VI: Penilaian Sekuritas

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Memahami dasar penilaian sekuritas klaim langsung termasuk saham dan obligasi

- ✓ Menghitung dan menilai obligasi baik jangka pendek maupun jangka panjang
- ✓ Menghitung dan menilai saham preferen
- ✓ Menghitung dan menilai saham biasa baik jangka pendek maupun jangka panjang

1. Penilaian Obligasi (Intrinsic Value / Fundamental Value)

b. Obligasi Dengan Jatuh Tempo

Suatu obligasi memiliki nilai nominal Rp1.000.000,- per lb,- jangka waktu 10 tahun dan memiliki coupon rate 15% per tahun. Berapa nilai intrisik obligasi tersebut jika pemodal menginginkan require rate of return 18%.

c. Obligasi Tanpa Jatuh Tempo

Suatu obligasi memiliki nilai nominal Rp 1.000.000,- perlb, coupon rate 15% per tahun. Berapa nilai intrisik obligasi tersebut jika pemodal menginginkan require rate of return 18% dan tidak memiliki jatuh tempo.

Kesimpulan:

Nilai intrisik dengan jatuh tempo lebih besar lebih besar disbanding Obligasi tanpa jatuh tempo.

Hubungan Harga Dengan Yield Obligasi

1. Yield < coupon rate → harga premium
2. Yield > coupon rate → harga diskon
3. Yield = coupon rate → harga par

d. Durasi atau Umur Ekonomis Obligasi

Sebuah obligasi memiliki nilai nominal Rp1.000,- per lb dengan coupon rate 16%, memiliki umur 5 tahun. Berapa durasi obligasi tersebut.

e. Yield to Maturity

Sebuah obligasi memiliki nilai nominal Rp1.000.000,- per lb dengan coupon rate 16%, memiliki umur 5 tahun. Harga pasar obligasi Rp937.000,-. Hitunglah yield to maturity.

f. Realized Yield

Sebuah obligasi memiliki nilai nominal Rp1.000.000,- per lb dengan coupon rate 16%, umur 20 tahun. Harga pasar obligasi Rp750.000,-. Investor mengestimasi 2 tahun mendatang suku

bunga pasar akan turun dan harga obligasi naik menjadi Rp900.000,-. Hitunglah realized yield.

g. Yield to Call

Sebuah Obligasi memiliki nilai nominal Rp1.000.000,- per lb dengan coupon rate 16%, memiliki umur 20 tahun. Harga pasar obligasi Rp750.000,-. Dua (2) tahun kemudian emiten melunasi dengan harga Rp900.000,-. Hitunglah yield to call.

2. Penilaian Saham Biasa (Intrinsic Value / Fundamental Value)

a. Pendekatan Dividen

Pembayaran Dividen Tidak Teratur

Perusahaan membayar dividen selama 6 tahun, sbb: $D_1 = \text{Rp}100$, $D_2 = \text{Rp}0,-$; $D_4 = \text{Rp}75,-$; $\text{Rp}120,-$; $D_5 = \text{Rp}100,-$. Diasumsikan tingkat bunga diskonto = 20%.

Pembayaran Dividen Tidak Tumbuh

Perusahaan membayar dividen selamanya Rp100,-. Diasumsikan tingkat bunga diskonto sebesar 20%.

Pembayaran Dividen Tumbuh Konstan

Perusahaan membayar dividen Rp100,- dan diharapkan tumbuh konstan sebesar 5%. Diasumsikan tingkat bunga diskonto sebesar 20%.

Pembayaran Dividen Konstan, Selanjutnya Tumbuh Konstan

Perusahaan membayar dividen Rp1.000,- dan diharapkan mulai tahun ke5 tumbuh konstan sebesar 5%. Diasumsikan tingkat diskonto = 20%

Pembayaran Dividen Tumbuh Konstan (Pertumbuhan Dua Tahap)

Perusahaan membayar dividen Rp100,-. Tahun pertama hingga tahun ke lima tumbuh 12% per tahun. Tahun ke enam dan seterusnya diharapkan tumbuh konstan sebesar 5%. Diasumsikan tingkat bunga diskonto = 20%.

b. Pendekatan PER

Perusahaan memperoleh EPS Rp1.500,-. PER sebesar 4 x, Nilai intrinsik saham = $4 * 1.500 = \text{Rp } 6.000,-$ dan Nilai pasar saham Rp7.500,- → overvalued

Nilai intrisik < Nilai pasar	Overvalued → sell
Nilai intrisik > Nilai pasar	Undervalued → held or buy
Nilai intrisik = Nilai pasar	Correctly valued

Payout ratio meningkat	P/E meningkat
Growth (g) meningkat	P/E meningkat
Required ROR(k) meningkat	P/E menurun

BAB VII: Kebijakan Dividen

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Memahami Konsep Kebijakan Deviden perusahaan
- ✓ Menjelaskan dasar teori penentuan kebijakan dividen
- ✓ Menjelaskan keputusan-keputusan kebijakan dividen

1. Tipe dan Cara Pembayaran Dividen

- a. Dividen kas (Chas Dividends)
- b. Dividen non-kas (Stock Dividends)

Penjelasan untuk masing-masing tanggal yang berkaitan dengan dividen:

- a. Tanggal pengumuman adalah tanggal pada saat pembayaran dividen diumumkan oleh perusahaan (emiten)
- b. Tanggal ex-dividend adalah tanggal dimana pembeli saham sebelum tanggal tersebut berhak atas dividend.

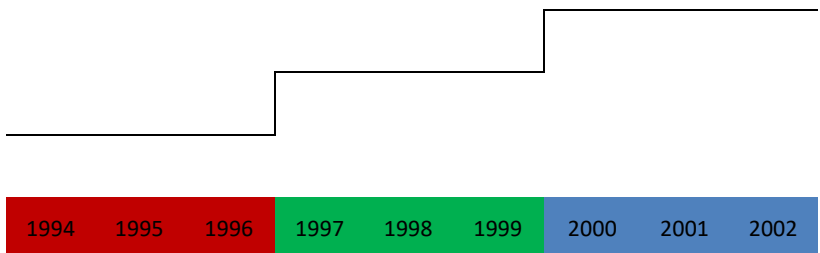
- c. Tanggal pencatatan adalah tanggal dimana semua pemegang saham yang terdaftar pada tanggal tersebut berhak atas devidend.
- d. Dividen dibayarkan kepada semua pemegang sajam berdasarkan catatan yang buat pada taqnggal pencatatan.

Tanggal pencatatan secara formal merupakan tanggal yang penting, namun secara ekonomis tangga;l ex-dividends.

2. Kebijakan Pembayaran Dividen

- a. Kebijakan Dividen yang Stabil

Besarnya pembayaran dividen setiap tahun relatif stabil. Jika EAT perusahaan meningkat dividen yang dibayarkan belum meningkat menunggu hingga beberapa tahun. Jika digambarkan sebagai berikut :



Kebijakan ini ditempuh dengan beberapa alasan :

- a. Pemegang saham menggantungkan hidupnya dari perolehan dividen.
- b. Meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap prospek perusahaan
- c. Peraturan pemerintah.

b. Kebijakan Fixed dan Variable

Kebijakan ini dengan cara memberikan dividen minimal (fixed dividend) ditambah dividend extra (variable dividend) tertentu jika perusahaan memperoleh EAT yang lebih besar dari EAT yang disaratkan. Misal :

Tahun	EAT (Dalam Rp)	Tetap (Dalam Rp)	Variabel (Dalam Rp)	Total (Dalam Rp)
1999	100.000	50.000	0	50.000.000
2000	120.000	50.000	12.000.000	62.000.000
2001	130.000	50.000	13.000.000	63.000.000
2002	125.000	50.000	12.500.000	62.500.000

c. Kebijakan dengan Dividens Pay-Out Ratio (DPR) Konstan
Kebijakan ini besarnya dividen secara normal berubah-ubah sesuai dengan EAT yang diperoleh. Misal, dividend pay-out ratio (DPR) sebesar 60 %. EAT sebesar Rp. 100.000.000,- maka besarnya dividen $[60\% \times 100.000.000] = \text{Rp. } 60.000.000,-$.
Jika EAT menurun menjadi Rp. 90.000.000,- maka besarnya dividen $[60\% \times 90.000.000] = \text{Rp. } 54.000.000,-$.
Kebijakan ini besarnya dividen secara nominal akan berubah-ubah tergantung dari besarnya EAT yang diperoleh perusahaan.

3. Kontroversi Kebijakan Dividen

- a. Miller dan Modigliani (MM) beragumen bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan (kebijakan dividen tidak relevan).
- b. Argumen lain mengatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.
- c. Argumen terakhir menyatakan bahwa dividen yang rendah yang akan meningkatkan nilai perusahaan
- d. Kebijakan Dividen yang tidak Relevan.

Miller dan Modigliani (MM) (1961) mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan, karena investor indifferent (sama saja) terhadap kebijakan dividen. Misal, ada dua periode, yaitu tahun ini dan tahun depan. Jika tahun ini perusahaan membagi dividen, maka pada tahun depan investor akan memperoleh dividen sebesar =

$$\begin{aligned} &[\text{dividen tahun depan} + \text{dividen tahun ini}] + \\ &[\text{keuntungan dari dividen yang ditahan}] \end{aligned}$$

Asumsi yang digunakan MM:

- a. Pasar diasumsikan sempurna (perfect). Tidak ada pajak maupun yang lainnya.
- b. Semua pelaku pasar mempunyai expected yang sama terhadap investasi, keuntungan, dan dividen di masa mendatang. Expected investor homogen.
- c. Kebijakan dividen tidak mempengaruhi kebijakan investasi, karena kebijakan investasi ditentukan sebelum kebijakan dividen.
- e. Kebijakan Dividen dan Kebijakan Investasi
Jika perusahaan membayar dividen, sehingga mengurangi kesempatan investasi yang mempunyai $[NVP = +]$, bagaimana akibat terhadap nilai perusahaan.

Yang lebih penting adalah memanfaatkan dana untuk menghasilkan investasi yang mempunyai return lebih besar dibandingkan dengan tingkat keuntungan yang disyaratkan (k), untuk itu digunakan alat analisis internal rate of return (IRR).

f. Argumen yang Mendukung Relevansi Dividen

Argumen kebijakan dividen tidak relevan menggunakan asumsi “pasar sempurna” dan “pasar efisien”. Argumen yang menyatakan bahwa kebijakan dividen relevan berangkat dari asumsi “pasar tidak sempurna”.

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.

i. Dividen Dibayar Tinggi (Bird In the Hand Theory)

Argumen ini mengatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian → mengurangi resiko → mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham (biaya modal saham atau k_s).

a. Mengurangi Ketidakpastian

Dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Beberapa tipe investor akan menyukai pendapatan (cash dividend) saat ini dibanding capital gain yang diterima dimasa mendatang.

Gordon (1961) berargumentasi bahwa nilai saham akan ditentukan oleh present value dari dividen yang akan diterima investor saat ini dan dimasa mendatang.

- b. Mengurangi Konflik Keagenan antara Manajer dengan Pemegang Saham.

Argumen lain yang mendukung pembayaran dividen yang tinggi datang dari kerangka teori keagenan (agensi theory). Menurut teori tersebut konflik bisa terjadi antara pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan.

- c. 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, misal, investor yang pajaknya rendah karena pendapatan rendah.

ii. Dividen yang Dibayar Rendah

Variabel pajak dan flotation cost mendasari argument ini :

a. Efek Pajak

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

b. Biaya Emisi (Flotation Costs)

Jika perusahaan membayarkan dividen dan kemudian menerbitkan saham, maka perusahaan akan mengeluarkan biaya emisi baru, oleh sebab itu perusahaan lebih baik membayar dividen rendah sehingga tidak perlu menerbitkan saham baru.

4. Isi Informasi Dividen dan Efek Clientele

g. 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. Ada argumen lain yang lebih masuk akal, yaitu dividen tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga, tetapi menunjukkan prospek perusahaan, yang ditunjukkan oleh meningkatnya (menurunnya) dividen yang dibayarkan, hal ini menyebabkan perubahan harga saham.

Argumen tersebut kemudian dikenal sebagai teori signal atau isi informasi dari dividen (information content of dividend). Menurut teori tersebut, dividen mempunyai kandungan informasi, yaitu prospek perusahaan di masa mendatang.

h. Efek Klien (Clientele Effect)

Kebijakan dividen tertentu akan menarik segmen investor tertentu, oleh sebab itu tugas perusahaan (manajemen keuangan) adalah melayani segmen tersebut. Kebijakan dividen yang berubah-ubah akan mengacaukan efek klien

tersebut, sehingga harga saham berubah. Beberapa penelitian empiris mendukung teori tersebut.

5. Teori Dividen Residual (Residual Theory of Dividend)

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

Langkah-langkah :

- a. Menetapkan penganggaran modal; yang optimum. Semua usulan investasi yang mempunyai NPV yang positif akan diterima (dilaksanakan).
- b. Menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membayar investasi baru, dengan memperhatikan struktur modal yang ideal.
- c. Menggunakan dana internal untuk mendanai kebutuhan dana dari saham tersebut.

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

6. Smoothed Residual Dividend Policy

Smoothed residual dividend policy, merupakan penggabungan kebijakan dividen residual dan pembayaran dividen stabil.

Langkah-langkah :

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

Dengan demikian smoothed residual dividend policy dipakai untuk memperkirakan target rasio pembayaran dividen jangka panjang, bukan untuk tahun tertentu.

7. Beberapa Faktor dalam Kebijakan Dividen

i. Kesempatan Investasi

Semakin besar kesempatan investasi menghasilkan [NPV =+] → dividen yang dibagikan semakin dekat.

j. Profitabilitas dan Likuiditas

Aliran kas atau profitabilitas yang baik memungkinkan perusahaan bisa membayar dividen atau menghasilkan dividen. Sebaliknya jika aliran 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 mengeluarkan cash dividend, dan sekaligus dapat membuat pemegang saham senang.

k. Akses ke Pasar Keuangan.

Perusahaan bisa membayar dividen lebih tinggi, jika perusahaan mempunyai akses ke pasar keuangan yang baik, sehingga dapat membantu memenuhi kebutuhan likuiditasnya.

l. Stabilitas Pendapatan

Perusahaan dapat membayar dividen yang lebih tinggi, jika pendapatan perusahaan relatif stabil, aliran kas di

masa mendatang bisa diperkirakan dengan lebih akurat. Sebaliknya jika perusahaan memperoleh pendapatan yang tidak stabil dan aliran kas di masa mendatang tidak bisa diperkirakan dengan akurat.

m. Pembatasan-pembatasan

Dalam situasi tertentu kontrak hutang, obligasi, maupun saham preferen membatasi pembayaran dividen, misal dalam situasi aliran kas masuk akal.

8. Pembelian Saham Kembali (Stock Repurchases)

Dividen Saham (Stock Dividends), dan Pemecahan Saham, (Stock Splits) Dividen Saham (Stock Dividends) dan Stock Splits mempunyai efek ekonomis yang sama, namun mempunyai perbedaan dari sudut pandang akuntansi.

h. Pembelian Saham Kembali (Stock Repurchases)

Perusahaan bisa melakukan pembelian kembali saham yang beredar (stock repurchases) sebagai alternatif dari cash dividends. Pembelian kembali saham yang beredar tersebut bisa dilakukan melalui pasar sekunder Bursa Efek. Saham yang dibeli tersebut dimasukkan dalam rekening treasury stock. Secara teoritis, nilai perusahaan

sebelum dan sesudah pembelian saham kembali akan sama.

Keuntungan Pembelian Saham Kembali :

- a. Bisa menghemat pajak
- b. Pengumuman ini bisa dianggap sebagai sinyal positif oleh investor, karena seringkali didorong oleh motivasi manajer yang menganggap bahwa harga saham undervalued (lebih rendah dari yang seharusnya)
- c. Pembayaran dividen biasanya dilakukan dengan pola stabil.
- d. Pemegang saham mempunyai pilihan, jika membutuhkan kas, mereka bisa menjual saham. Sebaliknya, jika tidak membutuhkan kas, atau menghindari pajak, mereka bisa menginvestasikan kembali.
- e. Dalam beberapa situasi tertentu, dilakukan secara selektif (targeted repurchase).

Kerugian Pembelian Kembali Saham

- a. Pemegang saham bisa mempunyai preferensi yang berbeda antara dividen kas dan keuangan diperoleh

dari capital gain. Dividen kas cenderung lebih bisa 'diandalkan' karena memberi pendapatan yang jelas (kas yang diterima), dan relatif stabil.

- b. Perusahaan barangkali membayar harga pembelian saham kembali terlalu tinggi, sehingga merugikan pemegang saham yang tetap memegang saham.
- c. Pemegang saham yang menjual sahamnya barangkali tidak mengetahui persis implikasi dan efek dari program pembelian kembali saham. Jika merasa dirugikan, mereka bisa saja menuntut perusahaan.

Contoh 1 Pembelian Kembali Saham

Perusahaan tahun 2001 mempunyai data sebagai berikut :
EAT: Rp. 20.000.000,- Jumlah lembar saham 125.000/lb, Harga pasar saham/lb : Rp. 3.200,- Kebijakan manajemen ada 2 alternatif, yaitu :

1. Alternatif 1 EAT dibagikan sebagai cash dividends sebesar 80%
2. Alternatif 2 EAT digunakan untuk membeli saham (repurchasing of stock) 30 % dan dibagikan sebagai cash dividend 50 %.

i. Stock Dividends dan Stock Splits

1. Penyesuaian Akuntansi Stock Dividends dan Stock Splits

Konsekuensi dari stock dividends dan stock splits 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 stock dividends dan stock splits tidak ada, dengan kata lain, nilai total modal sendiri sama.

2. Alasan Dilakukannya Stock Dividend dan Stock Splits

a. Perusahaan ingin menahan kas, tetapi juga ingin membayarkan dividen. Resolusinya adalah dengan membayar stock dividends atau stock splits.

b. Perusahaan ingin memperoleh trading range yang dianggap ideal.

c. Perusahaan ingin membeli signal ke pasar. Penemuan empiris menunjukkan bahwa akan bereaksi positif pada saat stock splits diumumkan.

3. Reverse Splits

Reverse splits merupakan penggabungan beberapa lembar saham menjadi satu saham.

Alasan reverse splits :

- a. Saham yang nilainya terlalu kecil sering dianggap sebagai saham yang tidak baik, dan cenderung dinilai rendah (underestimate). Untuk itu harga saham dinaikkan agar mendekati range yang ideal.
- b. Jika harga saham meningkat, biaya transaksi (dalam %) diharapkan menjadi semakin kecil. Biaya transaksi yang lebih kecil diharapkan mendorong likuiditas saham.

BAB VIII: Sekuritas Derivative

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Menjelaskan macam sekuritas derivative dan jenisnya
- ✓ Menghitung sekuritas derivative

1. Karakteristik Instrumen

Instrumen keuangan derivatif bisa diartikan sebagai instrumen keuangan yang nilainya tergantung dari (diturunkan, derive from) nilai aset yang menjadi dasarnya (underlying asset). Instrumen derivatif relatif belum banyak diperdagangkan di Indonesia. Tetapi, instrumen tersebut mempunyai potensi yang besar untuk membantu manajemen resiko.

a. Forward

Instrumen forward merupakan instrumen keuangan derivatif yang paling tua. Kontrak forward berbeda dengan kontrak spot, kurs forward berbeda dengan kurs spot. Misal, dalam surat kabar disajikan informasi kurs beli Rp/\$ sebesar Rp. 10.000,-/\$. Maka jika kita ingin mendapatkan \$1 maka kita harus menyerahkan

uang sebesar Rp. 10.000,- dan sering kita jumpai pada valuta asing.

Contoh kurs spot:

- Kurs jual Rp/\$ sebesar Rp 10.000,-/\$. Jika kita membutuhkan \$1, maka kita harus menyerahkan uang sebesar Rp. 10.000,-
- Kurs beli Rp/\$ sebesar Rp 9.600,-/\$. Jika memiliki \$1, dan membutuhkan rupiah maka kita memperoleh uang sebesar Rp 9.600,-.

Forward bisa dipakai untuk manajemen risiko, dengan cara hedging (lindung nilai). Jika posisi spot dan forward digabungkan, maka kita akan memperoleh posisi gabungan yang menunjukkan bahwa kerugian dari posisi spot akan dikompensasi oleh keuntungan dari posisi forward. Sebaliknya, jika posisi spot memperoleh keuntungan, posisi forward mengalami kerugian.

b. Futures

Ada beberapa features forward yang bisa diperbaiki agar diperoleh instrumen keuangan derivatif yang lebih baik. Pertama, dengan forward, potensi kerugian (dan juga keuntungan) akan diakumulasi sampai jatuh tempo.

Kedua, instrumen forward mempunyai fleksibilitas (variasi) yang cukup tinggi. Variasi tersebut mencakup, sebagai contoh, besarnya nilai kontrak, waktu jatuh tempo.

Fleksibilitas semacam itu menguntungkan di satu sisi (karena bisa mengakomodasi kebutuhan yang berbeda-beda), di lain pihak, fleksibilitas semacam itu tidak menguntungkan, karena cenderung menghambat likuiditas.

Instrumen keuangan futures didesain untuk meminimalkan dua kelemahan tersebut. Secara spesifik, instrumen keuangan futures diperdagangkan oleh bursa keuangan, dengan menggunakan fitur-fitur yang standar, dan menggunakan mekanisme marking to market untuk meminimalkan akumulasi kerugian.

2. Perbedaan antara Forward dengan Futures

Perbedaan antara forward dengan futures terletak pada mekanisme perdagangan, sedangkan struktur pay-off antara keduanya pada dasarnya sama. Barangkali ada perbedaan kecil karena aliran kas yang diterima oleh forward diterima pada saat jatuh tempo, sedangkan pada futures, aliran kas bisa

terjadi sebelum jatuh tempo. Futures bisa digunakan untuk perlindungan nilai (hedging), sama seperti forward.

3. Mekanisme Perdagangan Futures

Mekanisme marking to market yang dipakai untuk perdagangan futures bisa dijelaskan sebagai berikut ini. Misal, seorang pedagang di Amerika Serikat membeli kontrak futures Mark Jerman (DM) dengan posisi long (beli DM) di Bursa Keuangan Chicago (dengan dolar) dengan kurs yang disepakati adalah \$0,65 per DM1, dengan besar kontrak adalah DM 125.000. Besarnya kontrak dalam dolar adalah $\$0,65 \times \text{DM } 125.000 = \81.250 .

Untuk memasuki kontrak, pedagang tersebut harus membayar *initial margin* (yang berfungsi sebagai deposit) misal sebesar \$3.000. batas bawah depositnya ditentukan, misalkan, \$2.000 (sering disebut sebagai *maintenance margin*). Hal itu berarti bahwa uang yang ditanam di bursa keuangan tidak boleh kurang dari \$2.000, selama kontrak *futures* masih berlaku.

Berbeda dengan *forward*, *futures* bisa menghindari akumulasi kerugian pada akhir periode. Pedagang yang tidak mempunyai modal yang cukup kuat dan mempunyai posisi yang

merugikan, bisa keluar dari kontrak *futures* sebelum jatuh tempo. Pada *forward*, karena tidak ada mekanisme *marking to market*, akumulasi kerugian pada akhir periode bisa terjadi dan bisa membuat perusahaan yang membeli *futures* mengalami kebangkrutan.

c. Opsi

Karakteristik Opsi

Ada dua jenis opsi, yaitu opsi call dan opsi put. Opsi call bisa didefinisikan sebagai hak untuk membeli aset dengan harga tertentu. Opsi put bisa didefinisikan sebagai hak untuk menjual aset pada harga tertentu. Harga tertentu tersebut disebut juga sebagai harga eksekusi.

Sebagai contoh, misal kita membeli opsi *call* dollar dengan harga eksekusi Rp 9.000/\$. Jika harga kurs RP/\$ menjadi Rp. 10.000, kita akan mengaksekusu opsi kita. Hal tersebut berarti kita bisa membeli satu dolar AS dengan harga Rp 9.000 melalui kontrak opsi tersebut. Karena harga dipasar adalah Rp. 10.000, kita bisa membeli dolar AS dengan harga yang lebih murah dari harga pasar.

Pada kenyataannya, pembeli opsi akan membayar *fee* (disebut juga sebagai premi atau harga opsi) tertentu

kepada penjual opsi. Misal opsi *call* di atas mempunyai harga premi sebesar Rp. 200. Jika kurs Rp/\$ menjadi Rp. 10.000, pembeli opsi memperoleh untung bersih sebesar $\{(Rp\ 10.000 - Rp\ 9.000) - Rp\ 200\} = Rp\ 1.800$. sebaliknya, penjual opsi memperoleh kerugian sebesar Rp 1.800.

Jika kurs turun menjadi Rp 8.000, pembeli opsi tidak mengeksekusi haknya, dan membiarkan kontrak opsi berakhir.

Karena itu, opsi sering dikatakan sebagai *zero-sum game*. Yaitu permainan yang kalau dijumlah akan menjadi nol. Dalam hal ini, apabila kerugian dan keuntungan pembeli dan penjual opsi dijumlahkan, menghasilkan angka nol.

4. Manajemen Risiko dengan Opsi

Sama seperti untuk *forward* maupun *futures*, opsi juga bisa digunakan untuk hedge (manajemen risiko).

1. Swap

Swap merupakan pertukaran aliran kas antara dua pihak. Swap bisa dipakai untuk restrukturisasi aset sedemikian rupa sehingga manajemen risiko bisa dilakukan (risiko bisa berkurang).

Swap bisa dikembangkan lebih lanjut sehingga bisa diperoleh banyak variasi dalam *swap*. Sebagai contoh, *swap* bisa dikembangkan untuk pertukaran aliran kas yang melibatkan beberapa periode. *Swap* juga bisa dikembangkan untuk pertukaran aliran kas yang melibatkan mata uang yang berbeda. *Swap* hutang – saham juga bisa dilakukan.

2. Waran dan Obligasi Kovertibel

Waran (Warrant). Waran adalah sekuritas yang memberi pemegang sekuritas hak (bukan kewajiban) untuk membeli saham langsung dari perusahaan dengan harga tertentu selama periode tertentu. Waran akan menyebutkan jumlah saham yang bisa dibeli, harga eksekusi, dan tanggal jatuh tempo. Waran biasanya diterbitkan bersama dengan obligasi (sebagai pemanis). Biasanya waran bisa langsung dipisahkan dari obligasi itu sendiri dan bisa diperjualbelikan terpisah dari obligasi tersebut (sekuritas sendiri). Perbedaan dengan opsi antara lain:

Pertama, opsi dikeluarkan bukan oleh perusahaan, sedangkan waran dikeluarkan oleh perusahaan. **Kedua**, jika waran dieksekusi, maka ada saham baru yang dikeluarkan atau

jumlah saham yang beredar bertambah. Sebaliknya, jika opsi dieksekusi, tidak ada perubahan dalam jumlah lembar saham yang beredar.

Jika pembeli *opsi call* mengeksekusi haknya, maka penjual opsi akan menyediakan saham untuk pembeli *opsi call* tersebut. Dengan demikian saham berpindah tangan, tidak ada saham baru yang diterbitkan.

Kaitan antara harga waran dengan harga saham sama dengan kaitan antara harga opsi dengan harga saham. Harga waran tidak akan pernah lebih besar dibandingkan dengan harga sahamnya.

1. Obligasi Konvertibel (Convertible Bond)

Obligasi konvertibel adalah obligasi yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk menukar obligasinya menjadi saham, dengan rasio pertukaran yang tertentu, setiap saat sampai jatuh temponya obligasi tersebut. Jika harga saham lebih tinggi dibandingkan dengan nilai nominal obligasi, maka akan lebih menguntungkan jika obligasi konvertible tersebut ditukar menjadi saham.

Obligasi konvertibel mirip dengan obligasi yang disertai waran. Perbedaannya, waran pada umumnya bisa langsung

dipisahkan dari obligasi, sedangkan hak pembelian dari obligasi konvertibel tidak bisa dipisahkan dari obligasinya. Misal, setiap obligasi bisa dikonversikan ke 10 saham biasa setiap saat sebelum jatuh tempo. Jumlah saham bias yang diterima untuk setiap obligasi dinamakan rasio pertukaran.

Obligasi konvertibel tidak terpengaruh oleh *stock splits* atau *stock dividend*. Sebagai contoh, jika terjadi split 1 : 2, maka rasio pertukaran meningkat menjadi 20.

Ada beberapa keistimewaan obligasi konvertibel antara lain:

- d. Nilai obligasi bias merupakan nilai minimum dari obligasi konvertibel. Harga obligasi konvertibel tidak akan pernah lebih rendah dari nilai obligasi tersebut.
- e. Nilai konvertibel akan lebih besar dibandingkan dengan nilai obligasi biasa, karena konvertibel bisa ditukar menjadi saham jika harga saham lebih tinggi dibandingkan dengan nilai obligasi. Nilai pertukaran adalah nilai obligasi jika obligasi tersebut langsung ditukar menjadi saham.
- f. Harga obligasi konvertibel tidak akan pernah lebih rendah dari nilai konversi. Proses arbitrase tidak memungkinkan terjadinya hal tersebut.

- g. Harga konvertibel biasanya lebih besar dibanding dengan nilai obligasi biasa atau nilai konversi karena adanya opsi.
- h. Pemegang obligasi konvertibel punya hak yang tidak harus dieksekusi saat ini. Eksekusi bisa dilakukan di masa mendatang jika kondisi menguntungkan (harga saham lebih besar dibandingkan dengan nilai obligasi). Karena itu hak (opsi) mempunyai nilai.

Kenapa Menerbitkan Waran atau Konvertibel: Alasan populer yang sering dikemukakan adalah Waran atau Konvertibel memberi semacam pemanis, sehingga tingkat bunga yang ditawarkan oleh perusahaan bisa lebih rendah dibandingkan dengan tingkat bunga tanpa pemanis. Misal, jika tingkat bunga obligasi biasa adalah 10 %, maka tingkat bunga obligasi dengan waran bisa, misal, 9%. Dengan demikian perusahaan bisa menghemat biaya bunga

BAB IX: Biaya Modal

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Menjelaskan pengertian dan macam biaya modal
- ✓ Menghitung penentuan besarnya biaya modal untuk masing-masing sumber dana
- ✓ Menghitung penentuan biaya rata-rata tertimbang

1. Definisi Biaya Modal

Tujuan mencari besarnya biaya modal tertimbang karena perusahaan menggunakan berbagai sumber dana dan untuk memperoleh sumber dana diperlukan biaya. Pembahasan biaya modal adalah biaya modal secara menyeluruh yaitu biaya modal yang digunakan oleh perusahaan menjalankan operasi. Untuk mencari besarnya biaya modal secara menyeluruh digunakan metode weighted average of capital (WACC). Untuk biaya hutang jangka panjang harus disesuaikan dengan pajak, karena hutang dapat memperkecil nominal pajak yang harus dibayar.

Untuk lebih jelasnya dapat di lihat sebagian Laporan Laba Rugi berikut ini:

[1] Laba sebelum bunga dan pajak (EBIT)

[2] Bunga (interest)

[3] Laba bersih sebelum pajak = [1] - [2]

[4] Pajak (taxes)

[5] Laba bersih setelah pajak(EAT) = [3]-[4]

[6] Dividen saham preferen

[7] Laba untuk pemegang saham biasa = [5]-[6]

[8] Dividen saham biasa

Pada perhitungan WACC biaya hutang lancer tidak termasuk, hal ini karena biaya hutang lancer sulit untuk diidentifikasi dan hutang lancer selalu berubah-ubah setiap saat.

Contoh Soal 1

Perusahaan Panca Abadi memiliki struktur modal sebagai berikut:

Hutang jangka panjang	Rp4.000.000,-
Saham preferen	Rp6.000.000,-
Saham biasa	<u>Rp10.000.000,-</u>

Jumlah Rp20.000.000,-

Biaya masing-masing komponen:

Hutang jangka panjang 18% (before taxes)

Saham preferen 10%

Saham biasa 9%

Jika pajak 50%, hitunglah:

- Weighted average cost of capital (WACC)
- Tambahan dana maksimum yang dapat ditarik perusahaan agar tidak merubah besarnya WACC, jika perusahaan memperoleh laba Rp3.000.000,- dan dibayarkan sebagai cash dividend Rp900.000,-.
- Komposisi tambahan dana.

Penyelesaian

Keterangan	Nilai(Rp)	Komposisi	Biaya	Biaya Tertimbang
Hutang jk panjang	4.000.000	0,2	9%	1,8%
Saham Preferen	6.000.000	0,3	10%	3%
Saham Biasa	10.000.000	0,5	9%	4,5%
Jumlah	20.000.000	1		9,3%

WACC = 9,3%

Laba Rp3.000.000,-
 Deviden Rp900.000,-
 Laba ditahan Rp2.100.000,-

Tambahan dana yang dapat ditahan =

[Laba ditahan] / [Komposisi saham biasa] =

[2.100.000] / [0,5] = Rp4.200.000,-

Komposisi tambahan dana

Hutang jangka panjang	0,2 x 4.200.000	Rp840.000
Saham preferen	0,3 x 4.200.000	Rp1.260.000
Saham biasa	0,5 x 4.200.000	<u>Rp2.100.000</u>
	Jumlah	Rp4.200.000

Contoh Soal 2

Perusahaan surya abadi bekerja dengan hutang dan modal sendiri sebesar Rp100.000.000,- dengan perincian, sebagai berikut:

Hutang lancar Rp 20.000.000,-
 Hutang jangka panjang Rp20.000.000,-
 Saham preferen Rp10.000.000,-
 Saham biasa Rp50.000.000,-
 Jumlah Rp100.000.000,-

Biaya masing-masing komponen:

Hutang jangka panjang	20% (before taxes)
Saham preferen	11%
Saham biasa	9%

Jika pajak 50%, hitunglah:

- Weighted average cost of capital (WACC).
- Tamnanan dana maximum yang dapat ditarik perusahaan agar tidak merubah besarnya WACC, jika perusahaan memperoleh laba Rp12.000.000,- dan dibayarkan sebagai cash dividend Rp3.000.000,-
- Komposisi tambahan dana.
- Weighted average cost of capital (WACC), jika kebutuhan dana sebesar Rp18.000.00,- dan biaya emisi saham biasa baru 12%
- Weighted average cost of capital (WACC) untuk keseluruhan dana yang ada di perusahaan sebesar Rp98.000.000,-.

Penyelesaian

Keterangan	Nilai(Rp)	Komposisi	Biaya	Biaya Tertimbang
Hutang jangka panjang	20.000.000	0,25%	12%	3%
Saham preferen	10.000.000	0,125%	11%	1.38%
Saham biasa	50.000.000	9%	9%	5625%
Jumlah	20.000.000	1		10%

WACC = 10%

Laba Rp12.000.000,-

Deviden Rp3.000.000,-

Laba ditahan Rp9.000.000,-

Tambahan dana yang dapat ditarik =

[laba ditahan] / [Komposisi saham biasa] =

[9.000.000] / [0,625] = Rp14.400.000,-

Komposisi

Hutang jangka panjang	0,25 x 14.400.000	Rp3.600.000,-
Saham preferen	0,125 x 14.400.000	Rp1.800.000,-
Saham biasa	0,625 x 14.400.000	Rp9.000.000,-
Jumlah		Rp14.400.000,-

WACC untuk kebutuhan dana Rp18.000.000,-

Kebutuhan dana	Rp18.000.000,-
Dana maksimum tidak merubah WACC	Rp14.000.000,-
Emisi saham biasa baru	Rp3.600.000,-
Biaya saham biasa baru = $9\% / (1-0,12) = 10,23\%$	

Struktur modal berubah menjadi:

Keterangan	Nilai	Komposisi	Biaya	WACC
Ht jk panjang	3.600.000,-	0,2	12%	2,4%
Saham Preff	1.800.000,-	0,1	11%	1,1%
Saham Biasa	9.000.000,-	0,5	9%	4,5%
Saham baru	3.600.000,-	0,2	10,23%	3%
Jumlah	18.000.000,-	1	2146%	10046%

WACC = 10,046%

WACC untuk keseluruhan dana yang tertanam di perusahaan
Rp98.000.000,-

Keterangan	Nilai(Rp)	Komposisi	Biaya	Biaya Tertimbang
Ht jk panjang	23.000.000	0,2408	12%	28,896
Saham preferen	11.800.000	0,1204	11%	13244%
Saham preferen	9.000.000	0,6020	9%	5418%
Saham biasa baru	3.600.000	0,0367	10,23%	0,3754%
Jumlah	98.000.000			100074%

WACC = 10,0074%

BAB X: Penganggaran Modal

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Menjelaskan pentingnya keputusan penganggaran modal
- ✓ Menjelaskan macam keputusan penganggaran modal
- ✓ Menghitung estimasi arus kas
- ✓ Mengevaluasi proyek dengan berbagai metode

1. Pengantar Capita Budgeting

Investasi aktiva tetap merupakan salah satu investasi yang mendapat perhatian karena jangka waktu pengembalian biasanya lebih dari satu tahun, membutuhkan biaya yang besar dan sulit untuk diinvestasikan jika terjadi kegagalan. Missal PT. Surya jati Kencana membeli sebuah mesin baru dengan harga perolehan (harga beli dan instalasi) sebesar Rp. 100.000.000,- umur ekonomis 5 tahun, dengan rencana mampu meningkatkann penjualan, namum ternyata rencana tersebut tidak dapat terpenuhi.

Jika mesin tersebut dijual laku Rp. 40.000.000,- dan jika masih dipertahankan perusahaan harus mengeluarkan biaya penyusutan sebesar Rp. 20.000.000,- per tahun (penyusutan dihitung dengan metode garis lurus), umur ekonomis 5 tahun. Oleh sebab itu sebelum melakukan investasi aktiva tetap perlu dilakukan studi kelayakan dengan seksama.

2. Perhitungan Proceed (Cash Flow)

Dalam analisis penilaian investasi aktiva tetap digunakan dasar aliran kas masuk atau proceed (cash flow) bukan laba yang dilaporkan dalam buku (laporan laba/rugi) karena:

- a. Agar dapat menghasilkan keuntungan tambahan perusahaan harus mempunyai kas untuk ditanamkan kembali.
- b. Keuntungan yang tertera dalam buku belum mencerminkan jumlah kas yang ada dalam perusahaan.
- c. Penyusutan yang tertera dalam buku bukan merupakan pengeluaran kas, sehingga penyusutan merupakan sumber dana (lihat bab sebelumnya).

Dalam menentukan proceed pada perusahaan yang tidak memiliki hutang (unleveraged) digunakan rumus 1, sedangkan untuk perusahaan yang memiliki hutang (unleveraged) digunakan rumus 2 sebagai berikut:

$$\text{Proceed} = \text{EAT} + \text{Depresiasi}$$
$$\text{Proceed} = \text{EAT} + \text{Depresiasi} + ((1-t) \text{ bunga})$$

Contoh 1

PT Alam Selaras membeli mesin baru dengan harga perolehan Rp. 100.000.000,- dengan umur ekonomis 5 tahun. Metode penyusutan yang digunakan adalah garis lurus (straight line method). Pada awal tahun keenam mesin tersebut laku dijual sebesar Rp. 20.000.000,-. Laba bersih setelah pajak (EAT) pada tahun pertama Rp. 15.000.000,- dan mengalami peningkatan pertahun 10%. Hitunglah proceed (cash flow) selama 5 tahun.

Penyelesaian

$$\begin{aligned} \text{Penyusutan per tahun} &= (100.000.000 - 20.000.000) / 5 \\ &= 16.000.000 \end{aligned}$$

Rumus 1

Tahun	EAT	Penyusutan	Proceed
1	Rp. 15.000.000,-	16.000.000	Rp. 31.000.000,-
2	Rp. 16.500.000,-	16.000.000	Rp. 32.500.000,-
3	Rp. 18.150.000,-	16.000.000	Rp. 34.150.000,-
4	Rp. 19.0965.000,-	16.000.000	Rp. 35.965.000,-
5	Rp. 21.961.500,-	16.000.000	Rp. 37.961.500,-
	Nilai residu		Rp. 20.000.000,
	Jumlah		Rp. 191.576.500,

Contoh 2

Perusahaan Alam Berlian membeli mesin baru dengan harga perolehan Rp. 100.000.000,- dengan umur ekonomis 5 tahun. Metode penyusutan yang digunakan adalah garis lurus (straight line method). Pada awal tahun keenam mesin tersebut laku dijual sebesar Rp. 20.000.000,-. Untuk membiayai investasi ini 40% menggunakan hutang jangka panjang dengan tingkat suku bunga per tahun 18%. Laba bersih setelah pajak (EAT) pada tahun pertama Rp. 15.000.000,- dan mengalami peningkatan pertahun 10%. Pajak penghasilan perusahaan 40%. Hitunglah proceed (cash flow) selama 5 tahun.

Penyelesaian

$$\text{Penyusutan per tahun} = (100.000.000 - 20.000.000) / 5$$

$$= 16.000.000$$

$$\text{Biaya bunga per tahun} = 40\% \times 18\% \times 100.000.000 = 7.200.000$$

$$\text{Biaya bunga setelah pajak} = (1 - 0,4) \times 7.200.000 = 4.320.000$$

		Rumus 2		
Tahun	EAT	Penyusutan	(1-t)* bunga	Proceed
1	Rp. 15.000.000,-	16.000.000	4.320.000	Rp. 35.320.000,-
2	Rp. 16.500.000,-	16.000.000	4.320.000	Rp. 36.820.000,-
3	Rp. 18.150.000,-	16.000.000	4.320.000	Rp. 38.470.000,-
4	Rp. 19.0965.000,-	16.000.000	4.320.000	Rp. 40.285.000,-
5	Rp. 21.961.500,-	16.000.000	4.320.000	Rp. 42.281.500,-
	Nilai residu			Rp. 20.000.000,
	Jumlah			Rp. 213.176.500,

Antara perusahaan tidak memiliki hutang (unleveraged) dan memiliki hutang (leverage), dapat menggunakan rumus:

$$\text{Proceed} = (\text{EBIT} \times (1-t)) + \text{Depresiasi}$$

Contoh 3

Keterangan	Leverage	Unleveraged
Penjualan	Rp. 100.000.000	Rp. 100.000.000
Biaya variable	(Rp. 30.000.000)	(Rp. 30.000.000)
Biaya tetap	(Rp. 40.000.000)	(Rp. 40.000.000)
Depresiasi	(Rp.16.000.000)	(Rp.16.000.000)
EBIT	Rp. 14.000.000	Rp. 14.000.000
Bunga	(Rp. 7.200.000)	-
EBT	Rp. 6.800.000	Rp. 14.000.000
Pajak (40%)	(Rp. 2.720.000)	(Rp. 5.600.000)
EAT	Rp. 4.080.000	Rp. 8.400.000
Depresiasi	Rp. 16.000.000	Rp. 16.000.000
Bungan (1-t)	Rp. 4.320.000	-
Proceed	Rp. 24.400.000	Rp. 24.400.000

$$\text{Proceed} = ((14.000.000) \times (1 - 0,4)) + 16.000.000 = 24.400.000$$

3. Metode Penilaian Investasi

a. Average rate of return (ARR)

Metode ini merupakan metode yang paling sederhana dan cara menentukan besarnya average rate of return digunakan merata jumlah pengembalian investasi selama umur ekonomis.

b. Payback period (PBP)

Metode ini untuk menilai berapa lama proceed dapat menutup investasi atau berapa lama investasi akan kembali. Criteria diterima atau ditolak usulan investasi dengan metode ini adalah:

- 1) Payback period harus lebih pendek dibanding payback period maksimum (umur ekonomis atau umur investasi), missal perusahaan Juwita (contoh 4) menghasilkan payback period lebih dari 4 tahun maka investasi ditolak.
- 2) Jika kita kan memilih salah satu dari beberapa usulan investasi maka kita gunakan payback period yang paling pendek dengan catatan payback period tidak melebihi payback period maksimum (umur investasi).

Keunggulan PBP adalah sederhana dan mudah diterapkan

Kelemahan PBP adalah Mengabaikan proceed setelah payback period terpenuhi, dan Mengabaikan discount rate (tingkat keuntungan yang layak).

Untuk mengatasi kelemahan dari metode payback period digunakan discounted payback period.

c. Net present value (NPV) & PI

Metode ini paling banyak digunakan karena menggunakan dasar untuk penilaian proceed selama umur investasu dan discount rate (mempertimbangkan time value of money).

Criteria diterima atau ditolak usulan investasi dengan metode NPV:

- 1) Nilai net present value (NPV) lebih besar sama dengan 0 ($NPV \geq 0$) missal perusahaan Juwita (contoh 4) menghasilkan $NPV=0$ maka investasi diterima.
- 2) Jika kita akan memilih salah satu dari beberapa usulan investasi maka kita gunakan NPV yang paling besar, dengan catatan NPV minimal sama dengan 0.

d. Internal rate of return (IRR)

Metode ini pada dasarnya adalah mencari besarnya discount rate yang dapat menyamakan antara investasi dengan total present value of proceed. Kelemahan dari metode ini jika discount rate selama umur investasi tidak sama, misal pada tahun pertama DR = 10%, pada tahun kedua dan seterusnya selama umur investasi DR = 11%. Pada hasil perhitungan IRR selama umur investasi hanya satu, misal 10,55%, sehingga tidak dapat mengatasi jika DR selama umur investasi tidak sama. Untuk mengatasi kelemahan ini digunakan metode marginal internal rate of return (MIRR) (tidak dibahas dalam tulisan ini).

Criteria diterima atau ditolak usulan investasi dengan metode IRR:

- 1) Besarnya internal rate of return (IRR) lebih kecil sama dengan discount rate ($IRR \geq DR$) misal : perusahaan Juwita (contoh) menghasilkan IRR = 10% maka investasi diterima.
- 2) Jika kita akan memilih salah satu dari beberapa usulan investasi maka kita gunakan IRR yang paling besar, dengan catatan IRR minimal sama dengan DR, misal 10% (contoh).
- 3) Cara yang digunakan untuk mencari besarnya IRR dengan cara coba-coba (trial and error). Jika hasil perhitungan NPV lebih besar 0 atau (positif) maka kita harus menentukan DR

yang menghasilkan NPV lebih kecil 0 atau (negative). Agar diperoleh NPV negative maka DR perlu dinaikkan dan agar diperoleh NPV positif maka DR perlu diturunkan.

4. Investasi penggantian

Alat analisis yang digunakan untuk menilai apakah penggantian aktiva tetap layak dilaksanakan adalah net present value (NPV).

Contoh 8

Pada permulaan tahun 2003 perusahaan kaca membeli seperangkat mesin dengan harga Rp. 30.000.000 dengan umur penggunaan (life time) 15 tahun. Pada permulaan tahun 2008 perusahaan memperoleh penawaran mesin baru yang lebih canggih dengan harga Rp. 40.000.000 dengan umur penggunaan 10 tahun.

Apabila mesin lama diganti dengan mesin baru penjualan dapat ditingkatkan dari Rp. 40.000.000 per tahun menjadi Rp. 44.000.000 dan dapat menekab biaya tunai per tahun dari Rp. 28.000.000 menjadi Rp. 25.000.000. Tingkat pajak penghasilan 30%. Mesin lama jika dijual saat ini laku Rp. 24.000.000. Tingkat keuntungan yang disyaratkan 12,75%.

Atas dasar data di atas apakah penggantian mesin layak dilakukan.

Penyelesaian

Penerimaan penjualan mesin lama

Harga beli mesin lama	Rp. 30.000.000
Penyusutan $(5/15) \times 30.000.000$	(Rp. 10.000.000)
Nilai buku	Rp. 20.000.000

Harga jual mesin lama	Rp. 24.000.000
Nilai buku	(Rp. 20.000.000)
Laba	Rp. 4.000.000
Pajak 30%	(Rp. 1.200.000)
Laba bersih penjualan mesin lama	Rp. 2.800.000
Penerimaan = 2.000.000 + 2.800.000 = Rp. 22.800.000	

Investasi mesin baru

Harga beli mesin baru	Rp. 40.000.000
Penerimaan penjualan mesin lama	(Rp. 22.800.000)
Investasi mesin baru	Rp. 17.200.000

Proceed

Keterangan	Mesin lama	Mesin baru	Penghematan (pemborosan)
Penjualan	Rp. 40.000.000	Rp. 44.000.000	Rp. 4.000.000
Biaya tunai	Rp. 28.000.000	Rp. 25.000.000	Rp. 3.000.000
Penyusutan	Rp. 2.000.000	Rp. 4.000.000	(Rp. 2.000.000)
Total penghematan			Rp. 5.000.000
Pajak 30%			(Rp. 1.500.000)
Penghematan bersih (setelah pajak)			Rp. 3.500.000
Penyusutan			Rp. 2.000.000
proceed			Rp. 5.500.000

Tingkat keuntungan (discount rate) = 12,75%

Discount factor tahun 1 s/d tahun 10 = 5.4809

PV of proceed = 5,4809 x 5.500.000 =	Rp. 30.144.950
Investasi mesin baru	(Rp. 17.200.000)
Net present value (NPV)	Rp. 12.944.950

Kesimpulan: NPV = Rp. 12.944.950 maka penggantian mesin baru dibenarkan.

5. Independent, dependent dan mutually exclusive

Usulan investasi dikatakan independent, jika usulan investasi tidak saling mempengaruhi atau dengan kata lain jika

investasi A dipilih investasi yang lain dapat dipilih dengan syarat layak dan dana yang tersedia mencukupi, misal ada 3 usulan investasi, yaitu: investasi A, B dan C independent maka jika investasi A dipilih, investasi B dan C dapat dipilih.

Usulan investasi dikatakan dependent, jika usulan investasi saling mempengaruhi atau dengan kata lain jika investasi A dipilih investasi yang lain harus dipilih. Misal ada 3 usulan investasi, yaitu: investasi A, B dan C dependent maka jika investasi A dipilih maka investasi B dan C harus dipilih jika investasi C dipilih maka investasi A dan B harus dipilih, ternyata dana tidak cukup atau salah satu investasi tidak layak maka investasi A, B dan C harus dibatalkan (ditolak). Usulan investasi dikatakan mutually exclusive, jika salah satu dari usulan investasi dipilih maka usulan investasi yang lain harus ditolak. Misal ada 3 usulan investasi, yaitu: investasi A, B dan C mutually exclusive maka jika investasi A dipilih maka investasi B dan C harus ditolak, jika investasi B dipilih maka investasi A dan C harus ditolak.

Contoh :

PT Jagung Lestari sedang mempertimbangkan beberapa dari sepuluh usulan investasi. Dana yang tersedia sebesar Rp. 4.000.000. data yang da sebagai berikut:

Usul investasi	Nilai investasi	Profitability index (PI)
A	Rp. 900.000	1.13
B	Rp. 700.000	1.15
C	Rp. 1.000.000	1.14
D	Rp. 1.100.000	1.11
E	Rp. 750.000	1.16
F	Rp. 1.200.000	1.12
G	Rp. 950.000	1.10
H	Rp. 750.000	1.09
I	Rp. 600.000	1.18
J	Rp. 300.000	1.20

Dari data tersebut di ats susunlah kombinasi usulan investasi yang paling menguntungkan, jika:

- Semua usulan investasi independent
- Usul investasi A dan I mutually exclusive
- Usul investasi B dan J dependent

Penyelesaian

Menurut usulan investasi berdasarkan PI terbesar dan mencari NPV

Usul investasi	Nilai investasi	PI	NPV	Cara menghitung NPV
J	Rp. 300.000	1.20	Rp. 60.000	$(1.20 - 1) \times 300.000$
I	Rp. 600.000	1.18	Rp. 108.000	$(1.18 - 1) \times 600.000$
E	Rp. 750.000	1.16	Rp. 120.000	$(1.16 - 1) \times 750.000$
B	Rp. 700.000	1.15	Rp. 105.000	$(1.15 - 1) \times 700.000$
C	Rp. 1.000.000	1.14	Rp. 140.000	Dan Seterusnya
A	Rp. 900.000	1.13	Rp. 117.000	
F	Rp. 1.200.000	1.12	Rp. 144.000	
D	Rp. 1.100.000	1.11	Rp. 121.000	
G	Rp. 950.000	1.10	Rp. 95.000	
H	Rp. 750.000	1.09	Rp. 67.500	

1.1. Gabungan usulan investasi yang dipilih, jika setiap usul investasi independent

Usul investasi	Nilai investasi	NPV
I	Rp. 600.000	Rp. 108.000

E	Rp. 750.000	Rp. 120.000
B	Rp. 700.000	Rp. 105.000
C	Rp. 1.000.000	Rp. 140.000
A	Rp. 900.000	Rp. 117.000
Jumlah	Rp. 3.950.000	Rp. 590.000

6. PENGANGGARAN MODAL (CAPITAL BUDGETING) LANJUTAN

1. Proyek dengan usia berbeda

Missal, ada 2 proyek investasi yaitu A dan B. investasi A membutuhkan dana Rp. 700.000 dan menghasilkan kas masuk sebesar Rp. 300.000 per tahun selama 3 tahun. Proyek B membutuhkan investasi sebesar Rp. 900.000 dan menghasilkan kas masuk sebesar Rp. 200.000 per tahun selama 6 tahun, tingkat keuntungan yang disyaratkan 10% per tahun.

Tahun	PV	Cash Flow	PV of Cash Flow
1	0.9091	Rp. 300.000	Rp. 272.727,27
2	0.8264	Rp. 300.000	Rp. 247.933,88
3	0.7513	Rp. 300.000	Rp. 225.394,44
Total Investasi			Rp. 746.055,60
NPV			Rp. 700.000,00
			Rp. 46.055,60

Tahun	PV	Cash Flow	PV of Cash Flow
1	0.9091	Rp. 250.000	Rp. 227.272,73
2	0.8264	Rp. 250.000	Rp. 206.611,57

3	0.7513	Rp. 250.000	Rp. 187.828,70
4	0.6830	Rp. 250.000	Rp. 170.753,36
5	0.6209	Rp. 250.000	Rp. 155.230,33
6	0.5645	Rp. 250.000	Rp. 141.118,48
Total Investasi NPV			Rp. 1.088.815,17
			Rp. 900.000,00
			Rp. 188.815,17

Hasil perhitungan diatas menunjukkan bahwa $NPV_{(B)} > NPV_{(A)}$. karena itu proyek B akan dipilih. Akan tetapi NPV merupakan fungsi dari usia proyek, semakin lama usia proyek akan semakin tinggi nilai NPV. Hal tersebut tidak menjadi masalah jika proyek tersebut independent, namun menjadi masalah jika proyek tersebut mutually exclusive (saling meniadakan). Untuk memperoleh perbandingan yang lebih valid, kita perlu menyamakan usi kedua proyek tersebut. Ada dua cara yang bias dilakukan:

a. Menyamakan usia

Proyek A memiliki usia 3 tahun, sedangkan proyek B memiliki usia 6 tahun. Keduanya bias disamakan menjadi usi 6 tahun. Proyek A mengalami 2 siklus, proyek B mengalami 1 siklus.

Metode ini mempunyai kelemahan, jika horizon waktu suatu proyek cukup panjang. Misal proyek A mempunyai usia 11 tahun, sedangkan proyek lainnya 19 tahun. Common factor untuk keduanya adalah $11 \times 19 = 209$ tahun. Untuk mengatasi kelemahan tersebut digunakan metode equivalent annual NPV.

b. Equivalent annual NPV (EANPV)

Metode ini merubah NPV yang dihitung menjadi angka NPV tahunan. Asumsi metode ini adalah proyek dilakukan terus menerus. Oleh karena proyek A dan proyek B mutually exclusive maka dipilih proyek B karena memiliki equivalent annual NPV yang lebih besar.

c. Pertimbangan lanjut

Analisis investasi ini untuk dua proyek dengan usia berbeda dan mutually exclusive (saling meniadakan) dan kita harus memilih salah satu. Hal lain yang perlu diperhatikan adalah mengasumsikan kondisi yang sama (tingkat inflasi dan teknologi) selama umur proyek. Jika kita memperkirakan tingkat inflasi atau teknologi berbeda, akan menyebabkan aliran kas keduanya berbeda, maka kita harus

memperhitungkan efek tersebut ke dalam perkiraan aliran kas.

2. Pengaruh inflasi

Inflasi tidak berpengaruh jika aliran kas dan tingkat keuntungan yang disyaratkan menggunakan aliran kas nominal dengan tingkat inflasi yang sama karena, tingkat inflasi keduanya akan saling menghilangkan.

Jika tingkat inflasi keduanya tidak sama menyebabkan kecenderungan downward bias (bias karena hasil analisis NPV lebih rendah dari yang seharusnya). Beberapa langka yang busa dilakukan dalam kaitannya dengan inflasi:

- a. Pengaruh inflasi atau dis-inflasi harus dimasukkan ke dalam aliran kas, karena tingkat keuntungan yang disyaratkan biasanya sudah memasukkan inflasi.
- b. Jika inflasi tidak homogeny di dalam suatu perekonomian, lebih baik menggunakan tingkat inflasi per-sektor perekonomian.
- c. Perubahan harga yang tidak disebabkan inflasi namum mempengaruhi aliran kas, sebaliknya dimasukkan ke dalam analisis. Missal, perubahan permintaan dan penawaran.

3. Analisis risiko investasi

a. Analisis sensitifitas

Untuk melengkapi analisis NPV dapat menggunakan analisis sensitivitas dengan cara menghitung NPV jika parameter dalam analisis berubah. Misalkan ada 3 variabel yang dianggap relevan, penjualan, biaya tetap, dan investasi awal.

Kemudian menentukan prakiraan kondisi yang berbeda, yaitu: pesimis, normal, optimis. Dengan melakukan analisis sensitivitas, manager keuangan bias memperoleh informasi variabel yang penting yang harus diwaspadai.

Kelemahan pendekatan sensitivitas menggunakan pertimbangan subjektif untuk menentukan angka pada kondisi pesimis maupun optimis. Pada satu sisi, pendekatan subjektif barangkali memang sebaiknya digunakan. Di sisi lain, pendekatan subjektif bias menghasilkan bias tertentu, misal ada kecenderungan merubah variabel sedemikian rupa sehingga NPV yang dihasilkan bias tetap positif.

Sebagai pelengkap, metode objektif juga bias digunakan dalam analisis sensitivitas. Dalam metode ini, kita akan mengetahui pengaruh perubahan variable penjualan (misal 20%) terhadap NPV atau mengidentifikasi sensitivitas NPV karena perubahan harga per unit dan jumlah kuantitas yang terjual. Kita bias mengulangi langkah yang sama dengan merubah angka perubahan menjadi 30%, 10%, 5% dan melihat efeknya terhadap NPV.

b. Analisis skenario

Pada analisis skenario, manajer keuangan mengidentifikasi skenario tertentu, kemudian menghitung NPV berdasarkan skenario tersebut. Pada analisis skenario ini, dua variable bias berubah secara bersamaan untuk setiap skenarionya. Misal manajer keuangan memperkirakan tiga skenario, yaitu kondisi ekonomi jelek, normal, dan baik. Berbeda dengan analisis sensitivitas, hanya satu variable berubah dan variable lain konstan.

c. Analisis simulasi

Analisis simulasi dapat memperhalus analisis sensitivitas. Dalam analisis simulasi, manajer keuangan merubah beberapa variable yang relevan, kemudian melihat efek terhadap NPV. Perubahan dilakukan secara simultan, kemudian dianalisis dengan NPV beberapa kali sehingga akan diperoleh distribusi NPV. Simulasi akan lebih mudah dilakukan dengan menggunakan software atau program computer. Langkah-langkah yang perlu dilakukan adalah:

- 1) Menghitung distribusi probabilitas penjualan berdasarkan data historis atau perkiraan lainnya. Setelah diperoleh distribusinya, kita bias menentukan angka random yang berkaitan dengan masing-masing scenario tingkat penjualan.
- 2) Memperoleh angka random. Table angka random akat program computer bias digunakn untuk menghasilkan angka random dengn skala 0 smapai 99.

d. Analisis break-even (pulang pokok)

Analisis break-even bias digunakan untuk melihat seberapa besar penjualan minimal agar bias menutup semua biaya yang dikeluarkan perusahaan.

Manajemen keuangan mempunyai focus pada aliran kas, bukannya laba akuntansi. Meskipun terjadi break-even akuntansi, sebenarnya perusahaan masih rugi secara ekonomis. Umenghapus kelemahan tersebut, dapat digunakan perhitungan break-even dengan memasukkan present value aliran kas. Untuk menghitung tingkat penjualan dimana $NPV = 0$

Metode alternative dalam perhitungan break-even dengan present value aliran kas, menggunakan equivalent annual cost (EAC).

EAC bias diinterpretasikan sebagai komponen investasi awal yang harus discover agar investasi bias ditutup (break-even) dengan kata lain EAC merupakan komponen aliran kas.

e. Pohon keputusan dan analisis opsi

Salah satu cara untuk menganalisis ketidakpastian adalah dengan menggunakan pohon keputusan. Dengan menggunakan pohon keputusan, manajer keuangan bias menganalisis keputusan yang dilakukan secara berurutan, setiap pilihan akan selalu mempunyai nilai. Diagram pohon keputusan bermanfaat untuk menggambarkan situasi dengan pilihan.

BAB XI: Kebijakan Strategis Perusahaan

Tujuan Intruksional:

Setelah Mempelajari Bab ini mahasiswa diharapkan mampu untuk:

- ✓ Menjelaskan dasar-dasar Pengambilan Kebijakan Strategis termasuk restrukturisasi dan divestasi perusahaan

A. Restrukturisasi dan Kebangkrutan

1. Pengertian dan Definisi Restrukturisasi

Kesulitan Keuangan dan Kebangkrutan didefinisikan dengan keadaan sulit bagi pengelola perusahaan. Yang pasti mengenai istilah-istilah tersebut sulit dirumuskan. Pengertian kebangkrutan bisa dilihat dari dua pendekatan:

- a. Pendekatan aliran kas masuk. Perusahaan akan bangkrut jika tidak bisa menghasilkan aliran kas masuk yang cukup.
- b. Pendekatan Stock.
 - Perusahaan bisa dinyatakan bangkrut jika total hutang melebihi total aktiva. Misal, perusahaan mempunyai hutang Rp. 1.000.000.000,-, sedangkan total asetnya

Rp. 500.000.000,-, maka perusahaan sudah bisa dinyatakan bangkrut.

- Perusahaan bisa dinyatakan bangkrut meskipun masih memungkinkan menghasilkan aliran kas yang cukup atau mempunyai prospek yang baik dimasa mendatang.

2. Penyebab Kesulitan Keuangan

Penyebab kesulitan keuangan dan kebangkrutan cukup bervariasi, antara lain :

- a. Jenis industri. Ada industri yang relatif mudah dikerjakan namun ada yang sulit.
- b. Umur perusahaan.

3. Alternatif Perbaikan Kesulitan Keuangan

Jika perusahaan “tidak solvabel (insolvabel)”, ada dua pilihan:

- a. Likuidasi. Langkah ini dipilih jika nilai perusahaan dilikuidasi lebih besar dibandingkan dengan nilai perusahaan kalau diteruskan (going concern)
- b. Reorganisasi. Langkah ini dipilih jika perusahaan masih menunjukkan prospek yang baik, sehingga nilai

perusahaan going concern lebih besar dibandingkan dengan nilai perusahaan dilikuidasi.

4. Pemecahan secara Informal:

- a. Masalah belum parah.
- b. Masalah yang ada hanya bersifat sementara, dan memiliki prospek.

Cara :

- a. Perpanjangan (extension), dilakukan dengan memperpanjang jatuh tempo hutang, misal, hutang yang semula jatuh tempo 5 tahun, sekarang diperpanjang menjadi 10 tahun.
- b. Komposisi (Composition), dilakukan dengan mengurangi besarnya tagihan (pokok hutang). Misal klaim hutang diturunkan menjadi 60%, jika hutang awal besarnya Rp. 1.000.000.000,-, maka hutang yang baru menjadi Rp. 600.000.000,-, atau $[60\% \times \text{Rp. } 1.000.000.000,-]$.
- c. Likuidasi, jika nilai perusahaan dilikuidasi lebih besar dibanding nilai perusahaan going concern, perusahaan bisa dilikuidasi secara formal.

5. Pemecahan Secara Formal:

Hal ini dilakukan apabila masalah sudah parah, kreditur dan pemasok dana lainnya ingin mempunyai jaminan keamanan dan keadilan. Pemecahan secara formal biasanya melibatkan pihak ketiga yaitu pengadilan.

Cara :

- a. Apabila nilai perusahaan going concern 'lebih besar' nilai perusahaan dilikuidasi → dilakukan reorganisasi, dengan merubah struktur modal lama menjadi struktur modal baru yang layak. Perubahan bisa dilakukan melalui extension, composition, atau keduanya.
- b. Apabila nilai perusahaan going concern 'lebih kecil' nilai perusahaan dilikuidasi → likuidasi lebih baik dilakukan. Likuidasi dilakukan dengan cara menjual aset perusahaan, kemudian didistribusikan ke pemasok modal (kreditur).

Likuidasi dapat dilakukan secara informal maupun formal. Likuidasi informal mempunyai kelebihan dibandingkan dengan likuidasi formal, karena lebih cepat dan bisa menghemat biaya pengadilan, sehingga nilai likuidasi yang diperoleh bisa lebih tinggi dibanding dengan nilai yang diperoleh jika likuidasi dilakukan melalui pengadilan.

6. Reorganisasi

Jika nilai perusahaan going concern lebih tinggi dibanding dengan nilai perusahaan dilikuidasi, maka pilihan reorganisasi/ restrukturisasi layak dilakukan. Trustee (kurator) bisa ditunjuk untuk menjalankan reorganisasi tersebut.

Rencana reorganisasi didasarkan pada prinsip keadilan dan kelayakan. Prinsip keadilan berarti semua pihak harus diperlakukan secara adil (fair). Prinsip kelayakan berarti rencana tersebut harus layak (bisa) dilakukan. Misal, perusahaan mempunyai beban hutang terlalu tinggi sedangkan kemampuan penjualan sangat kecil, maka reorganisasi tidak layak dilakukan.

Langkah-langkah Reorganisasi

1. Menentukan Nilai Perusahaan

Penilaian yang sering dilakukan, dan sederhana, adalah menghitung nilai perusahaan berdasarkan tingkat kapitalisasi. Misal, penilai memperkirakan perusahaan setelah reorganisasi mampu menghasilkan pendapatan bersih per tahun (EAT) Rp. 10.000.000,-. Tingkat kapitalisasi untuk perusahaan yang sejenis sebesar 20 %. Nilai perusahaan bisa

berbeda antara satu pihak dengan pihak lain karena kesulitan menghitung EAT dimasa mendatang.

2. Menentukan Struktur Modal Baru

Struktur modal tersebut bertujuan mengurangi beban tetap (bunga) agar perusahaan bisa beroperasi dengan lebih fleksibel. Untuk mengurangi beban tetap tersebut, total hutang biasanya akan dikurangi.

7. Likuidasi

Kas yang diperoleh dari likuidasi aset perusahaan akan didistribusikan dengan urutan tertentu, misal (dari yang paling berhak memperoleh pertama, sampai yang paling terakhir memperoleh hak).

- a. Biaya administrasi yang berkaitan dengan urusan likuidasi, termasuk biaya pengacara, kurator (trustee).
- b. Klaim dari kreditur (hutang) yang muncul dari kegiatan bisnis mulai dari saat kasus dibawa ke pengadilan sampai saat trustee diangkat.
- c. Gaji pegawai yang diperoleh dalam waktu 90 hari sesudah (within) petisi kebangkrutan. Jumlah ini dibatasi sampai Rp. ----- per pegawai.

- d. Premi pensiun pegawai untuk masa kerja dalam 120 hari petisi kebangkrutan diajukan. Klaim ini dibatasi \$2.000 per-pegawai dikalikan jumlah pegawai.
- e. Uang muka dari pelanggan yang membeli barang tetapi belum memperoleh barangnya.
- f. Pajak pendapatan sampai tiga tahun sebelum kebangkrutan pajak properti sampai setahun kebangkrutan, dan semua pajak pendapatan yang masih ditahan oleh perusahaan.
- g. Kreditur umum.
- h. Saham preferen.
- i. Saham biasa.

8. Prediksi Kebangkrutan

Ada beberapa indikator yang bisa dipakai untuk memprediksi kebangkrutan. Indikator tersebut bisa berupa indikator internal (dari dalam perusahaan) dan indikator eksternal (dari luar perusahaan).

Indikator internal dapat menggunakan aliran kas perusahaan, strategi perusahaan, laporan keuangan, trend penjualan, kemampuan manajemen.

9. Merger Dan Akuisisi

1.1.1. Merger

Satu perusahaan diabsorpsi oleh perusahaan lain, dan pengakuisisi menganmbil alih aset dan kewajiban perusahaan yang diakuisisi, mempertahankan nama dan identitasnya.

1.1.2. Akuisisi

Satu perusahaan diabsorpsi oleh perusahaan lain, dan pengakuisisi mengambil alih aset dan kewajiban perusahaan yang diakuisisi, namun pengakuisisi dan yang diakuisisi 'hilang' dan menjadi perusahaan baru.

1.1.3. Akuisisi Saham

Membeli saham dengan hak voting (voting stock) dengan kas, saham, atau sekuritas lainnya.

1.1.4. Private Offer

Tidak langsung ke pemegang saham, misal mengambil alih manajemen

1.1.5. Tender Offer

Penawaran publik untuk membeli saham dari perusahaan target.

1.1.6. Akuisisi Aset

Membeli semua aset perusahaan yang diakuisisi dengan persetujuan formal dari pemegang saham perusahaan yang menjual. Pendekatan ini menghindari problem pemegang saham minoritas seperti pada situasi akuisisi daham.

Analisa “Penggabungan” ; Kerangka Awal

Misal, perusahaan X ingin membeli perusahaan Y. Dari sudut pandang X, keputusan pembelian Y bisa dilihat sebagai keputusan penganggaran modal biasa. Keputusan tersebut layak dilakukan jika net present value (NPV) dari keputusan tersebut adalah Positif.

Membeli perusahaan lain tidak sama dengan membeli pabrik atau aktiva tetap. Beberapa hal yang membedakan, antara lain: masalah akuntansi, pajak, hukum, dan masalah menggabungkan dua unit yang bisa berbesa satu sama lain.

Analisa “penggabungan” bisa dimulai dengan mengidentifikasi PV manfaat dan PV biaya. Manfaat diperoleh dari sinergi atau penghematan yang timbul dari penggabungan dua unit usaha tersebut. Sedangkan biaya adalah premium yang dibayarkan oleh pembeli atas nilai perusahaan yang dibeli.

1. Alasan “Penggabungan”

i. Alasan yang Rasional

- Skala Ekonomi

Skala ekonomi berangkat dari filosof “lebih besar, lebih baik”, misal, kita memesan barang dalam jumlah besar, kita akan memperoleh potongan kualitas, atau harga yang lebih rendah.

Jika kita ingin menyewa tenaga profesional , maka volume penjualan perusahaan harus cukup besar untuk bisa memanfaatkan tenaga profesional tersebut.

Meskipun skala ekonomi bisa menjadi alasan “penggabungan”, tetapi skala ekonomi bisa dicapai tidak harus melalui “penggabungan”. Dalam beberapa situasi, cara terbaik untuk mencapai skala ekonomi justru bukan melalui “penggabungan”. Dalam “Penggabungan”, jika pengintegrasian tidak bisa dilakukan dengan baik, maka unit usaha yang digabungkan tersebut barangkali akan berjan sendiri, dan tidak dapat memanfaatkan skala ekonomi.

- Pengendalian

Beberapa perusahaan melakukan “penggabungan” untuk memperoleh pengendalian yang lebih baik terhadap jalur pasokan (backward integration) dan jalur distribusi (forward integration).

- Pajak

“penggabungan” bisa dilakukan dengan tujuan memanfaatkan penghematan pajak, misal :

- Perusahaan yang membeli atau yang dibeli mengalami akumulasi kerugian yang cukup besar. Akumulasi kerugian tersebut, jika tidak dimanfaatkan tidak dapat digunakan untuk menghemat pajak.
- Restrukturisasi aset. Menghapus aset tertentu (write off) dengan cara meningkatkan depresiasi sehingga dapat menghemat pajak.
- Dana untuk membiayai “penggabungan” berasal dari hutang maka perusahaan harus membayar bunga sehingga dapat menghemat pajak.

- Menggabungkan Sumber Daya

Perusahaan bisa membeli perusahaan lain yang mempunyai sumber daya yang bisa komplemen (melengkapi) sumber daya yang dibutuhkan oleh perusahaan pembeli, misal,

Microsoft membeli software “pengecekan grammar bahasa Inggris” (apakah bahasa Inggris yang ditulis sudah benar atau belum, apakah pilihan kata yang digunakan sudah benar atau belum).

- j. Menghilangkan Ketidakefisienan
“penggabungan” menjadi alternatif untuk menghilangkan manajer yang tidak kompeten.
- k. Memaksa Pendistribusian Kas
“penggabungan” merupakan salah satu cara untuk memaksa manajer membayar cash dividend kepada pemegang saham atau kreditur.
- l. Alasan yang Tidak Rasional
Diversifikasi bisa mengurangi risiko. Tetapi dari sisi investor, diversifikasi yang dilakukan oleh perusahaan dengan cara “penggabungan” tidak bernilai karena investor bisa melakukan secara langsung dengan relatif mudah. Contoh, dengan menggabungkan sekitar 15 s/d 20 saham bisa diperoleh portofolio yang bisa menghapus sebagian besar risiko. Dan Meningkatkan pertumbuhan. Pertumbuhan akan

memperbesar perusahaan namun tanpa peningkatan efisiensi atau sinergi tidak ada pengaruh positif terhadap pemegang saham. Meningkatkan EPS, Peningkatn EPS tanpa melalui peningkatan efisiensi dan sinergi hanya kan menciptakan perangkat bagi perusahaan, karena untuk meningkatkan EPS hanya bisa dilakukan melalui “penggabungan” padahal masih banyak cara lain. Disamping itu peningkatan EPS belum tentu memberikan nilai tambah bagi pemegang saham.

i. Strategi dan Taktik “Penggabungan”

Jika suatu perusahaan ingin mengakuisisi atau menggabungkan diri dengan perusahaan lain, maka ia akan melakukan langkah-langkah ofensif. Sebaliknya, jika perusahaan yang diincar (target) tidak mau dibeli atau bergabung, maka perusahaan tersebut bisa mengembangkan langkah-langkah mempertahankan diri dari serangan tersebut.

a. Strategi dan Taktik Ofensif

Membeli saham perusahaan target (yang akan dibeli) melalui pasar saham (bursa efek).

- b. Tender offer, perusahaan mengumumkan akan membeli saham perusahaan target dengan harga tertentu.
- c. Kontes proksi, yaitu membujuk pemegang saham perusahaan target untuk mewakili suaranya kepada perusahaan pengakuisisi.
- d. Strategi *leveraged buy out (LBO)*, yaitu membeli perusahaan lain dengan menggunakan hutang yang tinggi), atau menerbitkan obligasi yang tidak dirating (junk bond). Strategi ini memiliki kelebihan dan kelemahan.
- m. Strategi dan Taktik Defensif

Secara umum, strategi pencegahan bertujuan agar tidak menjadi target atau tidak menarik untuk diambil alih oleh perusahaan lain. Ada 2 dua strategi ini antara lain:

- Poison Pills

Poison pill adalah tehnik dimana pemegang saham perusahaan target mempunyai hak untuk membeli perusahaan target (*tipe flip -in*) atau membeli perusahaan pengakuisisi (*flip-over*) jika terjadi upaya pengambilalihan.

- Golden Parachute (GP)

Golden parachute merupakan perjanjian, dimana jika perusahaan diambilalih, maka manajer akan diberi pesangon yang besar jika dia diberhentikan (biasanya manajer target akan diberhentikan jika terjadi pengambilalihan).

n. Strategi Pertahanan Aktif

a. *Litigations*

Target bisa menghindari pengambilalihan melalui jalur hukum. Misal, *antitrust*, *discolure* tidak cukup. Fraud.

b. *Greenmail*

Pembelian blok saham dari pemegang saham tertentu dengan premium. Transaksi tersebut disertai dengan perjanjian bahwa pemegang saham tertentu tersebut akan berhenti melakukan upaya pengambilalihan perusahaan untuk jangka waktu tertentu (misal, selam 10 tahunm). Perjanjian tersebut dinamakan sebagai *standstill agreement*.

c. *Pac Man Defense*

Perusahaan target melakukan pembalasan dengan jalan membeli *bidder*. Strategi tersebut akan efektif jika target lebih besar dibandingkan dengan pengakuisisi. Strategi tersebut bisa menjadi tidak terkendali, karena keduanya akan mengeluarkan biaya yang besar untuk saling "menggigit".

d. *White Knight*

Target mungkin tidak suka dengan calon pengakuisisi. Perusahaan target bisa mencari partner yang lebih *friendly*, mungkin karena lebih cocok atau janji tidak memecah target, kemudian dijadikan *partner* untuk menggagalkan upaya pengambilalihan oleh pihak yang tidak disukai oleh target. Misal, target menjual sahamnya ke *white knight* tersebut, sehingga kendali ada ditangan target dan *white knight*.

e. *White Squire*

Berbeda dengan *white knight*, dalam *white squire*, *partner* tidak perlu memiliki kontrol (memiliki) atas target. Target menjual blok saham

kepada *white squire*, kemudian *partner* tersebut akan mendukung manajemen perusahaan target.

Daftar Pustaka

Brigham, Eugene F. Dan Philip R. Davis (2004), 8th Edition, *Intermediate Financial Management*, Thompson South Western, USA.

Hanafi, Mamduh M. (2008), Edisi 1, *Manajemen Keuangan*, BPFE, Yogyakarta.

Sartono, Agus R. (2000), Edisi 3, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, BPFE, Yogyakarta.

Sartono, Agus R. (2000), Edisi 3, *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan Soal dan Penyelesaian*, BPFE, Yogyakarta.



BIO DATA PENULIS

Wisnu Panggah Setiyono, Lahir di Purbalingga, Jawa Tengah, 07 Desember 1973, menyelesaikan

pendidikan dasar sampai dengan SMP di Wonosobo, kemudian melanjutkan SMA di Banyumas. Lulus sarjana ekonomi (Manajemen) di Universitas Muhammadiyah Malang pada tahun 1998. Pada tahun 2005 Lulus Magister Sain (M.Si) bidang Manajemen Keuangan di Universitas yang sama.

Kemudian pada tahun 2010 meneruskan pendidikan S3 bidang Finance di Victoria University of Melbourne Australia dan selesai pada tahun 2016. Sejak tahun 1999 telah berpengalaman mengajar di Universitas Muhammadiyah Sidoarjo dengan mata kuliah yang diampu antara lain: Manajemen Keuangan I dan II, Metode Penelitian Keuangan, Manajemen Investasi dan Studi Kelayakan Bisnis. Selama menjadi dosen di Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Pernah menduduki jabatan sebagai Kepala Lab. Ekonomi 2002-2005, Ketua Jurusan

Manajemen 2005-2009, Ketua Jurusan Magister Manajemen 2014-2015, dan Ketua Jurusan Manajemen 2016-sekarang. Pengalaman Praktik di Bidang keuangan adalah ketika menjabat sebagai PSU (Provincial Supporting Unit) pada Program KKMB (Konsultan Keuangan Mitra Bank) pada dinas Koperasi dan UKM Propinsi Jawa Timur pada tahun 2005-2007.



Dewi Ratiwi Meiliza, Lahir di Jakarta, 20 Mei 1987, menyelesaikan pendidikan dasar sampai dengan SMA di Jakarta,. Lulus sarjana ekonomi

(Manajemen) di Universitas YAI Jarta baik S1 pada tahun 2008. Pada tahun 2012 Lulus Magister manajemen (M.Si) bidang Manajemen Keuangan di Universitas yang sama.

Sejak tahun 2015 telah berpengalaman mengajar di Universitas Muhammadiyah Sidoarjo dengan mata kuliah yang diampu antara lain: Manajemen Keuangan I dan II, Manajemen Perbankan. Selain itu penulis juga memiliki pengalaman bekerja di salah satu Bank BUMN sejak tahun 2009 – 2014 sebagai analis kredit.