



Penulis:

Guruh Marhaenis Handoko Putro, Eva Wany, Iman Supriadi,  
Devi Febrianti, Ira Megasyara, Amrizal Imawan,  
Ninik Mas'adah, Suryani Yuli Astuti.

*Manajemen*  
**KEUANGAN TERAPAN**

*Manajemen*  
**KEUANGAN TERAPAN**

Penulis:

Guruh Marhaenis Handoko Putro, Eva Wany, Iman Supriadi,  
Devi Febrianti, Ira Megasyara, Amrizal Imawan,  
Ninik Mas'adah, Suryani Yuli Astuti.



## **MANAJEMEN KEUANGAN TERAPAN**

Tim Penulis:

**Guruh Marhaenis Handoko Putro, Eva Wany, Iman Supriadi,  
Devi Febrianti, Ira Megasyara, Amrizal Imawan,  
Ninik Mas'adah, Suryani Yuli Astuti.**

Desain Cover:

**Septian Maulana**

Sumber Ilustrasi:

**www.freepik.com**

Tata Letak:

**Handarini Rohana**

Editor:

**Neneng Sri Wahyuni**

ISBN:

**978-623-500-311-5**

Cetakan Pertama:

**Juli, 2024**

---

Hak Cipta Dilindungi Oleh Undang-Undang

**by Penerbit Widina Media Utama**

---

Dilarang keras menerjemahkan, memfotokopi, atau memperbanyak sebagian atau seluruh isi buku ini tanpa izin tertulis dari Penerbit.

**PENERBIT:**

**WIDINA MEDIA UTAMA**

Komplek Puri Melia Asri Blok C3 No. 17 Desa Bojong Emas  
Kec. Solokan Jeruk Kabupaten Bandung, Provinsi Jawa Barat

**Anggota IKAPI No. 360/JBA/2020**

Website: [www.penerbitwidina.com](http://www.penerbitwidina.com)

Instagram: @penerbitwidina

Telepon (022) 87355370

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillah.. Puji Syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas limpahan Rahmat dan Hidayah-Nya kepada kita sehingga mampu menyelesaikan penulisan buku Manajemen Keuangan Terapan ini. Studi manajemen keuangan terapan ini merupakan gabungan dari multi-disiplin ilmu yaitu ilmu manajemen keuangan, ilmu akuntansi, maupun ilmu ekonomi. Hal tersebut dikarenakan manajemen keuangan berfungsi sebagai pengelolaan keuangan, pengambilan keputusan berinvestasi dan manajemen risiko keuangan.

Buku ini terdiri dari 11 bab. Penulis mencoba untuk membahas secara komprehensif tentang aspek-aspek yang berhubungan dengan studi manajemen keuangan terapan dan berusaha untuk mengkaji lebih dalam. Penulis juga mencoba untuk mengemukakan konsep-konsep dasar yang berhubungan dengan manajemen keuangan terapan.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat banyak kekurangan dalam buku ini, tetapi penulis berharap dengan terbitnya buku ini dapat memberi manfaat bagi mahasiswa, tenaga pengajar dan para praktisi serta dapat menambah wawasan ilmu mengenai keuangan, khususnya dalam bidang manajemen keuangan terapan.

Lamongan, 28 Juni 2024

Penulis

# DAFTAR ISI

<b>KATA PENGANTAR .....</b>	<b>iii</b>
<b>DAFTAR ISI .....</b>	<b>iv</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>vii</b>
<b>DAFTAR GAMBAR .....</b>	<b>viii</b>
<b>BAB 1 BIAYA MODAL .....</b>	<b>1</b>
A. Definisi Biaya Modal .....	1
B. Komponen WACC .....	3
C. Faktor – faktor yang Mempengaruhi WACC .....	10
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>14</b>
<b>BAB 2 ESTIMASI ARUS KAS DAN ANALISIS RESIKO .....</b>	<b>15</b>
A. Estimasi Arus Kas .....	15
B. Arus Kas Relevan .....	15
C. Latar Belakang Proyek .....	17
D. Analisis Proyek .....	19
E. Analisis Proyek dalam Risiko .....	24
F. Analisis Arus Kas .....	25
G. Estimasi Resiko Proyek .....	27
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>28</b>
<b>BAB 3 CAPITAL STRUCTURE AND LEVERAGE .....</b>	<b>31</b>
A. Definisi Struktur Keuangan dan Biaya Modal .....	31
B. Konsep Leverage Keuangan dan Resiko .....	32
C. Risiko Bisnis Keuangan .....	38
D. Penetapan Kerangka Modal yang Optimal .....	40
E. Analisis Likuiditas dan Arus Kas .....	43
F. Konsep Kerangka Modal .....	46
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>53</b>
<b>BAB 4 DISTRIBUSI KEPADA PEMEGANG SAHAM:</b>	
<b>DIVIDEN DAN PEMBELIAN KEMBALI SAHAM .....</b>	<b>55</b>
A. Dividen vs Keuntungan Modal: Manakah Yang Paling Diminati Investor? .....	55
B. Permasalahan Kebijakan Dividen .....	56
C. Kebijakan Dividen .....	58

D. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen .....	61
E. Dividen dan Pemecahan Saham .....	63
F. Pembelian Saham Kembali .....	64
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>66</b>
<b>BAB 5 WORKING CAPITAL .....</b>	<b>67</b>
A. Definisi Modal Kerja .....	67
B. Konsep Modal Kerja .....	69
C. Jenis Modal Kerja .....	72
D. Faktor yang Mempengaruhi Modal Kerja .....	73
E. Kebijaksanaan Modal Kerja .....	74
F. Cara Mengestimasi Kebutuhan Modal Kerja .....	75
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>78</b>
<b>BAB 6 LEASING .....</b>	<b>81</b>
A. Definisi Leasing .....	81
B. Jenis – jenis Leasing .....	82
C. Keuntungan Pajak di Amerika Serikat mengenai Leasing .....	83
D. Akuntansi Lease .....	85
E. Keputusan Pembiayaan: Lease Versus Pinjaman .....	87
F. Alternatif Pemilihan Pembelian antara Leasing atau Membeli .....	89
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>95</b>
<b>BAB 7 HYBRID FINANCING: PREFERRED STOCK, WARRANT, AND CONVERTIBLES .....</b>	<b>97</b>
A. Types of Hybrid securities (Preferred Stock, Warrant and Convertibles) .....	97
B. Features and Risk .....	107
C. Cost of Capital Issuers .....	112
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>116</b>
<b>BAB 8 PENAWARAN SAHAM PERDANA (IPO) DAN PERBANKAN INVESTASI .....</b>	<b>117</b>
A. Bank Investasi dan Perannya .....	117
B. Investasi Sejak Depresi Hebat .....	118
C. Pengantar Penawaran Saham Perdana (IPO): Go Publik .....	124
D. Manfaat dan Biaya Go Publik .....	127
E. Peraturan Penawaran Saham Perdana (IPO) dan Penerbitan Surat Berharga .....	131
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>132</b>

<b>BAB 9 MARGER AND AQUISITION .....</b>	<b>133</b>
A. Manfaat Marger dan Akuisisi .....	133
B. Menaksir Akuisisi dengan Pertukaran Saham .....	138
C. Friendly Merger/Hostile Takeover .....	139
<b>Latihan Soal .....</b>	<b>144</b>
<b>BAB 10 BANKRUPTCY, RE-ORGANIZATION AND LIQUIDATION.....</b>	<b>145</b>
A. Financial Distress .....	145
B. Bankruptcy Basic .....	151
C. Liquidation .....	154
D. Reorganization .....	156
<b>Latihan soal .....</b>	<b>157</b>
<b>BAB 11 DERIVATIF AND RISK MANAGEMENT .....</b>	<b>159</b>
A. Derivative Securites .....	159
B. Fundamentals of Risk Management .....	163
C. Using Derivaties .....	174
<b>Latihan soal: .....</b>	<b>177</b>
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>179</b>
<b>GLOSARIUM.....</b>	<b>187</b>
<b>PROFIL PENULIS .....</b>	<b>189</b>

# DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Penggunaan Utang Usaha .....	34
Tabel 9.1 Menaksir Akuisisi dengan Pertukaran Saham .....	138
Tabel 9 2 Penyelesaian Menaksir Akuisisi dengan Pertukaran Saham .....	138

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3 1 Perbandingan Laba untuk Alternatif DOL .....	35
Gambar 5.1 Metode Keterikatan Dana Perusahaan Dagang.....	75
Gambar 5 2 Metode Keterikatan Dana Perusahaan Manufaktur.....	76
Gambar 9.1 Manajemen Entrenchement Hypotesis dan Stockholder Interest Hypotesis.....	140

# BAB 1

## BIAYA MODAL

### Indikator

1. Mahasiswa mampu memahami definisi biaya modal
2. Mahasiswa mampu menjelaskan komponen WACC
3. Mahasiswa mampu menjelaskan faktor yang mempengaruhi WACC

### A. DEFINISI BIAYA MODAL

Pada bagian ini akan dikembangkan prinsip dan model yang dapat diterapkan untuk menghitung biaya modal, mencakup biaya hutang, biaya saham preferen, dan biaya saham biasa. Penggunaan model-model ini membutuhkan pertimbangan yang matang. Analisis sering menggunakannya, terutama dalam pengukuran biaya modal.

Biaya modal merujuk pada pengeluaran atau pembayaran yang diperlukan untuk mendapatkan modal dari hutang, saham preferen, saham biasa, atau laba ditahan guna mendanai investasi perusahaan. Pada pembahasan kali ini, fokusnya hanya pada modal (dana) jangka panjang, karena konsep biaya modal relevan hanya untuk keputusan jangka panjang. Keputusan-keputusan ini terutama berkaitan dengan investasi modal atau, lebih luas lagi, masalah perencanaan anggaran modal (Triyonowati et. al., 2022).

Arti dari tingkat pengembalian yang disyaratkan dapat dilihat dari dua sudut pandang. Dari perspektif investor, tingkat keuntungan yang diharapkan dipengaruhi oleh risiko, jenis aset yang dimiliki, struktur modal, dan faktor lainnya seperti manajemen. Sementara itu, dari sudut pandang perusahaan, tingkat pengembalian yang diinginkan, seperti dari pemegang saham preferen, merupakan biaya yang harus dikeluarkan untuk memperoleh modal dari pemegang saham tersebut. Oleh karena itu, secara umum, risiko yang tinggi bagi perusahaan berarti tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor juga tinggi, yang berimplikasi pada biaya modal yang tinggi.

Biaya modal juga dapat diukur melalui tingkat pengembalian minimum yang diharapkan dari investasi baru yang dilakukan perusahaan, dengan asumsi bahwa tingkat risiko investasi baru tersebut sama dengan risiko aset yang dimiliki perusahaan saat ini. Pengertian biaya modal yang digunakan adalah biaya modal rata-rata tertimbang, yang akan dijelaskan lebih detail nanti. Jika investasi baru memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari biaya modal, nilai bisnis akan meningkat. Sebaliknya, jika investasi baru

memberikan pengembalian yang lebih rendah dari biaya modal, nilai perusahaan akan menurun. Pada bagian ini, kita akan membahas trade-off antara risiko dan pengembalian yang diharapkan oleh investor, serta mengukur biaya modal individual dan biaya modal rata-rata tertimbang (Arifin, 2018).

Seperti telah disebutkan, tingkat imbal hasil yang diharapkan dipengaruhi oleh tingkat imbal hasil bebas risiko (*risk-free rate*) dan premi risiko yang memberikan kompensasi atas risiko yang melekat pada sekuritas. Oleh karena itu:

$$R_p = R_f + \text{risk premium}$$

Keterangan:  $R_p$  = tingkat keuntungan yang diminta

$R_f$  = *risk free rate*

yang besarnya dipengaruhi oleh dua faktor: (1) tingkat inflasi yang diharapkan, dan (2) permintaan serta penawaran dana dalam perekonomian secara keseluruhan.

Jika seorang investor yakin bahwa return yang diperoleh akan tinggi, yang berarti daya beli uangnya akan menurun, maka ia akan menuntut return yang lebih tinggi atas investasinya. Demikian pula, jika diperkirakan permintaan modal akan meningkat, maka kelebihan permintaan ini akan menyebabkan investor meminta return yang lebih tinggi, sehingga tercapai titik keseimbangan dengan keuntungan yang lebih tinggi. Kedua faktor ini sangat mempengaruhi imbal hasil surat berharga bebas risiko, dan tingkat pengembalian yang disyaratkan untuk semua surat berharga juga akan dipengaruhi oleh surat berharga bebas risiko (Arifin, 2018). Untuk surat berharga tertentu, terdapat empat komponen risiko yang menentukan premi risiko, yaitu:

1. *Business risk*, digambarkan oleh volatilitas laba sebelum bunga dan pajak (*Earnings before interest and taxes / EBIT*), yang dipengaruhi oleh fluktuasi pendapatan, beban operasional, dan *leverage* operasional yang digunakan oleh perusahaan.
2. *Financial risk*, diukur melalui volatilitas laba per saham (*Earnings per share / EPS*) yang disebabkan oleh penggunaan dana dengan biaya tetap seperti utang dan saham preferen. Selain itu, premi risiko finansial juga diperlukan untuk menutupi risiko kebangkrutan akibat utang.
3. *Marketability risk*, ini menggambarkan likuiditas, yaitu kemampuan investor untuk membeli dan menjual surat berharga suatu perusahaan dengan cepat dan mudah tanpa mengalami kerugian yang signifikan.

Secara umum, surat berharga investasi yang memiliki likuiditas tinggi cenderung memberikan keuntungan yang lebih besar.

4. *Interest rate risk*, ini menggambarkan konsep durasi, yaitu bagaimana imbal hasil surat berharga berubah seiring perubahan suku bunga. Ketika suku bunga naik, harga surat berharga pendapatan tetap akan cenderung turun, dan sebaliknya.

## B. KOMPONEN WACC

### 1. Biaya Hutang (*cost of debt*)

Nilai obligasi ditentukan oleh tingkat bunga aktual yang diberikan kepada pemegang obligasi. Suku bunga efektif adalah tingkat bunga yang menjadikan nilai sekarang dari semua pembayaran (baik bunga maupun pokok/nilai nominal) yang harus dibayarkan kepada pemegang obligasi setara dengan nilai pada saat obligasi tersebut diterbitkan (Herison et. al., 2018).

Biaya utang/obligasi dapat dihitung dengan rumus:

Biaya hutang sebelum pajak:

$$\text{cost of debt} = \frac{1 + \left[ \frac{N - Nb}{n} \right]}{\left[ \frac{Nb + N}{2} \right]}$$

Biaya hutang setelah pajak:

$$K_i = K_b (1 - t)$$

Keterangan:

I = jumlah bunga yang harus dibayarkan (dalam rupiah)

N = jumlah nilai obligasi yang diterima pada akhir masa berlakunya

Nb = hasil bersih dari penjualan (*net proceeds*)

N = masa berlaku obligasi (*term of bond*)

Kb = biaya utang sebelum pajak (*before tax cost*)

Ki = biaya utang setelah pajak (*after tax cost*)

t = tarif pajak

Contoh Soal:

Perusahaan Hybe menjual obligasi dengan harga Rp. 1.500 per lembar. Obligasi tersebut memiliki bunga tahunan sebesar 3% dan jangka waktu selama 15 tahun. Penerimaan bersih dari penjualan adalah Rp. 1.200 per lembar. Tarif pajak marjinal adalah 50%. Silakan hitung biaya utang sebelum pajak dan setelah pajak!

Jawab:

$$\text{Biaya hutang sebelum pajak: } \text{cost of debt} = \frac{30 + \left[ \frac{1500 - 1200}{15} \right]}{\left[ \frac{1200 + 1500}{2} \right]} = 2,57\%$$

$$\begin{aligned} \text{Biaya hutang setelah pajak: } K_i &= K_b (1 - t) \\ &= 2,57 (1 - 0,5) \\ &= 1,285\% \end{aligned}$$

## 2. Biaya Saham Preferen (*cost of preferred stock*)

Harga dasar saham preferen adalah jumlah uang yang diterima oleh pemegang saham preferen atau  $K_p$ . Pendekatan penentuan biaya saham preferen mirip dengan penentuan biaya obligasi karena aliran kas yang harus dibayarkan hampir identik. Satu-satunya perbedaan adalah saham preferen tidak memiliki tanggal jatuh tempo (Herison, et al., 2018).

Rumus yang digunakan adalah:

$$K_p = D_p / N_p$$

Keterangan:

$K_p$  = biaya yang harus dibayar untuk kepemilikan saham preferen

$D_p$  = pembagian dividen

$N_p$  = hasil bersih dari penjualan (*net proceeds*)

Contoh Soal:

PT. Jeha menjual saham preferen dengan dividen 7%, diharapkan terjual seharga Rp. 50 per lembar. Biaya yang diperlukan untuk penjualan ini diperkirakan sebesar Rp. 3 per lembar. Berapa biaya saham preferen?

Jawab:

$$\begin{aligned} K_p &= 5\% \times \text{Rp. } 95 / \text{Rp. } 95 - \text{Rp. } 3 \\ &= 4,5 / 47 \\ &= 0,074468 \text{ atau } 7,45\% \end{aligned}$$

## 3. Biaya Saham Biasa (*cost of common stock*)

Harga saham biasa yang dibahas di sini dapat merujuk pada laba ditahan atau saham baru yang diterbitkan sebagai bagian dari pendanaan investasi. Dengan kata lain, investasi dapat dibiayai baik melalui sumber internal perusahaan maupun sumber eksternal. Laba ditahan yang berasal dari kebijakan dividen adalah sumber pendanaan dari dalam perusahaan, sementara penerbitan saham baru adalah sumber pendanaan dari luar perusahaan. Harga pembelian saham biasa yang baru, atau modal non-

ekuitas, cenderung lebih besar daripada biaya peningkatan laba ditahan dikarenakan penjualan saham baru penerbitan atau pengisian ulang serta pencatatan saham. Biaya-biaya tersebut meliputi biaya cetak saham, biaya pengadaan saham, biaya penawaran saham, dan hal-hal lainnya. Dalam konteks ini, dua cara atau metode umum yang digunakan adalah "metode valuasi" dan "model penentuan harga aset modal (CAPM)" (Herispon, et al., 2018).

Pendekatan penilaian:

Model penilaian saham yang telah dibahas adalah:

$$P_o = D_1 / K_e - g$$

Keterangan:

$P_o$  = harga saham pada saat penilaian

$D_1$  = deviden pada akhir tahun pertama

$K_e$  = *rate of return* yang diharapkan investor

$g$  = laju pertumbuhan deviden

Selanjutnya rumus tersebut dapat diubah kedalam bentuk rumus biaya saham biasa sebagai berikut:

$$K_e = \frac{D_1}{P_o} + g$$

Keterangan:

$K_e$  = biaya saham biasa

$D_1$  = deviden yang dibayar

$P_o$  = harga pasar

$g$  = tingkat pertumbuhan deviden (*rate of growth*)

Jika ada penerbitan saham biasa baru, maka biaya saham biasa baru dihitung dengan rumus berikut ini:

$$K_e = \frac{D_1}{(1 - f)P_o} + g$$

dimana  $f$  adalah biaya penerbitan.

**Contoh Soal:**

Diketahui harga saham biasa saat ini adalah Rp. 75 per lembar, dividen dibayarkan pada akhir tahun pertama sebesar Rp. 5 per lembar, dan tingkat pertumbuhan dividen rata-rata selama 6 tahun adalah 3%. Hitunglah biaya saham biasa saat ini. Jika dilakukan penerbitan saham baru dengan harga jual Rp. 60,5 per lembar dan biaya underwriting sebesar Rp. 1 per lembar, hitunglah biaya modal dari penerbitan saham baru tersebut!

Jawab:

$$\begin{aligned} \text{Biaya saham biasa sebelum penjualan saham baru: } Ke &= \frac{D_1}{P_0} + g \\ &= \frac{Rp\ 5}{Rp\ 75} + 0,03 = 9,7\% \end{aligned}$$

Biaya saham biasa setelah penerbitan saham baru:

Biaya penilaian di bawah harga (*Under pricing cost*)

$$= Rp. 75 - Rp. 60,5 = Rp. 14,5$$

Biaya penjaminan (*Under writing cost*) = Rp. 1 +

$$\text{Total} = Rp. 15,5$$

Biaya pengapalan (*Floatation cost*) = Rp. 15,5 / 75 = 20,7%

$$K = \frac{D_1}{[(1 - f)P_0]} + g = Rp. \frac{5}{[(1 - 0,207)Rp. 75]} + 0,03 = 11,5\%$$

**Pendekatan CAPM**

Tingkat pengembalian (*rate of return*) yang diharapkan oleh investor dengan menggunakan pendekatan CAPM ini dapat ditulis dengan rumus:

$$K_j = R_f + \beta (K_m - R_f)$$

Keterangan:

$K_j$  = *rate of return* atas saham biasa

$R_f$  = *rate of return* bebas risiko (biasanya tingkat bunga deposito di bank)

$\beta$  = koefisien yang mengukur besarnya fluktuasi *rate of return* saham pasar (*stock market index*). Jika  $\beta > 1$  sama dengan fluktuasi saham bersangkutan lebih besar dan sebaliknya.

$K_m$  = *rate of return* harga saham pasar menurut index

Contoh:

Bila diketahui:  $R_f = 9\%$ ,  $\beta = 1,5$ ,  $K_m = 11\%$

Maka:  $K_j = 9\% + 1,5 (11\% - 9\%) = 12\%$

#### 4. Biaya Laba Ditahan (*cost of retained earning*)

Biaya laba ditahan berkaitan langsung dengan penggunaan modal dari saham biasa. Biaya laba ditahan setara dengan tingkat pendapatan investasi (margin keuntungan) dari saham yang akan diterima oleh investor, setara dengan laba biasa. Dalam contoh sebelumnya, ini berarti biaya laba ditahan adalah 8,69% ( $K_r$ ), yang sama dengan harga saham ( $K_e$ ) (Herispon, et al. 2018). Oleh karena itu, untuk menentukan besarnya laba ditahan dapat dituliskan dengan rumus:

$$K_r = K_e (1 - t) (1 - b)$$

Keterangan:

$t$  = tingkat rata-rata pajak atas dividen. *Income* dari semua pemegang saham (*average tax rate of stock holders*)

$b$  = biaya rata-rata makelar (*average brokerage cost*)

Jika laba ditahan dibagikan kepada pemegang saham dan mereka ingin menginvestasikan kembali dana tersebut dalam saham perusahaan, mereka perlu membayar pajak atas dividen yang diterima dan biaya transaksi kepada perantara untuk memperoleh saham tambahan.

Contoh:

Dalam hubungan dengan data sebelumnya biaya saham biasa 8,69%, *average tax rate* 25%, *brokerage cost* 3%. Hitunglah biaya laba ditahan ( $K_r$ )!

Jawab:

$$\begin{aligned} K_r &= K_e (1 - t) (1 - b) \\ &= 0,0869 (1 - 0,25) (1 - b) \\ &= 0,0632 \text{ atau } 6,32\% \end{aligned}$$

Pajak yang berlaku atas investasi Kembali dari pemegang saham dalam saham biasa ada dua macam pajak yaitu:

- 1) Pajak atas pendapatan dividen (*dividen income*), yang merupakan sasaran pajak pendapatan perseorangan atau *personal income tax rate* (dalam contoh diatas adalah  $t$ ). untuk keseluruhan pemegang saham  $t$  = *average tax rate*.
- 2) Pajak atas keuntungan penjualan barang modal, seperti *capital gain* yang disebut *capital gain tax rate*.

Bila memperhitungkan kedua pajak tersebut, maka biaya laba ditahan dapat ditentukan dengan rumus:

$$Kr = Ke \frac{1 - Tp}{1 - Tq}$$

Keterangan:  $Tp$  = pajak atas pendapatan dividen (*dividen income*)  
 $Tq$  = pajak atas keuntungan modal (*capital gain*)

Contoh:

Diketahui pajak atas pendapatan dividen sebesar 35%, dan pajak atas keuntungan modal sebesar 10%. Berapa besar biaya laba ditahan?

Jawab:

$$Kr = Ke \frac{1 - 0,35}{1 - 0,10} = 6,27\%$$

#### 5. Biaya Modal Rata – rata Tertimbang WACC (*weighted average cost of capital*)

Setelah menjelaskan berbagai elemen modal, kita kemudian harus mengatasi perhitungan biaya modal secara menyeluruh. Untuk menjawab tersebut (Herispon dkk, 2018). Anda dapat menggunakan metode biaya modal rata-rata tertimbang atau WACC dengan rumus:

$$WACC = Ka$$

$$Ka = Wd.Kd ( 1 - t ) + Wp.Kp + Ws.(Kr \text{ atau } Ke)$$

Keterangan:

WACC atau  $Ka$  = biaya modal rata-rata tertimbang

$Wd$  = persentase hutang dari modal

$Wp$  = persentase saham preferen dari modal

$Ws$  = presentase saham biasa atau laba ditahan dari modal

$Kd$  = biaya hutang

$Kp$  = biaya saham preferen

$Kr$  = biaya laba ditahan

$Ke$  = biaya saham biasa baru

$t$  = pajak (dalam persentase)

$W_d$ ,  $W_p$ , dan  $W_s$  didasarkan pada target struktur modal perusahaan yang dihitung dengan nilai pasar mereka. Setiap perusahaan perlu memiliki struktur modal yang dapat mengurangi biaya modal untuk meningkatkan nilai sahamnya.

Alternatif lain untuk menghitung biaya modal rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*) dari seluruh sumber modal adalah sebagai berikut:

1) Bobot historis (*Historical weighth*), yang didasarkan:

- Bobot nilai buku (*book value weighth*)
- Bobot nilai pasar (*market value weighth*)

2) *Marginal weighth*

Penggunaan bobot historis diasumsikan bahwa struktur modal optimal telah ditetapkan dan dipertahankan. Sementara itu, penggunaan bobot nilai buku diasumsikan bahwa modal baru ditambahkan dalam proporsi yang sama dengan struktur modal sebelumnya. Biaya modal rata tertimbang dapat berubah jika terjadi perubahan dalam struktur modal atau biaya dari setiap komponen modal.

Contoh Soal:

Struktur modal yang diinginkan perusahaan adalah 30% utang, 10% saham preferen, dan 60% modal sendiri (semuanya berasal dari laba ditahan). Biaya utang adalah 12%, biaya saham preferen 12,6%, biaya modal sendiri (laba ditahan) adalah 16,5%, dan tarif pajak diketahui sebesar 40%.

Jawab:

$WACC = K_a$

$$\begin{aligned} K_a &= W_d \cdot K_d (1 - t) + W_p \cdot K_p + W_s \cdot (K_r \text{ atau } K_e) \\ &= 0,30 (12\%) (1 - 40\%) + 0,1 (12,6\%) + 0,6 (16,5\%) \\ &= 2,16 + 1,26 + 9,9 \\ &= 13,32\% \end{aligned}$$

## 6. Biaya Modal Marjinal $WMCC$ (*Marginal Weigth Cost of Capital*)

Biaya modal marjinal ( $WMCC$ ) adalah biaya yang dikeluarkan untuk mendapatkan tambahan modal baru dalam bentuk rupiah. Secara umum, biaya modal marjinal cenderung meningkat seiring dengan peningkatan penggunaan modal.

Bagan tersebut menggambarkan biaya rata-rata tertimbang per dolar yang diperoleh perusahaan. Ketika total modal yang baru diperoleh mencapai titik tertinggi, biaya modal akan meningkat jika jumlah ekuitas yang dibutuhkan untuk mendanai anggaran investasi perusahaan melebihi laba

ditahan. Pada titik ini, biaya modal mulai meningkat karena perusahaan perlu mengandalkan modal eksternal yang lebih mahal. (Herispon dkk, 2018).

Contoh:

Sebuah perusahaan membutuhkan tambahan modal sebesar Rp. 500.000.000,-. Modal yang diinginkan adalah:

Biaya-biaya yang harus ditanggung adalah:	
Biaya saham preferen	12,6 %
Biaya laba ditahan	16 %
Biaya hutang sebelum pajak	14 %
Perusahaan berharap dapat menahan laba sebesar	100 juta
Biaya saham biasa baru	16,8 %
Modal internal (dari saham biasa atau laba ditahan)	60 %
Saham preferen	10 %
Tarif pajak	40 %
Hutang	30 %

Hitunglah WACC jika menggunakan laba ditahan!

Jawab:

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} &= W_d \cdot K_d (1 - t) + W_p \cdot K_p + W_s \cdot K_r \\
 &= 0,30 (14\%) (1 - 40\%) + 0,1 (12,6\%) + 0,6 (16\%) \\
 &= 13,38\%
 \end{aligned}$$

### C. FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI WACC

Biaya modal dipengaruhi oleh berbagai faktor yang bervariasi, termasuk beberapa faktor di luar kendali perusahaan, tetapi ada juga faktor yang dipengaruhi oleh kebijakan keuangan dan investasi perusahaan (Astawinetu, 2020).

#### 1. Faktor – factor yang Tidak Dapat Dikendalikan Perusahaan

Dua faktor terpenting di luar kendali langsung perusahaan adalah suku bunga dan tarif pajak (Astawinetu, 2020):

##### a. Tingkat Suku Bunga

Kenaikan suku bunga dalam perekonomian akan menyebabkan kenaikan biaya utang bagi perusahaan, karena mereka harus membayar tingkat bunga yang lebih tinggi kepada pemegang obligasi untuk mendapatkan modal pinjaman. Dalam Model Asset Pricing (CAPM), kenaikan suku bunga juga menyebabkan kenaikan biaya modal untuk ekuitas, saham biasa, dan saham preferen.

## b. Tarif Pajak

Tarif pajak adalah faktor yang sebagian besar di luar kendali perusahaan dan memiliki dampak yang signifikan terhadap biaya modal. Tarif pajak yang digunakan untuk menghitung biaya utang juga digunakan dalam perhitungan WACC, dan ada beberapa cara lain yang kurang jelas bagaimana kebijakan pajak mempengaruhi biaya modal. Sebagai contoh, penurunan tarif pajak capital gain dibandingkan dengan tarif pajak capital gain biasa dapat meningkatkan daya tarik saham, yang mengakibatkan penurunan biaya ekuitas dibandingkan dengan biaya utang.

## 2. Faktor – faktor yang Dapat Dikendalikan Perusahaan

Perusahaan dapat mempengaruhi biaya modalnya melalui kebijakan struktur modal, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi (penganggaran modal) (Astawinetu, 2020).

### a. Struktur Modal

Perusahaan memiliki kemampuan untuk mengubah struktur modalnya, yang dapat berdampak pada biaya modal. Jika perusahaan memilih untuk meningkatkan penggunaan hutang dan mengurangi penggunaan ekuitas, perubahan bobot dalam rumus WACC cenderung mengurangi nilai WACC.

### b. Kebijakan Dividen

Laba ditahan adalah laba yang tidak dibagikan sebagai dividen. Pada tingkat laba tertentu, semakin tinggi rasio pembayaran dividen, maka semakin rendah jumlah laba ditahan. Dampaknya, titik batas laba ditahan bergeser ke arah kiri pada skala MCC.

### c. Kebijakan Investasi

Ketika mengestimasi biaya modal, kami memulai dengan tingkat pengembalian yang disyaratkan atas saham dan obligasi perusahaan yang beredar sebagai dasar. Tingkat biaya ini mencerminkan risiko dari aset yang dimiliki oleh perusahaan.

## 3. Pemasalahan Dalam Biaya Modal

Dalam penerapan biaya investasi perusahaan, perusahaan menemui beberapa permasalahan (Astawinetu, 2020). Yaitu:

### a. Dana yang dihasilkan dari penyusutan (*depreciated-generated funds*)

Salah satu sumber modal penting bagi banyak bisnis adalah pendepresiasiasi, namun kami tidak memasukkan belanja modal dari sumber ini karena dana yang didepresiasi dapat diinvestasikan kembali atau dikembalikan kepada investor (pemegang saham dan kreditor). Biaya modal yang timbul akibat pendepresiasiasi kira-kira setara

dengan biaya modal rata-rata tertimbang dari laba ditahan atau utang dengan biaya rendah.

- b. Perusahaan tertutup  
Perusahaan yang dimiliki secara ketat tidak menjual sahamnya ke publik, yang mengakibatkan sulitnya menentukan tingkat pengembalian yang dibutuhkan oleh pemegang saham (Ks).
- c. Usaha kecil  
Bisnis kecil sering kali dimiliki secara pribadi, sehingga sulit untuk mengestimasi biaya modal ekuitasnya.
- d. Masalah pengukuran  
Mendapatkan data input yang baik untuk CAPM dengan  $g$ , dalam rumus  $K_s = D1/P_0 + g$ , dan untuk premi risiko dengan rumus  $K_s = \text{Obligasi} + \text{premi risiko}$ , merupakan tugas yang sulit. Oleh karena itu, kita tidak pernah dapat memastikan keakuratan perkiraan biaya modal kita.
- e. Biaya modal untuk proyek dengan risiko yang berbeda  
Menilai risiko suatu proyek merupakan tugas yang sangat menantang. Proyek-proyek dengan risiko yang bervariasi akan mempertimbangkan tingkat diskonto yang disesuaikan dengan tingkat risiko mereka dalam proses penganggaran modal.
- f. Bobot struktur modal  
Dalam contoh sebelumnya, struktur modal ditargetkan untuk memudahkan perhitungan WACC, tetapi menentukan struktur modal yang optimal bagi sebuah perusahaan merupakan tantangan yang kompleks.

Meskipun berbagai masalah tersebut ada, estimasi biaya modal sebenarnya tidak buruk. Proses penentuan biaya modal perusahaan yang telah dijelaskan dapat digunakan untuk memproyeksikan biaya modal secara cukup akurat untuk keperluan praktis. Masalah-masalah yang telah disebutkan hanya menunjukkan perlunya perbaikan, tetapi hal ini tidak mengurangi manfaat dari prosedur yang telah dijelaskan dalam konteks penghitungan biaya modal perusahaan.

#### **4. Kegunaan Konsep Biaya Modal**

Biaya modal yang dibahas di atas menghitung biaya sebenarnya dari sumber daya keuangan yang digunakan (Herison, et al. 2018). Manfaat dari konsep biaya modal adalah sebagai berikut:

- a. Untuk mengevaluasi, menolak atau menerima proposal proyek investasi dengan menggunakan biaya penghalang (*hurdle rate*).
- b. Usulan investasi dapat diterima jika menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi biaya modal dari modal yang digunakan untuk investasi tersebut.
- c. Ini adalah tingkat diskonto yang memperhitungkan nilai sekarang ketika menggunakan metode NPV atau indeks profitabilitas.

## 5. Variable- variable Penting yang Mempengaruhi Biaya Modal

- a. Kondisi umum perekonomian  
Faktor ini menentukan tingkat suku bunga bebas risiko atau tingkat pengembalian bebas risiko.
- b. Hak untuk menjual saham suatu perusahaan  
Jika permintaan atas saham meningkat, maka tingkat pengembalian minimum yang diharapkan oleh investor akan menurun, sehingga biaya modal perusahaan akan menjadi lebih rendah.
- c. Keputusan operasional dan keuangan manajemen  
Jika manajemen menyetujui investasi dalam ekuitas yang berisiko tinggi atau sangat bergantung pada utang dan saham preferen, risiko perusahaan akan meningkat. Sebagai akibatnya, investor akan menuntut tingkat suku bunga yang lebih tinggi, yang mengakibatkan biaya modal perusahaan juga meningkat.
- d. Jumlah dana yang dibutuhkan  
Permintaan modal dalam jumlah besar akan mengakibatkan peningkatan biaya modal perusahaan (Riau, 2019).

## 6. Asumsi-asumsi dalam Biaya Modal

- a. Risiko Bisnis bersifat Konstan  
Risiko bisnis adalah tingkat fluktuasi dalam potensi hasil investasi. Tingkat risiko bisnis suatu perusahaan ditentukan oleh strategi manajemen investasinya. Biaya modal adalah ukuran investasi yang sesuai hanya untuk investasi dengan tingkat risiko bisnis yang sebanding dengan aset yang ada.
- b. Risiko Keuangan bersifat Konstan  
Risiko keuangan adalah peningkatan fluktuasi dalam pengembalian saham biasa akibat penggunaan yang lebih tinggi dari utang dan modal saham preferen sebagai sumber pendanaan. Biaya modal dari setiap sumber dana merupakan hasil dari struktur keuangan perusahaan saat ini.

c. Risiko Dividen bersifat Konstan

Asumsi ini penting untuk mengestimasi biaya modal yang terkait dengan kebijakan dividen perusahaan. Asumsi ini menyiratkan bahwa rasio pembayaran dividen (dividen dibagi dengan laba bersih) tetap tidak berubah (Riau, 2019).

**LATIHAN SOAL**

1. Apa yang dimaksud dengan biaya modal (*cost of capital*)?
2. Ada berapa komponen biaya modal? Sebutkan!
3. Sebutkan faktor apa saja yang dapat mempengaruhi biaya modal!
4. Permasalahan apa saja yang dapat ditemukan dalam penerapan investasi perusahaan dalam biaya modal?
5. Apa manfaat menggunakan konsep biaya modal?
6. Variabel seperti apa yang dapat mempengaruhi biaya modal?
7. Jelaskan asumsi yang terdapat pada biaya modal!
8. PT. Hyundai mengeluarkan saham preferen dengan dividen sebesar 3%, diharapkan terjual dengan harga Rp. 70 per lembar. Biaya yang harus dibayar untuk penjualan tersebut diperkirakan sebesar Rp. 5 per lembar. Berapa biaya saham preferen?
9. Never Company menjual obligasi dengan nilai Rp. 500 per lembar. Tingkat bunga tahunan adalah 7%. Jangka waktu obligasi adalah 10 tahun. Penerimaan bersih dari penjualan adalah Rp. 300 per lembar. Tarif pajak marjinal adalah 50%. Hitunglah biaya hutang sebelum pajak dan setelah pajak!
10. Diketahui harga saham biasa saat ini adalah Rp. 90 per lembar, dividen dibayarkan pada akhir tahun pertama sebesar Rp. 7 per lembar, dan tingkat pertumbuhan dividen rata-rata selama 3 tahun adalah 5%. Hitunglah biaya saham biasa saat ini. Jika dilakukan penerbitan saham baru dengan harga jual Rp. 85,50 per lembar dan biaya underwriting Rp. 1 per lembar, hitunglah biaya modal dari penerbitan saham baru tersebut!

## **BAB 2**

# **ESTIMASI ARUS KAS DAN ANALISIS RESIKO**

### **Indikator:**

1. Mahasiswa mampu mengetahui kategori estimasi arus kas
2. Mahasiswa mampu memahami arus kas relevan
3. Mahasiswa mampu menjelaskan latar belakang proyek
4. Mahasiswa mampu menganalisis proyek
5. Mahasiswa mampu mengetahui arus kas
6. Mahasiswa mampu mengidentifikasi jenis risiko proyek

### **A. ESTIMASI ARUS KAS**

Menurut Margaretha (2011) beberapa kategori arus kas yang perlu dipertimbangkan, yaitu sebagai berikut:

1. Arus Kas Keluar/Belanja Modal Awal, yaitu arus kas yang segera diperlukan untuk pengadaan aset dan menyiapkan aset untuk operasional. Contoh: Harga pembelian peralatan, biaya pemasangan, modal kerja, biaya pelatihan, biaya profesional, penghasilan penjualan (perubahan) mesin lama.
2. Arus kas masuk, khususnya arus kas yang berasal dari investasi dan aset baru (cash inflow/ arus kas pendapatan). Penghematan penjualan ekstra, tenaga kerja, bahan bakar, bahan mentah, dan lain-lain adalah beberapa contohnya.
3. Arus kas akhir, atau arus keuangan yang terkait dengan penyelesaian proyek. Contoh: Nilai Sisa dan Investasi Modal Kerja.

### **B. ARUS KAS RELEVAN**

Arus Kas yang relevan merupakan arus kas yang khusus yang harus diperhitungkan ketika mengambil kepastian perencanaan modal. Menurut Darmawan (2021), arus kas yang terkait dengan investasi adalah semua arus kas setelah pajak (pengeluaran awal, arus kas operasi, dan nilai terminal). Hal penting yang perlu diperhatikan dalam arus kas relevan adalah:

#### **1. Perkiraan Kas Harus Dihitung Berdasarkan Dasar Setelah Pajak**

Terlepas dari apakah investasi baru ditambahkan atau investasi yang dulu diganti, target arus kas masuk adalah penambahan (kenaikan/selisih) arus kas masuk karena penambahan atau penggantian investasi jangka panjang. Dalam hal terjadi arus kas keluar, komponen bunga tidak dapat diperhitungkan.

## 2. Biaya Hangus dan Biaya Peluang.

Biaya hangus (*sunk cost*) adalah biaya yang tidak bisa dihindari tanpa memperhatikan apa yang akan terjadi di masa depan (Case & Fair, 2021). Biaya hangus merupakan biaya yang sudah diidentifikasi terdahulu dikomitkan atau sudah berlangsung dan oleh sebab itu tidak berpengaruh oleh keputusan sekarang. Misalnya, untuk membantu bank menemukan bahwa biaya yang dibebankan pada bank sebesar Rp 100.000.000,- dan jumlah ini segera ditanggung untuk meminimalkan pajak tahun 2009. Apakah biaya-biaya di tahun 2009 ini berkaitan dengan keputusan investasi di tahun 2010? Jawabannya tidak. Rp 100.000.000,- adalah biaya dan tidak mungkin menutupi biaya tersebut baik dibangun cabang baru atau tidak.

*Opportunity Cost* adalah jumlah arus kas yang dapat dihasilkan oleh aset bisnis jika aset tersebut tidak digunakan untuk proyek yang sedang dipertimbangkan. Misalnya Bank X sudah memiliki *property* yang cocok untuk lokasi cabang. Saat mengevaluasi pembukaan cabang, haruskah biaya dan harga pembelian *property* diabaikan karena tidak diperlukan pengeluaran tunai tambahan? Jawabannya adalah tidak. Hal ini karena terdapat biaya peluang (*opportunity cost*) dalam pemanfaatan lahan tersebut. Dalam hal ini, *property* bisa dijual seharga Rp 300.000.000,- setelah pajak. Jika lahannya digunakan untuk membangun cabang, peluang menghasilkan pendapatan sebesar Rp 300.000.000,- akan hilang. Perhatikan bahwa harga tanah sebesar Rp 300.000.000,- dalam contoh ini didasarkan pada harga pasar, bukan harga beli tanah tersebut. (Tentu saja harga perolehan tanah juga mempengaruhi jumlah pajak dan biaya peluang setelah pajak).

### Metode garis lurus

$$D = \frac{C-S}{N}$$

Keterangan:

D = Besarnya depresiasi setiap tahun

C = Harga dari investasi

S = *Salvage value* / nilai residu

N = Taksiran umur investasi

$$\text{Book Value} = \text{Harga Aktiva} - \text{Akumulasi Depresiasi}$$

Contoh:

Harga sebuah mesin adalah Rp.15.000.000,-. Dinilai berusia 10 tahun. Berapa nilai bukunya pada tahun ke-5? (nilai residu sebesar Rp.5.000.000,-)

Jawab:

$$D = \frac{\text{Rp.15.000.000} - \text{Rp.5.000.000}}{10} = \text{Rp.1.000.000}$$

$$\text{Book Value} = \text{Rp.15.000.000} - 3 (\text{Rp.1.000.000}) = \text{Rp.9.000.000}$$

### C. LATAR BELAKANG PROYEK

Metode *Net Present Value* (NPV) yang seringkali didukung oleh *Internal Rate of Return* (IRR) dan sejumlah kriteria lainnya, akan digunakan untuk memutuskan apakah akan menerima proyek potensial. Secara konseptual, keputusan seperti ini cukup sederhana: Perusahaan harus menerima NPV positif dan menolak inisiatif dengan NPV negatif karena hanya proyek dengan NPV positif yang berpotensi menghasilkan nilai bagi pemegang saham perusahaan. Secara teori cukup sederhana, namun dalam praktiknya, memperkirakan arus kas itu sulit dan memerlukan kehati-hatian dan pemikiran. Namun, jika kita mengikuti prinsip-prinsip yang dibahas dalam bab ini, kita dapat memperoleh estimasi arus kas yang masuk akal dan NPV yang andal.

Ilustrasikan proses penganggaran modal menggunakan proyek baru yang sedang dipertimbangkan oleh *Brandt Quigley Corporation* (BQC), sebuah perusahaan teknologi yang berbasis di Alaska. Departemen penelitian dan pengembangan BQC telah memanfaatkan keahliannya dalam teknologi mikroprosesor untuk mengembangkan komputer kecil untuk mengendalikan peralatan rumah tangga. Komputer secara otomatis mengontrol sistem pemanas dan pendingin udara, sistem keamanan, pemanas air, tungku listrik, dan bahkan peralatan kecil seperti pembuat kopi. Komputer ini membuat rumah lebih hemat energi dan menghemat cukup uang bagi pemilik rumah rata-rata untuk membayar komputer dalam waktu tiga tahun. Perkembangan komputer kini telah mencapai tahap di mana keputusan harus diambil apakah akan melanjutkan produksi massal. BQC sekarang memiliki divisi menguntungkan yang memproduksi kontrol mekanis (*non-komputerisasi*) yang melakukan tugas yang sama seperti sistem baru. Namun, lebih unggul

dari item saat ini dan akan memungkinkan BQC memperluas pangsa pasarnya di pasar kendali rumah (Brigham & Houtson, 2011).

Ide untuk komputer baru sebenarnya merupakan produk sampingan dari proyek lain di perusahaan tersebut. Manajer penelitian dan pengembangan melihat potensi tersebut dan menyetujui pengeluaran sebesar \$500.000 (setara dengan Rp 4.915.500.000) untuk menguji kelayakan kendali komputer baru. Biaya-biaya ini terjadi pada tahun 2005, dibebankan pada biaya penelitian dan pengembangan umum dan dibebankan untuk keperluan perpajakan pada tahun 2005.

Wakil presiden pemasaran BQC percaya bahwa dengan harga \$3.000 atau Rp 29.139.000 per unit, perusahaan dapat menjual 20.000 unit per tahun, sehingga menghasilkan penjualan tahunan sebesar \$60 juta atau Rp 582.780.000.000 dalam rupiah. Perusahaan membutuhkan kapasitas produksi tambahan, dan BQC memiliki opsi untuk membeli gedung yang ada seharga \$12 juta setara Rp 110.604.000.000 untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Bangunan tersebut telah dilunasi seluruhnya pada tanggal 31 Desember 2006 dan disusutkan untuk tujuan perpajakan dengan menggunakan metode *Modified Accelerated Cost Recovery System* (MACRS) selama 39 tahun masa manfaatnya. BQC memiliki gedung yang tidak terpakai yang tidak dapat digunakan untuk proyek baru ini, namun manajer proyek memutuskan bahwa gedung yang mereka pilih lebih cocok.

Peralatan yang diperlukan akan dibeli dan dipasang pada akhir tahun 2006 dan diharapkan akan dibayar pada tanggal 31 Desember 2006. Peralatan tersebut termasuk dalam kategori MACRS 5 tahun dan akan menelan biaya \$8 juta setara dengan Rp 73.736.000.000, termasuk transportasi dan pemasangan.

Proyek ini memerlukan tambahan investasi modal kerja sebesar \$6 juta (Rp 55.302.000.000), yang juga harus dilakukan paling lambat tanggal 31 Desember 2006. Investasi ini dapat dihapuskan kembali pada akhir periode proyek.

Operasional dimulai pada bulan Januari 2007 dan proyek ini mempunyai perkiraan umur ekonomis selama empat tahun, dari tahun 2007 hingga 2010. Pada akhir tahun 2010, nilai pasar gedung tersebut diperkirakan sebesar \$7,5 juta (Rp 7.500.000), namun nilai bukunya adalah \$10,91 juta (Rp 99.073.710.000). peralatan tersebut seharusnya \$2 juta (Rp 18.162.000.000), tetapi nilai bukunya adalah \$1,36 juta (Rp 12.350.160.000). Biaya produksi variabel diperkirakan sebesar \$2.100 (Rp 19.070.100) per unit, dan biaya overhead tetap, tidak termasuk penyusutan, berjumlah \$8 juta (Rp 72.648.000.000) per tahun.

Tarif pajak federal dan negara bagian marjinal untuk BQC adalah 40% dan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan sebesar 12%. Selain itu, untuk tujuan perencanaan modal, kami berasumsi bahwa arus kas operasi akan tersedia pada setiap akhir tahun fiskal. Pabrik mulai beroperasi pada tanggal 1 Januari 2007, sehingga arus kas operasi pertama terjadi pada tanggal 31 Desember 2007.

## D. ANALISIS PROYEK

### 1. Analisis Proyek dalam Kepastian

Ada dua cara untuk menilai proyek: dua jenis analisis arus kas adalah arus kas yang didiskontokan atau yang sering disebut *Discounted Cash Flow* (DCF) dan arus kas non-diskonto atau *Non – Discounted Cash Flow* (NDCF). *Payback period* (PP) dan *Accounting Rate of Return* (ARR) dimasukkan dalam analisis NDCF, sedangkan *Net Present Value* (NPV) dan *Internal Rate of Return* (IRR) dimasukkan dalam analisis DCF (Wibowo, 2022).

Dalam kebanyakan kasus, Karena analisis DCF berbeda dengan analisis NDCF dalam hal kekuatan teoritis dan praktis NPV dan IRR, maka analisis ini direkomendasikan. Secara teori, metode penilaian proyek NPV lebih baik dibandingkan IRR. Untuk memastikan apakah terdapat keuntungan atau kerugian bersih bagi perusahaan dari investasi pada proyek tersebut, teknik NPV mendiskontokan seluruh arus kas proyek dari sekarang ke masa depan. Jika NPV positif maka proyek tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan; jika nilainya nol, maka hal tersebut hanya akan menghasilkan tingkat pengembalian yang diperlukan dan tidak memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan kekayaan; dan jika negatif, proyek tersebut harus dihindari.

Kriteria Tingkat Pengembalian Internal (IRR) kadang-kadang lebih disukai oleh para analis proyek dan pengambil keputusan dibandingkan teknik NPV, meskipun teknik ini memiliki kelebihan teoritis. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa profesional bisnis seperti manajer biasanya lebih mengenal tingkat pengembalian dibandingkan dengan jumlah uang sebenarnya, kembali ke nilainya. Bagi para pembuat keputusan keuangan, masuk akal untuk menggunakan tingkat pengembalian tahunan (IRR) karena pendapatan investasi, profitabilitas, suku bunga, dan lainnya biasanya dinyatakan sebagai tingkat pengembalian tahunan. Mereka mudah dipahami dan bermanfaat untuk membandingkan profitabilitas investasi yang berbeda. Memanfaatkan NPV dapat menjadi tantangan yang lebih besar bagi para pengambil keputusan dan pelaku bisnis lainnya karena NPV tidak benar-benar mengukur keuntungan dalam kaitannya dengan jumlah yang diinvestasikan dengan menggunakan tingkat pengembalian yang biasa mereka terima.

### Contoh Soal

Diketahui:

Sebuah perusahaan mengusulkan nilai investasi sebesar Rp.350.000.000,- dengan asumsi akan menghasilkan arus kas sebesar Rp.70.000.000,- selama 4 tahun. Perusahaan mengasumsikan IRR sebesar 30% dengan nilai NPV1 sebesar Rp.820.000,- dengan diskonto sebesar 14 % dan NPV2 sebesar Rp.12.000.000,- dengan diskonto sebesar 20 %.

Ditanya:

Apakah bisnis tersebut layak untuk diinvestasikan, dan apakah IRR sesuai?

Jawab:

$$\begin{aligned}
 \text{IRR} &= i_1 + (\text{NPV}_1 : (\text{NPV}_1 + \text{NPV}_2)) \times (i_2 - i_1) \\
 &= 14\% + (\text{Rp.820.000} : (\text{Rp.820.000} + \text{Rp.12.000.000})) \times (20\% - 14\%) \\
 &= 14\% + (0,06\%) \times (6\%) \\
 &= 14\% + 0,36\% \\
 &= 14,36\%
 \end{aligned}$$

Metode komputasi *Internal Regulation* dapat diubah untuk menghindari perangkat aljabar tertentu dalam analisis IRR. Teknik IRR aman untuk digunakan dalam situasi seperti ini. Oleh karena itu, tidaklah tepat untuk menafsirkan meluasnya penggunaan IRR sebagai tanda ketidakmampuan para analis proyek dan pengambil keputusan keuangan.

Untuk proyek yang saling eksklusif, peringkat dan pilihan dibahas memanfaatkan IRR dan NPV. Diskusi ini juga menunjukkan fleksibilitas kriteria NPV. Misalnya saja, jika proyek mempunyai ukuran, ketepatan waktu (atau pola arus kas), atau jangka waktu yang tidak merata, model NPV dapat digunakan untuk membantu peringkatnya. Contoh yang dihitung menunjukkan dua cara untuk mengatasi masalah yang ditemui proyek peringkat yang memiliki masa hidup berbeda mencakup anuitas tahunan dan rantai penggantian biaya yang sebanding. Kedua pendekatan ini adalah adaptasi Metode komputasi *Internal Regulation* dapat diubah untuk menghindari perangkat aljabar tertentu dalam analisis IRR. Teknik IRR aman untuk digunakan dalam situasi seperti ini. Oleh karena itu, penggunaan IRR secara luas tidak boleh dianggap sebagai bukti kurangnya kemampuan analisis proyek dan pembuat keputusan keuangan.

Untuk proyek yang saling eksklusif, peringkat dan pilihan dibahas menggunakan NPV dan IRR. Fleksibilitas kriteria NPV juga ditunjukkan dalam diskusi ini. Misalnya, ditunjukkan bahwa jika proyek memiliki perbedaan ukuran, waktu (atau pola arus kas), atau kehidupan yang tidak setara, model NPV dapat digunakan untuk membantu peringkatnya. Contoh yang dihitung

menunjukkan dua cara untuk mengatasi masalah yang dihadapi proyek peringkat dengan kehidupan yang tidak sama: rantai penggantian dan anuitas tahunan yang setara. Kedua pendekatan ini adalah adaptasi dari aturan dasar NPV.

Meskipun tujuan utama manajemen adalah berinvestasi pada prospek baru guna meningkatkan nilai perusahaan dan menghasilkan lebih banyak uang, penting untuk menilai proyek yang sedang berjalan secara rutin untuk memastikan proyek tersebut masih layak dilakukan. Penghapusan aset yang tidak sesuai perlu dilakukan. Dalam bab ini, analisis dilakukan berdasarkan asumsi berikut:

- a. Ada tujuan untuk memaksimalkan kekayaan perusahaan;
- b. Semua uang yang masuk dan keluar dari proyek diketahui secara pasti;
- c. Tidak ada batasan sumber daya;
- d. Setiap proyek yang menguntungkan dipersilahkan.

### 1) Asumsi Kepastian

Setiap bidang bisnis manusia melibatkan pengambilan keputusan dalam lingkungan yang rumit. Setiap pilihan bergantung pada representasi sederhana dari kompleksitas dunia nyata agar dapat maju. Hal yang sama berlaku untuk keputusan keuangan. Para ahli teori dan analisis keuangan mencoba mengabaikan atau menghilangkan variabel-variabel yang mungkin terlalu rumit atau menantang untuk ditangani, hanya dengan mempertimbangkan aspek-aspek dunia nyata yang relevan dengan keputusan yang dibuat pada saat itu. Bahkan model keuangan paling dasar pun beroperasi dari sudut pandang global yang sangat sempit. Konsep ini didasarkan pada tiga asumsi yang sangat mendasar:

- a) Pengambil keputusan keuangan bersifat rasional karena mereka berusaha meminimalkan risiko untuk memaksimalkan kekayaan;
- b) Pasar keuangan benar-benar kompetitif dan efisien karena tidak ada biaya yang terkait dengan transaksi, informasi, atau pajak;
- c) Masa depan adalah pasti, artinya pada saat ini segala potensi kejadian dan akibat sudah diketahui secara pasti.

### 2) Model Nilai Sekarang Bersih

Nilai sekarang dari arus kas masuk dikurangi nilai sekarang dari arus kas keluar adalah cara menentukan nilai sekarang bersih (NPV) suatu proyek. Arus kas bersih proyek dapat didiskontokan pada tingkat tertentu untuk mendapatkan nilai sekarang bersih (NPV). Arus kas bersih adalah selisih antara arus kas masuk dan arus kas keluar. Tingkat ini, juga dikenal sebagai biaya peluang, tingkat diskonto, atau biaya modal, menunjukkan betapa

sedikitnya uang yang perlu dikumpulkan dari suatu proyek untuk menjaga stabilitas nilai pasar perusahaan. Model utama yang digunakan untuk memutuskan investasi mana yang akan dilakukan adalah model nilai sekarang bersih. Rasionalitas, pasar sempurna, kepastian adalah tiga asumsi dasar yang memandu pengembangan dan penerapan awal model ini. Lebih mudah untuk memahami bagaimana model dan hasilnya bekerja di dunia nyata yang rumit ketika struktur dan penerapan model dalam versi ringkas ini dijelaskan. Kasus pertama langsung melonggarkan premis bahwa ada pasar persaingan yang sangat efisien dengan memperkenalkan pajak. Di sisi lain, seringkali tidak tepat untuk membuat premis bahwa investor adalah orang yang rasional; jika tidak, pengambilan keputusan tidak dapat dilakukan. Mereka yang tidak mengetahui risiko dan tidak memiliki akal sehat akan puas dengan pilihan apa pun yang mereka ambil dan hasil apa pun yang tidak terduga.

Model nilai sekarang menentukan kenaikan atau penurunan kekayaan perusahaan untuk investasi konvensional, di mana hanya ada satu pengeluaran modal pada tahun pertama suatu proyek, dengan mendiskontokan seluruh arus kas terminal dan operasi bersih di masa depan dan menghitungnya terhadap pengeluaran modal awal. Berikut adalah beberapa asumsi yang digunakan dalam pembuatan dan penerapan model dan keputusan NPV ini:

- a) Terdapat kepastian mutlak atas arus kas keluar awal dan seluruh arus kas berikutnya.
- b) Ada pengetahuan yang terus-menerus dan pasti tentang tingkat diskonto
- c) Belanja modal untuk tahun pertama dimulai pada saat itu.
- d) Semua arus kas operasi terjadi pada akhir tahun.
- e) Korporasi memperlakukan arus kas keluar sebagai hal negatif dan arus kas masuk sebagai hal positif.
- f) Ketersediaan modal dan sumber daya lainnya tidak dibatasi.
- g) Semua proyek dengan NPV positif akan diterima oleh perusahaan.

Kepastian adalah kepastian bahwa perkiraan kuantitas akan diterima pada saat diperkirakan terjadi, meskipun arus yang akan datang harus diantisipasi atau diperkirakan. Penerimaan keputusan dan hasil difasilitasi oleh kepastian. Selain itu, tingkat diskonto diperkirakan. Arus kas masa depan harus didiskontokan pada tingkat yang mencerminkan nilai waktu uang berdasarkan asumsi kepastian. Selain nilai waktu uang, pengembalian aset berisiko, seperti investasi pasar saham, juga mencakup komponen yang disebut premi risiko yang berfungsi untuk memitigasi risiko atau ketidakpastian pengembalian yang diharapkan. Tingkat diskonto yang diproyeksikan untuk "aset bebas risiko" hanya memperhitungkan nilai waktu

dari uang. Dua contoh aset keuangan bebas risiko adalah obligasi pemerintah dan deposito bank yang diasuransikan. Anda dapat menggunakan tingkat pengembalian aset ini sebagai tingkat diskonto, asalkan waktu jatuh tempo aset tersebut sesuai dengan cakrawala perencanaan proyek.

Sangat penting untuk menggunakan tanda plus atau minus yang benar saat menentukan arus kas. Ini juga penting untuk menjamin bahwa perhitungan terkomputerisasi menggunakan penanda yang sesuai. Paket komputer tertentu telah menyimpulkan sinyal arus kas dalam rumus NPV, sementara paket komputer lainnya tidak. Keseluruhan nilai tersebut merupakan penambah nilai perusahaan. Setiap proyek dengan nilai sekarang bersih (NPV) positif akan disetujui oleh manajemen rasional, sedangkan proyek apa pun dengan NPV negatif akan ditolak.

Contoh soal:

Proyek ABC membutuhkan pengeluaran awal sebesar Rp 12.500.000,- akan memiliki arus kas masuk sebesar Rp.3.500.000,- pada tahun 1, Rp 5.000.000,- pada tahun 2 dan Rp .8.000.000,- pada tahun 3. Tingkat diskonto adalah 6% per tahun. Perhitungannya adalah:

$$\begin{aligned}
 \text{NPV} &= C_0 + \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} \\
 &= -12.500.000 + \frac{3.500.000}{(1,06)^1} + \frac{5.000.000}{(1,06)^2} + \frac{8.000.000}{(1,06)^3} \\
 &= \text{Rp. } 1.968.823
 \end{aligned}$$

### 3) Metode Penilaian Proyek Lainnya

Metode tingkat pengembalian internal (IRR), yang merupakan arus kas yang didiskontokan, kadang-kadang digunakan sebagai metrik NPV tambahan. Meskipun memiliki banyak kelemahan, teknik arus kas non-diskonto seperti periode pengembalian (PP) dan tingkat pengembalian akuntansi (ARR) tetap diterapkan dalam beberapa keadaan. Kadang-kadang, PP dan NPV digunakan secara bersamaan, khususnya dalam kasus di mana kriteria NPV adalah metode yang paling tepat. Sangat membantu untuk memahami kelebihan dan kekurangan teknik ini agar dapat menggunakan yang terbaik guna penilaian investasi.

#### a) Tingkat Pengembalian Internal

Karena IRR merupakan tingkat pengembalian, oleh sebab itu diartikan sebagai tingkat maksimum di mana arus kas masa depan dapat didiskontokan untuk menjadikan nilai sekarang bersih *Net Profit Margin* (NPV) proyek menjadi nol. Konsekuensinya, jika tingkat pengembalian internal (IRR) proyek melebihi tingkat pengembalian yang disyaratkan, maka proyek tersebut harus diterima. Karena tidak ada rumus

matematika yang dapat diselesaikan untuk proyek yang umur ekonomisnya dapat mencapai beberapa tahun, angka ini biasanya ditentukan melalui *trial and error* menggunakan program komputer.

b) Tingkat Pengembalian Akuntansi

Penentuan rasio yang difungsikan sebagai variabel keputusan, tingkat pengembalian akuntansi menggunakan data pendapatan akuntansi. Perlu diingat bahwa arus kas tidak sama dengan pendapatan akuntansi. Rata-rata pendapatan akuntansi tahunan dibagi dengan nilai aset dikenal sebagai rasio ARR.

## E. ANALISIS PROYEK DALAM RISIKO

Analisis proyek saat tidak ada risiko. Namun, arus kas masa depan suatu proyek tidak dapat diprediksi dan sulit diperkirakan. Ini merupakan perkiraan kejadian di masa depan, bukan jaminan atas apa yang akan terjadi. Kadang-kadang bahkan belanja modal pertama pun bersifat ambigu dan rentan terhadap kesalahan estimasi yang signifikan.

Risiko biasanya merujuk mengenai potensi cedera atau ke tidakuntungan. Frasa ini biasanya digunakan di bidang keuangan untuk merujuk pada potensi kerugian finansial atau keuntungan tak terduga. Tidak logis untuk mengklasifikasikan kemungkinan menerima lebih dari yang diantisipasi sebagai risiko.

Istilah "risiko" dan "ketidakpastian" kadang-kadang digunakan untuk membedakan satu sama lain. Karena istilah "ketidakpastian" digunakan untuk mengkarakterisasi keadaan di mana kemungkinan suatu peristiwa tertentu tidak diketahui, ketidakpastian didefinisikan sebagai variabilitas acak yang membuat parameter distribusi probabilitas tidak dapat dipastikan, misalnya jika tidak ada data observasi yang dapat digunakan sebagai landasan untuk mengambil kesimpulan. Ketika semua kemungkinan yang mungkin terjadi diketahui, suatu situasi dikatakan "berisiko". Misalnya, data sebelumnya mungkin telah diperhitungkan saat memperkirakan probabilitas ini.

Perbedaan antara risiko dan ketidakpastian tampaknya tidak mempunyai arti realistis karena dua alasan. Pertama, dalam percakapan sehari-hari, "risiko" mengacu pada keadaan apa pun yang memungkinkan terjadinya hasil yang tidak menguntungkan. apakah probabilitas diketahui atau tidak. Yang pertama adalah bahwa istilah "risiko" digunakan untuk merujuk pada situasi apa pun yang melibatkan kemungkinan hasil yang tidak diinginkan. Kedua, lingkungan dunia nyata hampir tidak pernah ada meja permainan, di mana kemungkinan sudah diketahui. Praktiknya, sebagian besar peristiwa masa lalu tidak dapat diulang, jadi tidak mungkin untuk membuat estimasi atau penurunan yang akurat dari distribusi probabilitas dari hasil yang diharapkan

di masa depan dari, katakanlah, arus kas proyek. Perkiraan ini tidak selalu akurat. Saat ini, istilah "risiko" dan "ketidakpastian" sering digunakan secara bergantian. Namun, dalam buku ini, istilah "risiko" dan "ketidakpastian" digunakan dalam pengertian yang lebih umum untuk mencakup situasi di mana hasilnya tidak diketahui dengan pasti, meskipun probabilitasnya diketahui.

## **F. ANALISIS ARUS KAS**

### **1. Arus Kas Dengan Laba Akuntansi**

Bukan laba bersih, namun arus kas yang diantisipasi dari proyek BQC yang harus dihitung. Tingkat penyusutan akuntan perusahaan dikatakan bukan tingkat penyusutan yang diperbolehkan pajak untuk menentukan laba bersih. Laba yang diatribusikan kepada pemegang saham juga tercermin dalam laba bersih. Karena tidak semua investor memiliki akses terhadap biaya bunga, biaya tersebut dapat dikurangkan.

Selain itu, investasi dalam modal kerja tidak dikurangkan dan penebusannya tidak diperhitungkan. Pendapatan bersih dan arus kas biasanya tidak sama karena hal ini dan sejumlah alasan yang lain. Meskipun semua mempunyai peran tersendiri dalam pengelolaan keuangan, arus kas proyeklah yang relevan dalam penganggaran modal, bukan laba akuntansi.

### **2. Waktu Penggunaan Arus Kas**

Arus kas harian pada prinsipnya akan jauh lebih unggul dibandingkan arus kas tahunan. Karena kita tidak dapat memprediksi dengan tepat periode harian secara sepuluh hari atau lebih di masa depan, peramalan dan arus kas harian akan sangat memakan biaya dan tidak lebih akurat dibandingkan perkiraan tahunan. Oleh karena itu, kami biasanya memperkirakan bahwa seluruh arus kas akan selesai pada akhir tahun. Perhatikan bahwa pada proyek yang arus kasnya dapat sangat mudah diperkirakan, memprediksi bahwa arus kas dibuat pada pertengahan tahun (atau justru seperempat bulan atau bulanan) akan berguna; tetapi kepada semua tujuan, kita berpendapat arus kas diterima di akhir tahun.

### **3. Arus Kas Tambahan**

Arus kas tambahan atau *Incremental Cash Flow* didefinisikan sebagai arus kas yang pasti timbul saat perusahaan melaksanakan proyek.

#### 4. Proyeksi Pengganti

Ada dua kategori proyek: proyek pengganti, di mana organisasi mengganti asetnya saat ini, dan proyek perluasan, di mana perusahaan melakukan investasi, seperti *Home Depot*. umumnya meminimalkan biaya. Misalnya, seharusnya *Home Depot* mengganti truk ekspedisi barang barangnya. Keuntungannya adalah meminimalkan bahan bakar dan juga pemeliharaan, dan truk baru yang berbina bisa meningkatkan gambaran perusahaan dan menyurutkan polusi.

#### 5. Biaya Tertanam

Biaya tertanam atau biasa disebut *Sunk Cost* adalah pengeluaran dari masa lalu yang tidak dapat diperoleh kembali di masa depan, terlepas dari apakah proyek tersebut dilaksanakan atau tidak saat memplaning modal, berikan perhatian khusus untuk pertumbuhan arus kas di masa depan. Kami ingin mengetahui apakah investasi baru akan menghasilkan arus kas tambahan yang cukup untuk membenarkan investasi tambahan tersebut. *Sunk cost* tidak relevan dengan analisis penganggaran modal karena biaya tersebut terjadi pada masa lalu dan tidak bisa didapatkan lagi terlepas dari proyek.

#### 6. Biaya Kesempatan (*Opportunity Cost*)

Biaya Kesempatan atau biasa disebut dengan *Opportunity Cost*, yaitu arus kas yang akan diperoleh dari aset yang dipunyai suatu perusahaan jika aset tersebut tidak digunakan dalam proyek yang sedang dipertimbangkan.

Sebagai latar belakang, perlu diingat bahwa BQC memiliki gedung yang dapat digunakan untuk proyek komputer. Manajemen memutuskan untuk membeli gedung baru daripada menggunakan gedung milik perusahaan. Namun, untuk menggambarkan hal ini, katakanlah sebuah perusahaan memutuskan untuk menggunakan gedung yang sudah ada. Karena perusahaan sudah memiliki gedung tersebut, perusahaan tidak perlu lagi mengeluarkan \$12 juta (Rp 110.604.000.000) untuk membeli gedung baru. Apakah ini berarti kita harus mengecualikan biaya tersebut dari analisis, yang jelas akan menghasilkan perkiraan NPV lebih dari \$5,166 miliar (Rp 47.615.022.000.000)? Jawabannya adalah sebaiknya harus menghilangkan arus kas yang terkait dengan gedung baru dan memasukkan biaya peluang yang terkait dengan gedung yang ada sebagai biaya tunai. Misalnya, jika nilai pasar sebuah bangunan sebelum pajak dan biaya perantara adalah \$13 juta (Rp 119.821.000.000). BQC akan menyediakannya jika BQC menggunakan bangunan tersebut untuk proyek komputer. Oleh karena itu, kerugian sebesar tersebut pada proyek ini perlu diimbangi sebagai biaya peluang.

## 7. Eksternalitas

Permasalahan potensial lainnya adalah eksternalitas, atau dampak proyek terhadap bagian lain perusahaan atau lingkungan. Seperti disebutkan di bagian latar belakang, BQC saat ini menghasilkan kontrol mesin yang menguntungkan, namun kontrol komputer baru akan memerlukan beberapa upaya tersebut. Oleh karena itu, suatu proyek baru akan menghasilkan arus kas positif, namun juga akan mengurangi sebagian arus kas perusahaan saat ini. Jenis eksternalitas ini, dimana perusahaan baru mengambil alih operasional perusahaan yang sudah ada, disebut efek kanibalisasi. Arus kas yang hilang harus dialokasikan ke proyek-proyek baru. Namun jika ternyata perusahaan tidak membuat produk baru tersebut, maka arus kas sebelumnya tetap hilang karena ada perusahaan lain yang membuat produk baru tersebut. Dalam hal ini, tidak perlu menambah beban baru pada proyek baru. Semua ini mempersulit penentuan dampak kanibalisasi, karena Anda perlu memperkirakan perubahan pendapatan dan biaya serta kapan perubahan tersebut akan terjadi.

Namun, kanibalisme bisa sangat serius, jadi kita harus mempertimbangkan konsekuensi yang mungkin terjadi. Perhatikan bahwa pengaruh eksternal bisa positif atau negatif. Misalnya, BQC juga memproduksi oven konveksi yang mahal, dan unit kontrol baru akan membuat oven ini lebih efisien dan mudah digunakan. Dalam hal ini, proyek pengontrol dapat meningkatkan penjualan oven. Sebagian dari arus kas tambahan segmen Tungku harus mengalir ke proyek-proyek pengendali. Arus kas langsung suatu proyek seringkali tidak cukup untuk menghasilkan NPV positif. Namun mengingat dampak tidak langsungnya, proyek ini dinilai sebagai proyek yang baik.

Perusahaan juga harus mengatasi eksternalitas lingkungan. Misalnya, produksi komputer baru dapat menghasilkan gas dengan bau yang menyengat, yang meskipun tidak cukup untuk memicu tindakan pemerintah, namun dapat menciptakan suasana tidak sehat di lingkungan pabrik. Suasana tidak sehat ini mungkin tidak terlihat dalam analisis arus kas, namun tetap harus diperhatikan. Mungkin kita dapat mengatasi masalah ini dengan pengeluaran yang relatif kecil sekaligus melindungi perusahaan Anda dari potensi kerugian besar yang sulit diukur di masa depan.

## G. ESTIMASI RESIKO PROYEK

Jelas bahwa perusahaan yang lebih berisiko memerlukan investasi awal yang lebih besar, namun memperkirakan risiko suatu proyek seringkali sulit. Pertama-tama, perhatikan bahwa terdapat 3 macam risiko unik yang berlainan dapat diidentifikasi, yaitu sebagai berikut:

### 1. Risiko yang Berdiri Sendiri

Yaitu risiko suatu proyek yang tidak memperhitungkan fakta bahwa: Portofolio aset perusahaan mencakup proyek hanya sebagai satu proyek, dan perusahaan biasanya memiliki satu saham dalam portofolio investor. Namun, variabilitas hasil prediksi suatu proyek berfungsi sebagai indikator risiko independen.

### 2. Risiko Perusahaan atau Risiko di dalam Perusahaan

Merupakan risiko proyek perusahaan. Kami memperhitungkan kenyataan bahwa sebagian risiko dihilangkan melalui diversifikasi di dalam perusahaan, karena proyek tersebut hanya mencerminkan sebagian dari portofolio aset perusahaan. Pengaruh suatu proyek terhadap ketidakpastian profitabilitas perusahaan di masa depan berfungsi sebagai indikator risiko perusahaan.

### 3. Risiko Pasar atau Beta

Pemegang saham yang terdiversifikasi dengan baik dapat menilai tingkat risiko suatu proyek karena mereka memahami bahwa proyek tersebut hanyalah salah satu aset perusahaan dan bahwa saham perusahaan merupakan bagian yang sangat kecil dari portofolio secara keseluruhan. Pengaruh proyek terhadap koefisien beta perusahaan digunakan untuk menghitung risiko pasar.

## LATIHAN SOAL

1. Jelaskan faktor-faktor penting yang harus dipertimbangkan oleh arus kas relevan?
2. Jelaskan apa perbedaan antara biaya hangus (*sunk cost*) dan biaya peluang (*opportunity cost*)! dan berikan contohnya!
3. Apa saja jenis-jenis risiko yang perlu dipertimbangkan dalam analisis risiko proyek? Jelaskan!
4. Sebutkan tiga kategori arus kas yang perlu dipertimbangkan dalam estimasi arus kas!
5. Apa yang dimaksud dengan NPV, dan asumsi apa yang dibuat ketika mengembangkan dan menerapkan model NPV?
6. Bagaimana cara menghitung NPV/nilai sekarang bersih?
7. Sebutkan tiga asumsi sederhana yang ada pada asumsi kepastian!
8. Proyek buana membutuhkan pengeluaran awal sebesar Rp.21.500.000,- akan memiliki arus kas masuk sebesar Rp.6.500.000,- pada tahun 1, Rp.8.000.000,- pada tahun 2 dan Rp.13.000.000,- pada tahun 3. Tingkat diskonto adalah 10% setiap tahun. Hitunglah NPV!

9. Harga sebuah mesin adalah Rp.30.000.000,- Dinilai berusia 5 tahun. Berapa nilai bukunya pada tahun ke-10? (nilai residu sebesar Rp.10.000.000,-)
10. Sebuah perusahaan mengusulkan nilai investasi sebesar Rp.250.000.000,- dengan asumsi akan menghasilkan arus kas sebesar Rp.50.000.000,- selama 5 tahun. Perusahaan mengasumsikan IRR sebesar 25% dengan nilai  $NPV_1$  sebesar Rp.920.000,- dengan diskonto sebesar 15% dan  $NPV_2$  sebesar Rp.10.000.000,- dengan diskonto sebesar 20 %.  
Ditanya: Apakah bisnis tersebut layak untuk diinvestasikan, dan apakah IRR sesuai?



## BAB 3

# CAPITAL STRUCTURE AND LEVERAGE

### INDIKATOR:

1. Mahasiswa mampu mendefinisikan struktur keuangan dan biaya modal
2. Mahasiswa mampu menjelaskan tentang konsep *leverage* keuangan dan resiko
3. Mahasiswa mampu menjelaskan risiko bisnis keuangan
4. Mahasiswa mampu menjelaskan penetapan struktur modal yang optimal
5. Mahasiswa mampu menjelaskan analisis likuiditas dan arus kas
6. Mahasiswa mampu memahami teori struktur modal

### A. DEFINISI STRUKTUR KEUANGAN DAN BIAYA MODAL

Struktur keuangan menunjukkan bagaimana suatu bisnis harus menukarkan asetnya. Pada dasarnya, struktur keuangan ditunjukkan dalam neraca bersama dengan batas kreditnya. Struktur keuangan ini menunjukkan komposisi utang lancar, modal dan obligasi.

Menurut Widiarti (2020), biaya modal atau harga penawaran adalah jumlah yang harus dibayarkan suatu usaha untuk mencapai penawaran yang optimal yang bersumber dari surat berharga, saham istimewa, kewajiban, bahkan keuntungan tertunda yang dilakukan untuk membiayai suatu investasi atau operasi bisnis tertentu. Kebanyakan orang beranggapan bahwa tingkat bunga pinjaman yang diperoleh dari simpanan bank hanya sebatas tingkat bunga yang ditetapkan bank dalam syarat-syarat perjanjian pinjaman (bunga kontraktual).

Harga penawaran dimanfaatkan untuk memperoleh kuantitas harga yang dibayarkan oleh suatu usaha untuk memenuhi kebutuhannya. Karena akun ini merupakan beban, biaya komisi kadang-kadang disebut sebagai jumlah keuntungan minimal yang harus dihasilkan oleh suatu bisnis untuk menghindari kerugian.

Istilah harga penawaran mengacu pada kewajiban dan modal yang muncul dari susunan penawaran, sehingga simetri penawaran yang optimal juga merupakan susunan penawaran yang ideal (Firmansyah *et al.*, 2021) Harga penawaran dievaluasi secara internal oleh emiten untuk melihat apakah cocok menggunakan dana harian untuk melaksanakan rencana penawaran. Penanam modal menaksirkan harga penawaran sebagai tolok ukur manajemen risiko terkait dengan investasi uang dalam rencana penawaran.

Brigham dan Houston (2018) menguraikan bahwasanya harga penawaran menggambarkan kualitas pemulihan yang dikenalkan penanam modal atas suatu efek bagi emiten. Dapat diartikan bahwa harga penawaran suatu emiten adalah presentase yang harus dibayarkan emiten untuk memberi kepuasan para penanam modalnya. Menerapkan rata-rata tertimbang harga utang emiten dan pembagian penawaran (harga penawaran) merupakan cara pengurangan modal. Penanam modal menggunakan penawaran harga untuk menentukan kuantitas penawaran yang diperlukan untuk memajukan rencana penawaran.

## **B. KONSEP LEVERAGE KEUANGAN DAN RESIKO**

Penggunaan utang suatu bisnis adalah kemampuannya untuk memanfaatkan kekayaan atau kewajiban dengan beban tetap (misalnya saham dan obligasi) untuk mendukung tujuan bisnis dalam memaksimalkan nilai pemegang saham (Saad & Abdillah, 2019)

Secara sederhana penggunaan utang dapat diibaratkan sebagai “tuas”. Tuas biasanya dimanfaatkan sebagai alat penopang beban bervolume sedang. Penggunaan utang memiliki arti sejenis di bidang keuangan. Lebih khusus lagi, penggunaan utang dapat dimanfaatkan sebagai opsi untuk meningkatkan ambang batas pengembalian yang diinginkan. Ada dua jenis penggunaan utang sebagai berikut: (1) Penggunaan Utang Usaha, dan (2) Penggunaan Utang Keuangan

### **1. Penggunaan Utang Usaha**

Menurut Hanafi (2018), penggunaan utang usaha dapat didefinisikan sebagai sejauh mana suatu bisnis menggunakan biaya operasionalnya. Biaya operasional seringkali bersumber dari harga tenaga kerja, harga produksi, serta harga *overhead* (seperti imbalan kerja). Kebalikannya adalah variabel operasional (harga). Penggunaan utang usaha yang signifikan suatu perusahaan ditentukan oleh struktur aktifnya. Ketika rasio aktif terhadap total aktif lebih tinggi, penggunaan utang usaha juga lebih tinggi. Penggunaan utang usaha yang lebih besar berarti struktur keuangan yang lebih tinggi. Hal ini disebabkan karena bisnis dapat beroperasi dengan harga variabel dan dapat melakukan penyeimbangan harga operasional (Sartono, 2001)

Menurut Blocher *et al.*, (1999) penggunaan utang usaha adalah rasio margin kontribusi terhadap laba. Rasio penggunaan utang usaha yang tinggi menunjukkan tingkat risiko yang lebih tinggi karena perubahan transaksional yang berdampak negatif terhadap pendapatan. Setiap bisnis memiliki rasio penggunaan utang usaha yang konsisten dengan strategi keseluruhannya. Misalnya, bisnis yang memegang posisi dominan di pasar akan memiliki penggunaan utang yang lebih tinggi untuk memaksimalkan keuntungannya.

Sebaliknya, bisnis yang lebih matang akan memiliki strategi dengan rasio penggunaan utang yang lebih tinggi.

Jika bisnis tidak menggunakan harga tetap, atau hanya memiliki variabel, maka bisnis akan dikatakan untung. Ketika suatu bisnis mengurangi aktivitasnya, pengeluarannya pun akan menurun secara seimbang. Ketika nilai jual lebih besar dari harga variabel, maka bisnis terkena dampak negatif. Jika suatu bisnis memutuskan untuk tetap menggunakan strategi penetapan harga aslinya, akan ada jumlah minimum yang harus diproduksi dan dijual oleh bisnis tersebut untuk menghindari kerugian. Namun, bisnis memiliki banyak pengaruh dalam hal penggunaan utang operasionalnya. Meskipun menggunakan operasi yang lebih, penggunaan utang umumnya meningkatkan risiko bisnis atau proyek, menggunakan operasi yang lebih penggunaan utang juga meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan.

Contoh pengeluaran variabel emiten yaitu biaya karyawan yang ditentukan oleh output yang diciptakan (seperti biaya karyawan untuk sehari bekerja pada suatu usaha rokok yaitu sebesar Rp 155.000 per batang rokok yang diproduksi). Perbedaan susunan variabel konstan memiliki dampak yang berbeda dengan ancaman dan laba yang diinginkan oleh emiten.

Bisnis dengan rasio tetap harga yang tinggi (dibandingkan dengan rasio harga variabel) disebut memiliki penggunaan utang usaha yang besar. Artinya, pasar memiliki rasio penggunaan utang (*Degree of Operating*) yang cukup besar. Penyesuaian kecil dalam perdagangan menghasilkan perubahan margin keuntungan yang besar (lebih sensitif). Jika suatu emiten mempunyai penggunaan utang usaha (DOL) yang besar, maka akan meningkatkan penjualan dan keuntungan yang besar. Tetapi jika penjualan mengalami penurunan ekstrim, akan memberikan dampak kerugian bagi emiten. Oleh karena itu, tingkat penggunaan utang operasi (DOL) yakni pisau ibarat menjadi dua kali lipat dan berpotensi menguntungkan sekaligus merugikan.

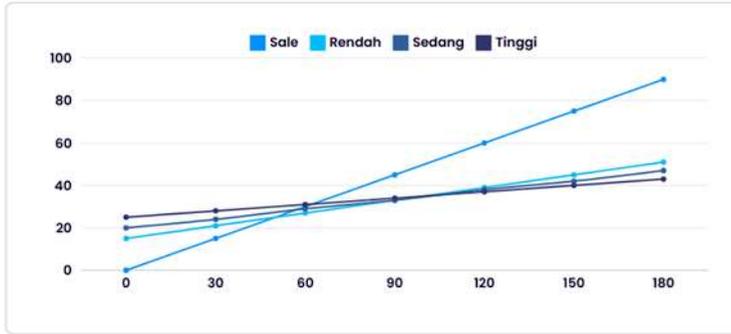
*Degree of Operating Leverage* (DOL) memberikan gambaran bagi emiten tentang risiko usahanya. Penggunaan utang usaha dapat disesuaikan menggunakan DOL berdasarkan ambang batas volume produksi saat ini. Seiring dengan meningkatnya DOL, risiko bisnis juga meningkat karena semakin banyaknya utang yang belum dibayar yang menjadi tanggung jawab perusahaan (Kadafi & Rimawan, 2021)

Misalkan emiten sedang mempertimbangkan tiga pilihan beban tetap operasional: (1) maksimal, (2) medium, dan (3) minimum. Tabel di bawah ini diringkas untuk menjadi informasi yang relevan.

Tabel 3.1 Penggunaan Utang Usaha

Unit Terjual	Penjualan	Biaya Tetap	Biaya Variabel	Total Biaya	Profit
<b>A. Biaya Tetap Rendah</b>					
Harga Produk: Rp 500,00/Unit, Biaya Tetap: 15 juta, Biaya Variabel: Rp 200,00/Unit					
0	0	15.000.000	0	15.000.000	(-)15.000.000
30.000	15.000.000	15.000.000	6.000.000	21.000.000	-6.000.000
60.000	30.000.000	15.000.000	12.000.000	27.000.000	3.000.000
90.000	45.000.000	15.000.000	18.000.000	33.000.000	12.000.000
120.000	60.000.000	15.000.000	24.000.000	39.000.000	21.000.000
150.000	75.000.000	15.000.000	30.000.000	45.000.000	30.000.000
180.000	90.000.000	15.000.000	36.000.000	51.000.000	39.000.000
<b>B. Biaya Tetap Sedang</b>					
Harga Produk: Rp 500,00/Unit, Biaya Tetap: 20 juta, Biaya Variabel: Rp 150,00/Unit					
0	0	20.000.000	0	20.000.000	(-)20.000.000
30.000	15.000.000	20.000.000	4.500.000	24.500.000	-9.500.000
60.000	30.000.000	20.000.000	9.000.000	29.000.000	1.000.000
90.000	45.000.000	20.000.000	13.500.000	33.500.000	11.500.000
120.000	60.000.000	20.000.000	18.000.000	38.000.000	22.000.000
150.000	75.000.000	20.000.000	22.500.000	42.500.000	32.500.000
180.000	90.000.000	20.000.000	27.000.000	47.000.000	43.000.000
<b>C. Biaya Tetap Tinggi</b>					
Harga Produk: Rp 500,00/Unit, Biaya Tetap: 25 juta, Biaya Variabel: Rp 100,00/Unit					
0	0	25.000.000	0	25.000.000	(-)25.000.000
30.000	15.000.000	25.000.000	3.000.000	28.000.000	-13.000.000
60.000	30.000.000	25.000.000	6.000.000	31.000.000	-1.000.000
90.000	45.000.000	25.000.000	9.000.000	34.000.000	11.000.000
120.000	60.000.000	25.000.000	12.000.000	37.000.000	23.000.000
150.000	75.000.000	25.000.000	15.000.000	40.000.000	35.000.000
180.000	90.000.000	25.000.000	18.000.000	43.000.000	47.000.000

Kenali *trade-off* antara variabel dan konstanta. Apabila emiten memilih menggunakan harga tetap, maka emiten akan memiliki variabel konstanta lebih tinggi dan sebaliknya. Tabel di atas menunjukkan bahwa jika emiten dengan tingkat penggunaan utang usaha (DOL) yang minim (harga tetap minim) dengan tingkat penjualan yang minim, maka emiten tersebut akan mendapatkan keuntungan besar. Namun, ketika penjualan maksimal emiten lebih baik meningkatkan penggunaan utang usaha (DOL). Grafik berikut menggambarkan keempat pilihan alternatif tersebut dalam format grafik.



**Gambar 3 1 Perbandingan Laba untuk Alternatif DOL**

Grafik di atas menunjukkan bahwa pilihan harga tetap rendah memiliki kemiringan yang lebih curam dibandingkan harga tetap tinggi, namun juga memiliki titik potong yang lebih curam. Titik potong dengan penjualan, atau titik impas (TBE), menunjukkan angka yang paling rendah sebagai alternatif penggunaan utang minim.

Titik impas (TBE) untuk ketiga opsi tersebut dapat dihitung sebagai berikut:

$$TBE = \frac{\text{Biaya Tetap}}{\text{Harga per unit} - \text{Biaya variabel per unit}}$$

$$TBE a = \frac{15.000.000}{(500-200)} = 50.000 \text{ unit}$$

$$TBE b = \frac{20.000.000}{(500-150)} = 57.143 \text{ unit}$$

$$TBE c = \frac{25.000.000}{(500-100)} = 62.500 \text{ unit}$$

Volatilitas titik impas menunjukkan bahwa alternatif penggunaan utang usaha dengan volatilitas tinggi memiliki titik impas terminim. Titik impas ini menunjukkan bahwa risiko penggunaan utang alternatif tertinggi adalah yang perlu dicapai untuk mencapai titik impas.

Menurut Hanafi (2018), penggunaan utang usaha merupakan dampak harga operasional suatu bisnis terhadap kemampuannya dalam memenuhi kewajibannya. Artinya, dampak volume perdagangan (Q) pada keuntungan sebelum dikurangi pajak (EBIT). Penggunaan utang usaha terbesar diukur dengan DOL yang dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

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

$$DOL = \frac{\Delta \text{ profit / profit}}{\Delta Q / Q}$$

Profit bisa ditulis sebagai berikut:

$$\text{Profit} = P = (c \cdot Q) - F$$

Dimana

- c : margin kontribusi = (P – V)
- P : harga produk per unit
- V : biaya variabel per unit
- Q : jumlah unit produk yang terjual
- F : biaya tetap

DOL

$$\begin{aligned} &= (\Delta P/P) / (\Delta Q/Q) \\ &= \{\Delta (cQ - F)\} / (cQ - F) / (\Delta Q/Q) \\ &= \{c\Delta Q - \Delta F\} / (cQ - F) / (\Delta Q/Q) \quad \text{karena } \Delta F = 0, \text{ (biaya tetap),} \\ &\text{maka:} \\ &= (c\Delta Q \cdot Q) / (cQ - F) \Delta Q \\ &= c \cdot Q / (cQ - F) \end{aligned}$$

Pada level Q = 120.000 unit, DOL untuk ketiga pilihan harga tetap di atas dapat dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{DOL a} &= \frac{(500-200) \times 120.000}{(500-200)} \times 120.000 - 15.000.000 = 14,39 \\ \text{DOL b} &= \frac{(500-150) \times 120.000}{(500-150)} \times 120.000 - 20.000.000 = 14,38 \\ \text{DOL c} &= \frac{(500-100) \times 120.000}{(500-100)} \times 120.000 - 25.000.000 = 14,37 \end{aligned}$$

Apabila suatu bisnis mengalami peningkatan (penurunan) volume penjualan minimal 100%, maka pilihan strategi A, B, dan C diperkirakan mendapat keuntungan (kerugian) sekitar 14,39%, 14,38%, dan 14,37%, masing-masing. Misalnya pada tabel di atas, angka penjualan naik dari 120.000 unit menjadi 150.000 unit, maka terdapat level kenaikan senilai 25% (120.000/100.000). Mengenai opsi A, keuntungan mengalami peningkatan menjadi  $0,25 \times 14,39 = 3,60$ . Dari tabel di atas menggambarkan bahwasanya penghitungan keuntungan mengalami peningkatan yang semula 21.000 menjadi 30.000, menunjukkan bahwa adanya peningkatan sebanyak 3,60.

Jika suatu bisnis mengalami peningkatan (penurunan), maksud dari evaluasi penggunaan utang adalah untuk mengetahui seberapa banyak keuntungan operasi yang ada sehubungan dengan berubahnya kuantitas omset dan omset minimum yang harus dicapai agar suatu bisnis tidak mengalami kebangkrutan. Jika kuantitas data transaksi hanya tersedia dalam satuan rupiah (bukan satuan), maka DOL dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DOL \text{ pada jumlah penjualan } (Rp) = \frac{S - TV}{S - TV - F}$$

Dimana:

TV = total *variable cost* untuk mencapai penjualan, S, rupiah.

S = total *sales revenue* dalam rupiah

F = biaya operasi tetap (*fixed operating cost*)

## 2. Penggunaan Utang Keuangan

Menurut Irawati (2006) penggunaan utang keuangan adalah tindakan yang dilakukan oleh suatu bisnis untuk mengevaluasi kekayaannya atau memanfaatkan uang tunai yang harus dibayar oleh emiten dengan harga tetap. Penggunaan utang keuangan dapat didefinisikan sebagai jumlah maksimum penggunaan utang uang tunai yang digunakan bisnis.

Keuangan tetap tersebut biasanya dilengkapi pembayaran bunga atas hutang dimana suatu perusahaan. Oleh karena itu, pembahasan tentang penggunaan utang keuangan keuangan terkait dengan struktur organisasi suatu bisnis. Bisnis yang memiliki harga tetap (suku bunga) yang tinggi memiliki jumlah utang yang besar. Dinyatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki penggunaan utang keuangan yang tinggi, artinya *debt-to-total leverage* (DFL) yang dimilikinya juga tinggi.

Tingkat penggunaan utang keuangan keuangan berdampak pada laba per saham perusahaan. Transisi EBIT akan mengakibatkan transisi EPS pada bisnis yang memiliki DFL yang tinggi. Mirip dengan DOL, DFL memiliki dua efek: Ketika EBIT melonjak, EPS juga akan melonjak secara nyata; namun saat EBIT merosot maka EPS juga akan merosot secara nyata.

Dapat dikatakan bahwa bisnis yang menggunakan cadangan kas secara efektif memiliki *leverage* keuangan. Penggunaan utang keuangan digunakan dengan tujuan akan menghasilkan transisi keuntungan per lembar saham (EPS) lebih besar dibandingkan transisi keuntungan sebelum pengurangan pajak (EBIT). Efek pengganda yang dihasilkan dari pengaplikasian uang terhadap imbal hasil dikenal sebagai tingkat penggunaan utang keuangan (DFL). Tingkat penggunaan utang keuangan, atau tingkat, disesuaikan sebagai berikut:

$$DOL \text{ pada jumlah penjualan (Rp)} = \frac{S - TV}{S - TV - F}$$

Penurunan tingkat penggunaan utang keuangan secara signifikan menunjukkan bahwa ada transisi signifikan pada EBIT kemungkinan besar akan mengakibatkan transisi signifikan pada EAT, atau laba per saham (EPS). Dalam praktik sebenarnya, bunga tetap tingkat harga dapat dibagi menjadi dua bagian: harga terhadap saham preferen dan harga terhadap kewajiban yang ada, dengan harga tetap diterapkan berdasarkan periode pembayaran di muka.

### C. RISIKO BISNIS KEUANGAN

Semua lembaga ekonomi memiliki risiko yang berbeda-beda. Komite keuangan adalah komite ekonomi yang fungsi utamanya adalah memberikan bantuan ekonomi kepada organisasi yang kelebihan dana atau membantu organisasi yang mengalami kesulitan keuangan dalam pengelolaan cadangannya. Tujuan utama dari komite keuangan adalah untuk memaksimalkan keuntungan dan pengembalian bagi pemegang saham dengan menyediakan berbagai layanan keuangan, terutama melalui manajemen risiko. Jenis organisasi pertukaran berbeda-beda tergantung pada peristiwa yang terjadi, namun secara umum, organisasi pertukaran dapat dibagi menjadi dua: organisasi pertukaran yang mengelola risiko dan organisasi pertukaran yang mengelola risiko kebisingan. Risiko nilai tukar mata uang asing adalah bahaya yang biasanya dihadapi investor pasar saham karena posisi *short* yang menggunakan leverage.

Menurut Syamsuddin (2016), Risiko finansial adalah situasi dimana seseorang tidak mampu memenuhi kewajibannya. Risiko keuangan adalah risiko yang terjadi Ketika perusahaan mulai menggunkan hutang namun tetep bergatung pada manajemen operasinya. Hutang dapat memepercepat pertumbuhan suatu organisasi dibandingkan dengan sekedar memaksimalkan keuntungannya sendiri. Namun jika kesenjangannya terlalu besar juga dapat berdampak buruk pada posisi keuangan perusahaan dan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan sehingga mengurangi keuntungan investor.

Menurut Suseno (2021), risiko keuangan adalah segala risiko yang dapat mempengaruhi kekayaan suatu organisasi atau bisnis dengan cara mempengaruhi hasil keuangan dari waktu ke waktu. Beberapa risiko meliputi: kemungkinan nilai suatu aset tidak akan meningkatkan sesuai dengan harapannya; kemungkinan aset mengalami depresiasi karena fluktuasi nilai aset dan harga saham; risiko aset diambil alih oleh kreditur; dan sebagainya.

Risiko operasional adalah risiko yang memungkinkan terjadi jika fungsi organisasi terganggu, seperti masalah teknologi SDM, SOP, dan lainnya. Risiko dalam bisnis terkait dengan risiko yang muncul dari lingkungan bisnis, seperti kondisi ekonomi secara keseluruhan, regulasi, dan aturan. Alasan, dan metode pembayaran. Risiko sistemik adalah risiko yang muncul karena faktor-faktor berikut: Meskipun berasal dari luar industri tertentu, tetapi dapat mengakibatkan masalah dalam operasional perusahaan dan sistem keuangan.

Gambaran mengenai risiko ini dapat diringkas sebagai berikut:

### 1. Risiko Keuangan

- a. Risiko kredit, risiko kredit terjadi saat Ketika lembaga keuangan tidak bisa mengembalikan pembayaran pokok atau bunga kepada pihak lain. Risiko ini ditanggung oleh bank dan bank tabungan.
- b. Risiko likuiditas, risiko ini muncul dari ketidak mampuan organisasi bursa untuk dengan cepat menyelesaikan saldo terhutang dengan biaya yang transparan. Organisasi pertukatan manapun mungkin bisa terkena dampak rasio ini.
- c. Risiko pasar, risiko yang timbul akibat pembelian dengan oenjualan dderivatif dan surat berharga lainnya oleh lembaga keuangan. Risiko pasar dapat timbul baik dari faktor mikro maupun makro.perubahan nilai tukar menimbulkan jenis risiko di pasar lain, yang dapat berupa risiko ekuitas, risiko obligasi, risiko nilai tukar dan risiko yang terkait dengan nilai tukar.
- d. Risiko suku bunga, risiko suku bunga muncul Ketika fliktuasi suku bunga dapat meyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan pada suku bunga, misalnya, dapat mengakibatkan pengurangan jumlah yang diterima perusahaan asuransi dari investasi dari bank dan pasar modal.

### 2. Risiko Operasional

Dengan kata lain, ini adalah kemungkinan kegagalan non-destruktif yang terjadi ketika sistem informasi dan sistem pengendalian internal tidak berfungsi dengan baik. Risiko ini termasuk kesalahan manusia, kegagalan sistem, kesalahan prosedur, dan pengendalian yang tidak responsif. Komponen risiko operasional utama meliputi sistem informasi, proses internal, kesalahan manusia, kegagalan sistem, dan penyimpangan proses dan prosedur.

### 3. Risiko Bisnis

- a. Risiko reputasi, yaitu risiko akibat rusaknya kepercayaan masyarakat terhadap keuangan. Kerusakan reputasi dapat diperburuk oleh faktor-faktor yang berhubungan dengan masyarakat, pengalaman dan kepribadian.

- b. Risiko fidusia adalah bahaya yang muncul ketika lembaga keuangan mengkhianati perasaan orang lain. Risiko ini timbul ketika pihak lain tidak terus memberikan dukungan kepada organisasi bursa dalam pengalihan aset. Misalnya, lembaga keuangan dapat mentransfer dana, atau perusahaan asuransi dapat mentransfer modal dibayar di muka.
- c. Risiko hukum, risiko ini berkaitan dengan risiko dimana seseorang tidak berhasil. Risiko hukum mengacu pada masalah hukum, legislatif, dan peraturan yang dapat mempengaruhi pelaksanaan bisnis atau transaksi. Risiko hukum timbul baik dari faktor internal maupun eksternal, termasuk yang berkaitan dengan manajemen dan karyawan bank. Risiko hukum ini juga dianggap sebagai salah satu risiko operasional karena merupakan akibat dari berfungsinya peradilan yang berpotensi menimbulkan arbitrase.
- d. Risiko negara, ini adalah risiko yang timbul dari karakteristik dominan di suatu negara, seperti peraturan, pelanggaran hukum atau praktik keagamaan.

#### **D. PENETAPAN KERANGKA MODAL YANG OPTIMAL**

Menurut Riani (2020), kerangka modal merupakan bauran sumber pendanaan permanen yang terdiri dari utang (jangka panjang dan jangka pendek) dan modal sendiri yang digunakan oleh emiten. Kerangka modal merupakan kombinasi antara penggunaan utang dan ekuitas yang dapat membentuk struktur pendanaan emiten dalam jangka panjang (Rustam, 2015).

Menurut Nindi *et al.*, (2020), kerangka modal adalah sumber utang permanen dan dana internal yang digunakan oleh dunia usaha. Kombinasi utang dan ekuitas yang digunakan untuk membentuk struktur keuangan suatu organisasi dalam jangka waktu pendek dikenal sebagai “kerangka modal” (Rustam, 2015).

Berikut beberapa pandangan mengenai kerangka modal menurut para ahli dalam buku Manajemen Keuangan Emiten dan Pasar Modal (Fahmi, 2014):

1. Menurut Weston dan Copeland: *“Kerangka modal suatu emiten adalah pembiayaan permanen yang diwakili oleh saham jangka panjang, saham preferen, dan saham”*
2. Sementara itu, Joel G Seigel dan Jae K. Shim mengatakan: *“Laba ditahan, kewajiban jangka panjang suatu emiten, yang mencakup aset dan berbagai kelas seperti saham biasa, saham preferen, dll.*

3. Dan Jones menekankan bahwa: "*Kerangka modal suatu emiten terdiri dari hutang jangka panjang, dan ekuitas terdiri dari saham preferen dan saham biasa, dan saham biasa itu sendiri terdiri dari saham biasa dan laba ditahan.*"

Pada saat mengidentifikasi kerangka modal, dapat disimpulkan bahwa struktur keuangan emiten mewakili hubungan keuangannya, yaitu hubungan keuangan. selisih antara ekuitas yang berasal dari liabilitas jangka panjang dan ekuitas, yaitu. modal yang digunakan. membiayai kegiatan mereka. Kerangka modal adalah salah satu aspek terpenting dalam bisnis; Hal ini karena konfigurasi yang selaras dengan tujuan bisnis secara keseluruhan dapat memberikan value yang signifikan bagi bisnis.

Pada saat mengidentifikasi kerangka modal, banyak faktor yang umumnya dianggap sebagai kondisi yang harus dipertimbangkan Ketika mengubah kerangka modal. Menurut Efendi dan Dewianawati (2021), ketentuan kerangka modal, yang mungkin mencakup swap umum, meningkatkan risiko pemegang saham ketika Anda menggunakan utang dalam jumlah besar. Misalnya saja, penggunaan utang secara besar-besaran biasanya menyebabkan penurunan tingkat pelarian diri. Karena sulitnya mengubah kerangka modal, emiten biasanya mempunyai strategi kerangka modal yang berbeda-beda. Maksud atau tujuan kerangka modal diartikan sebagai suatu struktur yang dapat memaksimalkan value emiten yang bersangkutan. Kerangka modal endowment ini bersifat dinamis kualitasnya, sehingga dapat berubah tergantung pada keadaan modal endowment emiten. Dengan strategi yang tepat, dapat diciptakan suatu struktur untuk mengubah kerangka modal.

Sebagaimana dikemukakan oleh Gitman dan Zutter (2015) manajer lebih memahami risiko dan peluang investasi karena emiten berfokus pada peningkatan kerangka modalnya. Setelah emiten mengidentifikasi risiko yang dihadapinya, emiten dapat menentukan ambang batas perbaikan yang dapat digunakan untuk meminimalkan risiko tersebut. Dengan demikian, emiten dapat menyesuaikan ambang utang untuk mencapai kerangka modal yang ideal.

### **1. Pendekatan Tradisional**

Pendekatan tradisional lebih mengutamakan kerangka modal yang optimal. Artinya kerangka modal mempengaruhi value emiten dan dalam hal ini kerangka modal dapat berubah untuk mencapai value emiten yang optimal. Para pendukung pendekatan tradisional berpendapat bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan tidak ada, value suatu emiten (biaya modal emiten) dapat diubah dengan mengubah modal. Bentuk kategori terbaik

terjadi ketika batas utang sebenarnya ditentukan secara eksplisit dan implisit sesuai dengan batas modal seimbang.

Pendekatan tradisional juga menjelaskan bahwa emiten dapat meningkatkan total pendapatannya dengan menggunakan sejumlah penggunaan utang keuangan. Hal ini dikarenakan penggunaan financial penggunaan utang pada tahap tertentu dapat menurunkan biaya modal. Meningkatnya hutang menyebabkan biaya modal menjadi lebih murah, sehingga berhutang juga dapat meningkatkan *value* emiten (Sholikhadi & Yahya, 2016)

## 2. *Value* Emiten

*Value* emiten mencerminkan kinerja departemen pengelolaan uang. *Value* emiten didefinisikan sebagai tingkat investasi ekuitas yang diharapkan. Selain itu, ekuitas emiten dibandingkan dengan ekuitas. Namun *value* dalam hal ini bukan berasal dari *value* bukunya, melainkan dari total *value* pasar. Ukuran *value* suatu emiten adalah harga saham yang diperdagangkan di pasar modal. *Value* suatu emiten adalah harga dimana emiten tersebut dijual dan di *value* oleh calon penanam modal. Akibatnya, emiten sering kali berfokus pada memaksimalkan kekayaan bersihnya.

Adapun Rukmawanti *et al.*, (2019) *Value* emiten mengacu pada keadaan emiten saat ini, dan *value* emiten melambangkan kepercayaan masyarakat terhadap emiten.

## 3. Kerangka modal Optimal dengan Metode *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

Menurut Brigham dan Daves (2012) metode yang paling banyak digunakan untuk analisis struktural optimal adalah estimasi biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Di sisi lain, Riyanto (2013) berpendapat bahwa suatu emiten dapat memiliki struktur mode operasi yang optimal jika dapat meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Berdasarkan informasi di atas, dapat disimpulkan bahwa biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) adalah rata-rata investasi seluruh modal yang digunakan dalam emiten. Metode perhitungan WACC dapat digunakan untuk mengoptimalkan kerangka modal suatu organisasi agar mencapai tujuannya. Padahal WACC bisa diminimalkan dan *value* bisnis bisa dimaksimalkan.

Kerangka modal yang ideal dapat ditentukan dengan menggunakan metode biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Salah satu metode untuk meminimalkan biaya modal adalah dengan menggunakan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Cara ini juga digunakan oleh emiten yang menggunakan sumber pembiayaan berbeda. Dunia usaha dapat

menyesuaikan biayanya sesuai dengan jumlah uang yang disumbangkan oleh masing-masing donatur. Perubahan kerangka modal dapat mempengaruhi WACC. Akibatnya, banyak manajer menggunakan perubahan WACC untuk memfasilitasi perubahan kerangka modal. Prinsip biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) mengasumsikan bahwa setiap sumber utang memiliki beban utang tersendiri dan jumlah total setiap sumber berbeda. Untuk menentukan total biaya, dapat ditentukan bagian atau bobot masing-masing komponen individu dalam kerangka modal.

Biaya modal rata-rata tertimbang bertujuan untuk mencapai value modal wajar. Sehingga kita dapat menggambarkan status arus kas emiten. Emiten yang menggunakan sumber modal yang tepat akan menciptakan kerangka modal yang optimal. Kerangka modal yang ideal ini mempengaruhi persepsi penanam modal terhadap penciptaan value maksimal emiten. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dapat ditambah antara ekuitas dan utang untuk menciptakan kerangka modal yang optimal.

## **E. ANALISIS LIKUIDITAS DAN ARUS KAS**

### **1. Rasio Kemampuan Keuangan**

Berdasarkan asumsi Siswanto (2021) rasio kemampuan keuangan merupakan suatu rasio yang dipakai dalam mengurangi keahlian emiten untuk melunasi ulang sejumlah tunai yang dibutuhkan untuk asuransi yang belum dilunasi dalam kurun waktu setahun kurang. Ada 2 macam kekayaan emiten yang diklasifikasikan: likuid dan tidak likuid. Kekayaan likuid adalah kekayaan yang bisa dengan mudah dirubah jadi tunai tidak harus mengalami penurunan harga yang signifikan. Semakin tinggi rasio lancar, maka semakin mudah untuk mengubah kekayaan menjadi tunai.

#### **a. *Current Ratio* (Rasio Lancar)**

Ukuran kemampuan keuangan sering disebut sebagai rasio lancar. Rasio lancar menurunkan keahlian suatu organisasi dalam memakai aset lancarnya untuk melunasi utang lancarnya. Secara keseluruhan, semakin lancar emiten itu, maka akan semakin tinggi rasio lancarnya. Untuk mengetahui baik atau tidaknya rasio lancar, rata-rata industri dapat digunakan sebagai perbandingannya.

Rasio lancar (CR) adalah rasio yang dipakai dalam menurunkan keahlian emiten untuk melunasi utangnya dengan memanfaatkan dana cadangan emiten. Jika terjadi kelebihan aset lancar atau penggunaan sumber daya yang tidak efisien dalam operasi, rasio lancar tidak akan menguntungkan profitabilitas.

Rumus *Current Ratio* (Putro et al., 2023):

$$CR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liability}}$$

Contoh Soal:

#### Neraca Aktiva PT Abadi Jaya

	2022	2021
Kas	82,645	7,450
Piutang	845,000	620,150
Persediaan	1,720,500	1,285,400
Total Aktiva Lancar	2,648,145	1,913,000
Aktiva Tetap Kotor	1,195,850	1,150,500
(-) Penyusutan	380,650	285,600
Total Aktiva Tetap	815,200	864,900
<b>Total Aktiva</b>	<b>3,463,345</b>	<b>2,777,900</b>

#### Neraca Utang dan Ekuitas PT Abadi Jaya

	2022	2021
Utang Dagang	440,800	520,150
Utang Wesel	500,000	640,800
Accruals	410,200	490,500
Total Utang Lancar	1,351,000	1,651,450
Utang jk panjang	300,000	750,200
Saham biasa	1,412,500	480,000
Laba ditahan	250,450	35,500
Total Ekuitas	1,662,950	515,000
<b>Total Utang &amp; Ekuitas</b>	<b>3,313,950</b>	<b>2,916,650</b>

Dari contoh Neraca PT Abadi Jaya, dapat dihasilkan *value Current Ratio* sebagai berikut:

$$CR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

$$CR\ 2020 = \frac{2.648.145}{1.351.000} = 1,96 \text{ atau } 196\%$$

b. *Acid Test Ratio* atau QR

*Quick Ratio*, sering disebut sebagai *Acid Test Ratio*, mengurangi kemampuan organisasi untuk membayar utangnya dengan utangnya sendiri (tidak termasuk pinjaman). Dengan istilah lain, *Quick Ratio* atau *Acid Test Ratio* menurunkan *value* awal. Tidak ada kriteria khusus untuk kode *Quick Ratio* yang efisien, namun secara keseluruhan, kode *Quick Ratio* yang melebihi satu menggambarkan kapasitas yang baik. Meningkatnya *value Quick Ratio* otomatis juga akan meningkatkan kapasitas moneter.

Rumus *Quick Ratio* (Putro et al., 2024):

$$QR = \frac{\text{Current Assets} - \text{Inventory}}{\text{Current Liabilities}}$$

Dari contoh PT Abadi Jaya pada Gambar 3.5.1, *Quick Ratio* dapat diamati sebagai berikut:

$$QR\ 2020 = \frac{2.648.145 - 1.720.500}{1.351.000} = 0,69 \text{ atau } 69\%$$

c. *Cash Ratio*

Rasio kas menunjukkan kemampuan organisasi untuk menggunakan asetnya dengan uang riil dan *value* pasar wajar (aset lancar). Meskipun tidak ada *value* khusus untuk rasio kas yang baik,  $CR > 1$  menunjukkan tingkat tenaga kerja keuangan yang baik. Peningkatan rasio kas juga merupakan alat untuk mengukur produktivitas tenaga kerja keuangan.

Dari contoh PT Abadi Jaya pada Gambar 3.5.1, *Cash Ratio* dapat diamati sebagai berikut (Indira, et al. 2024):

$$\begin{aligned} \text{cash rasio} &= \frac{\text{cash} + \text{bank} + \text{marketable securitas}}{\text{current liabilities}} \\ \text{cash rasio} &= \frac{82.645 + 0 + 0}{1.351.000} = 0,06 \text{ atau } 6\% \end{aligned}$$

## 2. Analisis Arus Kas

Berapa baik emiten menghasilkan uang tunai untuk melunasi hutangnya, membiayai biaya operasionalnya dan membiayai kegiatan investasinya tergambar dalam laporan arus kas. Unsur laporan sirkulasi kas menyediakan data gambaran tentang sirkulasi kas berawal dari operasi emiten, penanaman modal, koservasi, dan pembiayaan. Berikut penjelasan lebih lanjutnya:

a. Sirkulasi Kas Dari Kegiatan Bisnis

Jumlah pendapatan bersih yang diterima & ditinggalkan suatu organisasi setiap hari disebut sebagai kas operasionalnya. Berdasarkan diagram, ini adalah margin keuntungan operasional yang dialokasikan untuk item non-tunai seperti amortisasi dan depresiasi. Akibat laba akuntansi berfluktuasi pada rekening non-kas (penyusutan dan amortisasi), maka uang tunai tidak berasal dari rekening penyusutan; Oleh karena itu, untuk meminimalisir laporan arus kas, rekening penyusutan tersebut perlu dikembalikan ke laba. Metrik efisiensi operasional penting karena memberikan informasi kepada analis tentang profitabilitas bisnis serta keadaan bisnis dan operasi saat ini.

b. Sirkulasi Kas Dari Kegiatan Penanaman Modal

Sirkulasi kas yang berkaitan dengan kegiatan penanaman modal serupa dengan kekayaan yang memiliki jangka waktu lama seperti tanah, konstruksi, dan peralatan, serta sirkulasi kas yang berkaitan dengan kegiatan bisnis dan berdasarkan surat dari perdagangan aset. Karena sebagian besar bisnis melakukan penanaman modal besar untuk mendukung operasi dan pertumbuhannya, sebagian besar kegiatan penanaman modal mewujudkan sirkulasi kas keluar.

c. Sirkulasi Kas Dari Kegiatan Pembiayaan

Sirkulasi kas dari perdagangan obligasi dan penerbitan saham, juga sirkulasi kas keluar untuk penanam modal seperti pembayaran imbal hasil kepada pemegang obligasi dan pemangku saham seperti dividen dan pembelian ulang saham. Karena kenyataan bahwa sebagian besar usaha besar hanya kadang-kadang menawarkan jasa atau investasi, sebagian besar kegiatan arus kas berskala besar mencakup arus kas keluar

## F. KONSEP KERANGKA MODAL

Tujuan dari konsep kerangka modal adalah untuk menentukan kerangka modal yang ideal, konsep ini telah berkembang sejak lama. Teori ini sangat membantu para manajer dalam memahami faktor-faktor acak yang mungkin mempengaruhi struktur organisasi suatu emiten. Pada faktanya, konsep kerangka modal ini tidak secara spesifik memberikan metodologi untuk menentukan rasio penggunaan utang yang ideal bagi manajer bisnis. Penyebab utama masalah ini bagi para manajer adalah bahwa teori struktur uang yang berbeda mempunyai penekanan yang berbeda, seperti teori *pecking order*, yang mendorong penggunaan dana internal dibandingkan dana eksternal, dan teori *trade-off*, yang mendorong untk menabung.

## 1. Konsep M&M (Modigliani dan Miller)

Konsep Modigliani & Miller, kadang-kadang disebut sebagai konsep Modigliani & Miller (1958), adalah teori awal keuangan modern. Konsep ini menunjukkan gambaran operasi bisnis tentang harga penawaran dan konsep penanaman modal yang realistis. Hal ini dilakukan dengan dengan akurat mempercayai kebersihan & menyediakan penyangga untuk aturan-aturan fundamental dan mengoptimalkan value pasar. Maksudnya, konsep M&M bertujuan untuk memperjelas keterikatan antara kerangka modal emiten dan kekayaan bersihnya. Ada beberapa dugaan yang mendasari konsep M&M, baik secara tersirat ataupun tersurat, yakni:

- a. Setiap kekayaan secara fisik dimiliki oleh emiten
- b. Tidak adanya konflik dalam pertukaran modal. Tidak adanya tanggungan bisnis atau tanggungan pribadi; pembelian dan penjualan sekuritas gratis; dan biaya kemunduran yang tidak tersedia.
- c. Bisnis dibatasi untuk menawarkan dua jenis sekuritas: investasi ekuitas berisiko dan investasi pinjaman berisiko rendah.
- d. Personal ataupun bisnis bisa berinvestasi & mengelola keuangan berdasarkan imbal hasil tanpa adanya risiko.
- e. Penanam modal mempunyai harapan yang sama dimana laba emiten di waktu yang akan datang.
- f. Gambaran seluruh sirkulasi mempunyai karakter pembayaran berkala dalam waktu tak terbatas.

Konsep M&M secara pasti menyampaikan bahwasanya tidak ada keterkaitan antara penanaman modal dan tabungan. Menurut teori ini, penggunaan *leverage* atau tidak adanya *leverage* sekaligus mengurangi penanaman modal emiten tidak mempengaruhi transisi value emiten.

Modigliani & Miller berpendapat bahwa investasi diasumsikan konstan. Ketika suatu emiten mempunyai jumlah tetap aliran kas yang tinggi, maka valuenya tidak akan berubah sesuai dengan ada atau tidaknya pevaluean perlindungan; sebaliknya, ketika suatu emiten memiliki jumlah tetap aliran kas yang rendah, maka keuntungan pemegang obligasi akan menurun seiring dengan partisipasi pasar saham, dan seterusnya. Kerugian tersebut hanya akan mempengaruhi distribusi total hasil dan opsi penarikan apa pun yang tidak terkait dengan value emiten.

M&M menyatakan penyelesaian konflik akan ada jika *value* pasarnya bermula dari gabungan saham & obligasi serta emiten yang terdiversifikasi dan memiliki karyawan serupa. Draho (2004) menyatakan bahwasanya value pasar tidak terpengaruh oleh fluktuasi harga. Opsi menghadirkan kerangka organisasi yang ideal untuk sebuah bisnis, tetapi bisnis tersebut tidak

kompeten. Artinya penanam modal dapat menyediakan pasar dengan kerangka modal yang ideal dengan membeli asuransi bisnis dan kemudian mendebit rekening pribadinya. Jika *value* pasar emiten lebih kecil dari *value* kerangka modal ideal yang sesuai, penanam modal akan mendapatkan laba dari penyelesaian konflik. Hal ini dikarenakan kenyataan bahwa setiap penanam modal mempunyai dorongan untuk mendapatkan keuntungan dari pasar dan biaya untuk mendapatkan keuntungan darinya, perilaku mereka tidak konsisten dengan tingkat transisi pasar dalam sektor apapun.

## 2. *Pecking Order Theory*

*Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa setiap bisnis mempunyai tujuan untuk memaksimalkan keuntungan pemegang saham. Teori *pecking order* lebih sering menggunakan persistensi internal karena persistensi internal tidak menimbulkan harga penawaran. Pada tahun 1984 Myers & Majluf telah mengembangkan konsep ini. Konsep ini mendeskripsikan mengapa bisnis harus memilih sumber daya keuangan terbaik untuk operasi mereka. Teori *pecking order* menjelaskan hal-hal berikut:

- a. Emiten memiliki pendanaan internal (berasal dari hasil operasinya).
- b. Emiten menyelaraskan pembayaran dividen dengan tujuan yang dimaksudkan dan akan memantau perubahan pembayaran dividen.
- c. Jika laba operasi kurang dari belanja modal yang diperlukan, emiten akan mengurangi pendapatannya atau menjual asuransi bisnisnya.
- d. Jika emiten memerlukan pendanaan dari luar, emiten akan berinvestasi pada keamanan yang paling aman sesegera mungkin.

Stewart Myers mengembangkan teori ini pada tahun 1984. Adapun 4 pendapat mengenai konsep tersebut, diantaranya adalah:

- a. Ketetapan deviden bersifat tidak fleksibel. Pengelola bisnis akan berupaya memastikan bahwa ambang batas pendistribusian keuntungan tetap konsisten dan tidak menyesuaikan atau mungkin mengurangi pembagian pendapatan emiten sebagai tindakan perlindungan terhadap perubahan cuaca buruk yang mendadak.
- b. Bisnis cenderung lebih menghargai investasi internal dan pembayaran pinjaman daripada investasi eksternal seperti saham dan real estat.
- c. Jika pengelolaan investasi eksternal diperlukan, emiten akan memilih opsi investasi yang paling bijaksana sesegera mungkin.
- d. Jika investasi eksternal lebih lanjut diperlukan, emiten pertama-tama akan memilih untuk menggunakan investasi yang aman, diikuti oleh investasi yang lebih berisiko seperti saham preferen, sekuritas yang dapat dikonversi, dan terakhir saham biasa.

Myers menganalisis konsep *pecking order* mengacu kepada asimetri informasi. Ada 2 asumsi utama terkait pengelola suatu emiten yang telah diungkapkan Myers & Majluf. Kesatu, pengelola emiten lebih mengenal kondisi kapasitas emiten saat ini juga laba atas penanaman modal emiten dibandingkan dengan penanam modal eksternal. Selain itu, pengelola emiten harus mengambil keputusan sesuai dengan kepentingan optimal investor.

Peluang penanaman modal yang bernilai akan sangat terpaksa jika dilepaskan, karena secara kredibel penanam modal tidak bisa memberikan informasi personal ke pihak penanam modal lama. Demikian juga, penanam modal tidak dapat menaruh kepercayaan kepada pengelola emiten. Selain itu, sifat manusia menyebabkan masalah informasi di pasar pertukaran mata uang, sehingga tidak mungkin diselesaikan dengan biaya dari *platform* perdagangan atau transaksi lain. Menurut Myers & Majluf, solusi dan permasalahannya adalah menciptakan ruang gerak finansial yang ideal untuk pengembangan proyek internal.

*Financial slack* mengacu pada pengeluaran bisnis dan biaya tambahan yang dihadapi bisnis, contohnya daya tampung yang tidak lagi digunakan. Bisnis dengan keringanan keuangan yang signifikan kemungkinan besar tidak ingin mengambil risiko modal bahkan sekuritisasi untuk membiayai penanaman modal proyek. Menggunakan cara seperti ini emiten bisa menanggulangi asimetri informasi yang bisa terjadi antara pengelola emiten dan penanam modal. Fisherian menyarankan agar pengelola dapat memperoleh laba dari proyek apapun dengan *value* sekarang bersih (NPV) positif tanpa harus menyewa penanam modal jangka panjang menurut pedoman penanaman modal ideal. Yang paling penting adalah model ini, yang memberikan wawasan tentang bagaimana bisnis dengan tingkat profitabilitas tinggi mengelola aset mereka sebagai aset dan meningkatkan modal. Mereka mengembangkan fleksibilitas dan kelonggaran keuangan.

Selain itu, konsep Myers & Majluf menggambarkan pandangan bursa efek terhadap peningkatan harga dan menurunnya *value* sebab emiten dengan biaya penanaman modal tinggi bersedia bekerja keras untuk menyelesaikan proyek internal dengan menggunakan langkah-langkah keamanan berisiko tinggi. Jika emiten masih memerlukan pembiayaan dari luar, maka emiten terpaksa menerima jaminan yang lebih rendah karena manajemen mevalue emiten terlalu rendah.

### 3. Teori *Signaling*

*Signaling* merupakan strategi manajerial yang diyakini mampu memanipulasi harga saham emiten. Pembiayaan utang secara umum dipandang sebagai indikasi baik yang menyadarkan pengelola emiten kalau saham tersebut tidak mahal.

Secara luas, pengelola emiten mempunyai akses terhadap informasi yang lebih baik mengenai aktivitas emiten pada periode saat ini serta prospek masa depan dibandingkan dengan pihak eksternal. Dalam situasi seperti ini, dividen dapat menjadi alat yang berguna untuk memberikan informasi kepada investor terkait gaji teliti keuangan manajer. Menurut Spence (1973) teori ini menyatakan bahwa jika suatu bisnis mempunyai tingkat laba yang tinggi dibandingkan dengan pasar, kondisi ini dapat dilihat sebagai indikasi bahwa bisnis tersebut memiliki praktik manajemen keuangan yang lebih baik selama masa krisis.

Emiten dengan penggunaan utang tinggi bisa menggunakan manajer sebagai sinyal optimal di pihak emiten. Munculnya teori *signaling* disebabkan adanya asimetri informasi. Karena asimetri informasi bervariasi seiring berjalannya waktu, dunia usaha perlu menyeimbangkan antara mempertahankan tingkat pinjaman yang cukup tinggi dengan mempertahankan kapasitas yang cukup untuk cadangan pinjaman.

Konsep sinyal dikembangkan oleh Myers & Majluf sebagai perpaduan antara penanaman modal dan pendanaan keputusan. Pengelola emiten sudah seharusnya memahami dengan baik *value* emiten di masa yang akan datang. Selain itu, pengelola emiten juga diasumsikan beriringan dengan penanam modal dan pemangku saham dalam waktu yang lama, yakni perseorangan yang mempunyai saham di emiten saat emiten sedang bermasalah.

### 4. Konsep *Trade-Off*

Konsep *trade-off*, juga dikenal sebagai teori penyeimbangan, adalah sebuah konsep yang bertujuan untuk menyetarakan laba dan kerugian menggunakan utang dalam suatu kerangka modal. Menurut konsep M&M (1996), jika semakin banyak jumlah uang yang dipakai maka semakin banyak juga kekayaan bersih emiten.

Konsep M&M memperhitungkan aspek antara kepailitan dan permasalahan keagenan. Model *trade-off* ideal bisa dicapai dengan menyetarakan laba menggunakan utang dengan biaya kepailitan dan permasalahan keagenan., seperti dijelaskan oleh Myers (1984).

## 5. Pengurangan Bunga Pajak

Dalam kerangka keuangan emiten, penggunaan utang bisa menjadi aspek yang merugikan dikarenakan:

- a. Kewajiban bisa memperkirakan kemungkinan penggunaan utang bisa menaikkan laba bersih sedangkan pendapatan operasional (EBIT) juga perlu ditingkatkan.
- b. Kewajiban mengakui emiten diperluarkan penurunan pajak dari *cost of debt* yang dibebankan.

Kondisi ini tidak sama jika suatu bisnis menggunakan saham biasa untuk meningkatkan modal tanpa menerima pembayaran atas saham tersebut. Hal ini juga berlaku pada utang yang belum dibayar, akhirnya bisa disampaikan bahwa pajak membagikan dorongan untuk dunia usaha yang memanfaatkan utang dalam kerangka organisasinya. Meskipun ada risiko yang terkait dengan imbal hasil kewajiban dan ini menggambarkan laba, namun meningkatnya kewajiban juga meningkatkan ancaman keuangan yang dihadapi emiten. Saat ancaman keuangan memuncak, maka ancaman kegagalan bisnis emiten pun meningkat, sehingga emiten perlu melakukan penanaman modal untuk menyembunyikan ancaman tersebut.

## 6. Konsep Ketidaksetaraan Informasi

Ketidaksetaraan informasi atau sering dikenal informasi asimetris adalah kondisi dimana pengelola emiten mempunyai pengetahuan yang lebih tepat daripada penanam modal dari luar dan mempunyai dampak signifikan terhadap kerangka modalitas yang ideal, menurut Brigham dan Houston (2006). Ketidaksetaraan informasi adalah sebutan yang biasanya dipakai untuk menggambarkan bahwa pengelola emiten mempunyai lebih banyak pengetahuan (seperti risiko, potensi, dan value emiten) dibandingkan rata-rata investor publik. Manajer mempunyai akses terhadap informasi lebih banyak dibandingkan kebanyakan pengguna karena banyaknya variabel yang mempengaruhi pengambilan ketetapan-ketetapan finansial, yang membentuk beberapa strategi emiten, dll. Manajemen mempunyai berita yang lebih banyak dari pemodal. Keadaan ini bisa disaksikan melalui respon nilai pasar saham saat manajer mengambil keputusan (misalnya meningkatkan pembayaran utang) (Arniwita et al., 2021)

Informasi simetris ini mempengaruhi proses pengambilan keputusan antara jumlah uang emiten (yakni uang yang berasal dari operasional emiten) juga jumlah uang eksternal, serta antara karyawan baru dan biaya awal. Asimetri dikemukakan oleh (Atmaja, 2008)

## 7. Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan model teori yang menggambarkan keterkaitan antara antara pemilik modal, yang membuat perjanjian, dan perantara, yang menerimanya. Pemilik modal menyewa perantara dalam pekerjaannya untuk kepentingan dan sasaran pemilik modal. Pemilik modal membagikan kekuasaan kepada perantara untuk membuat keputusan dalam rangka meraih sasaran itu. terdapat keterkaitan antara pemilik modal dan agen menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Noviananda dan Juliarto (2019) Dalam keterkaitan ini, pemilik modal memiliki perjanjian untuk membayar agen, dan agen memiliki perjanjian untuk melaksanakan pekerjaan-pekerjaan tertentu untuk pemilik modal.

## 8. *Equity Market Timing*

Tujuan penentuan waktu pasar saham merupakan untuk menggunakan perubahan biaya ekuitas daripada bentuk ekuitas lainnya. Kerangka modal merupakan capaian hasil kerja keras dalam melakukan perencanaan waktu pasar ekuitas di masa lalu menurut Baker dan Wurgler emiten dengan rasio ekuitas tinggi meruapakan emiten yang berinvestasi pada ekuitas dengan value pasar yang tinggi, dan emiten dengan rasio ekuitas yang rendah adalah emiten yang berinvestasi pada ekuitas dengan value pasar yang rendah.

Baker dan Wurgler menggunakan rasio pasar terhadap buku, yang kebanyakan dipakai untuk alat ukur dalam mengurangi kelambatan penanaman modal. Tetapi, secara teoritis, rasio ini juga dapat dipakai dalam menentukan apakah value suatu hak milik suatu emiten terlalu mahal atau terlalu rendah. Salah satu variabel yang diciptakan Baker dan Wurgler adalah rata-rata tertimbang rasio pasar terhadap buku keuangan eksternal. Variabel ini merupakan rata-rata penyimpangan rasio pasar terhadap buku suatu emiten dalam jangka waktu tertentu. Baker dan Wurgler menggunakan variabel ini untuk menguji praktik bisnis emiten tertentu ketika memasuki waktu pasar ekuitas

Terdapat 2 versi waktu pasar ekuitas yang berkorelasi dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Wurgler. Kesatu merupakan cara sederhana ketidaksetaraan informasi yang dijelaskan oleh Myers dan Majluf tentang data ketidaksetaraan yang merangkum rasionalitas penanam modal & pengelola emiten. Selanjutnya, yaitu varian waktu pasar ekuitas

mendorong penanam modal atau pengelola emiten yang tidak rasional dan peka terhadap ketidaksesuaian harga. Pengelola emiten akan menjual ekuitas saat mereka percaya bahwa biaya ekuitas akan memungkinkan mereka membeli kembali ekuitas ketika biaya ekuitas tinggi.

Jika manajer bersedia mengambil pendekatan yang lebih konservatif terhadap ekspektasi investor, penerbitan ekuitas bersih akan mempunyai keterkaitan yang baik dengan rasio pasar terhadap buku. Jika tidak ada kerangka modal yang ideal, pengelola emiten tidak perlu menyesuaikan *margin call* ketika emiten sudah memperoleh keuntungan dan biaya ekuitasnya cukup umum. Hal ini mengurangi fluktuasi kondisi saat ini.

### LATIHAN SOAL

1. Bagaimana cara meraih kerangka modal yang optimal?
2. Sebutkan elemen-elemen yang mempengaruhi kerangka modal suatu emiten?
3. Bagaimana pengaruh *Degree of Operating Leverage* terhadap kerangka modal emiten?
4. Apa keuntungan dan tujuan yang diperoleh dari menerapkan kerangka modal yang optimal?
5. Apa definisi dari margin kontribusi dan mengapa hal ini penting bagi emiten?
6. Mengapa dalam suatu emiten penting untuk meningkatkan penggunaan utang keuangan?
7. PT. Indonesia Jaya adalah emiten dibidang *industry* mabel, akan memproyeksikan pemasaran senilai 600ribu per unit yang akan digunakan di tahun depan. Per unit ptoduk dijual senilai Rp 5.000. Biaya variabel diperkirakan konstan sebesar Rp 4.000 per unit, sedangkan biaya tetap per tahunnya adalah RP 300.000.000. Berapa DOL (*Degree Of Operating Leverage*) pada penjualan 600 ribu unit tersebut?
8. PT. Makmur mengharapkan penjualan sebanyak 15 ribu unit dengan nilai jualnya Rp500 per unitnya. Harga tetapnya senilai 1 juta rupiah dan harga variabelnya senilai Rp400 per unit. Emiten mencatat keuntungan usaha senilai Rp500.000, serta memanfaatkan utang yang menghasilkan biaya imbal hasil senilai 100 ribu per unit. Tarif pajaknya adalah 30% dan total lembar saham beredar yakni 1000 lembar. Hitunglah DFL (*Degree Of Operating Leverage*) PT. Makmur!

9. Dalam data yang telah disediakan, emiten memiliki hutang senilai 8 juta dengan tingkat imbal hasil 15%. Laba operasi bersih mencapai 10 juta, dan tingkat kapitalisasi total adalah 20%. Total saham yang telah beredar adalah 10.000 lembar. Nilai emiten dapat dihitung dengan melihat data sebagai berikut:

Keterangan		Value
Laba operasi bersih	(O)	Rp. 10.000.000
Tingkat kapitalisasi total	(Ko)	20%
Value total emiten	(V)	Rp. 50.000.000
Value pasar hutang	(B)	Rp. 10.000.000
Value pasar saham	(S)	Rp. 40.000.000

Hitunglah tingkat pengembalian ekuitas yang diharapkan dan harga per lembar saham!

10. PT Barokah Sejahtera mempunyai rencana untuk meningkatkan kapasitas produksinya, dengan kebutuhan tambahan modal sebesar 1 milyar. PT ini mendapatkan EBIT sebesar 100 juta dengan tarif pajak 40%. Untuk mewujudkannya, maka dibuatlah rencana keuangan dengan mempertimbangkan tiga alternatif berikut:
- Dipenuhi dengan mengeluarkan saham biasa sebanyak 100.000 lembar @Rp 10.000
  - Mempertimbangkan memasukkan hutang, 50% dipenuhi dengan mengeluarkan obligasi dengan bunga 6% dan 50% saham biasa
  - 75% dipenuhi dengan mengeluarkan obligasi dengan bunga 6% dan 25% saham biasa

**Hitunglah:**

- Pendapatan per saham dari ketiga alternative tersebut!
- Rate of Return on capital (ROR)* dan *Rate of return on equity capital (ROE)*!
- Alternatif mana yang menghasilkan EPS dan return yang paling tinggi?

## **BAB 4**

# **DISTRIBUSI KEPADA PEMEGANG SAHAM: DIVIDEN DAN PEMBELIAN KEMBALI SAHAM**

### **Indikator:**

1. Mahasiswa mampu mengidentifikasi dividen vs keuntungan modal
2. Mahasiswa mampu memecahkan permasalahan kebijakan dividen
3. Mahasiswa mampu menentukan kebijakan dividen
4. Mahasiswa mampu mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen
5. Mahasiswa mampu mengidentifikasi dividen dan pemecahan saham
6. Mahasiswa mampu memahami pembelian saham kembali

### **A. DIVIDEN VS KEUNTUNGAN MODAL: MANAKAH YANG PALING DIMINATI INVESTOR?**

Saat menentukan besaran kas yang akan didistribusikan, bagian keuangan wajib mengingat tujuan perusahaan dengan mengoptimalkan nominal saham perusahaan. Akibatnya, jumlah dividen yang harus dibagikan setara dengan *payout ratio* yang diinginkan. Jika investor lebih suka menerima dividen atau keuntungan modal dalam bentuk uang tunai: Apakah investor lebih suka mendapatkan dividen atau mereka lebih memilih menginvestasikan kembali kas itu ke perusahaan, sehingga diharapkan memberikan laba modal? Preferensi dihitung dengan tipe valuasi saham pertumbuhan tetap.

Jika perusahaan meningkatkan persentase dividen yang dibayarkan, maka dividen tahun pertama juga akan meningkat. Jika pertimbangkan secara terpisah, kenaikan tersebut membuat harga pasar meningkat. Tetapi, apabila D1 meningkat, jumlah kas yang dapat diinvestasikan akan berkurang, sehingga mengakibatkan penurunan harga saham dan penurunan tingkat pertumbuhan yang diharapkan. Oleh karena itu, setiap perubahan yang dilakukan pada kebijakan pembayaran akan memiliki dua efek. Konsekuensinya, kebijakan dividen yang ideal menciptakan keseimbangan antara pembayaran saat ini dan pertumbuhan di masa depan, yang pada gilirannya mengoptimalkan nilai pasar. Berikutnya, kita akan membahas teori-teori penting yang dikembangkan.

## 1. Teori Dividen Tidak Relevan

Menurut argumen ketidakrelevanan dividen yang dikemukakan oleh Profesor Merton Miller dan Franco Modigliani (1958), distribusi keuntungan tidak ada hubungannya dengan harga pasar atau biaya modal. Menurut Miller dan Modigliani, efisiensi laba mendasar dan apa yang harus diperoleh perusahaan adalah satu-satunya faktor yang harus dipertimbangkan ketika menunjukkan nilai suatu perusahaan. Laba yang dihasilkan aset perusahaan adalah satu-satunya faktor yang penting bagi nilai tersebut, bukan bagaimana laba tersebut didistribusikan antara dividen dan laba ditahan. Perlu disebutkan bahwa MM didasarkan pada asumsi-asumsi berikut: bahwa dividen tidak dikenakan pajak, tidak ada biaya transaksi yang terkait dengan pembelian dan penjualan saham, dan bahwa investor dan manajemen memiliki akses terhadap pengetahuan yang sama mengenai profitabilitas perusahaan di masa depan.

## B. PERMASALAHAN KEBIJAKAN DIVIDEN

### 1. Dividen Dibayar Tinggi

Pembayaran efisiensi keuntungan, menurut klaim ini, dapat mengurangi keraguan. Di bawah ini tercantum sejumlah argumen yang mendukung pembayaran dividen yang besar. Kurangi suasana misteri. Meminimalkan ketidakpastian dapat dilakukan dengan memaksimalkan efisiensi keuntungan. Investasi yang menghasilkan pendapatan langsung sangat populer di kalangan investor tertentu. Pemegang saham tersebut bersedia membayar premi untuk saham yang membayar dividen. Nilai suatu saham, menurut Gordon (1961), akan bergantung pada nilai dividen yang diperoleh investor saat ini dan di masa depan. Dibandingkan dengan dividen yang dibayarkan saat ini, dividen yang dibayarkan di masa depan akan lebih berisiko. Karena investor lebih nyaman dengan pendapatan dividen dibandingkan pendapatan capital gain, Myron Gordon dan John memperkirakan bahwa biaya modal saham ( $k_s$ ) akan meningkat. Artinya, komponen  $D_1/P_0$  mempunyai kemungkinan lebih kecil untuk berada dalam bahaya dibandingkan komponen  $g$ . Bandingkan dengan alasan MM yang menyatakan bahwa investor akan memperlakukan  $D_1/P_0$  dan  $g$  secara setara. Investor akan melakukan investasi kembali untuk mendapatkan  $g$  yang tinggi jika  $D_1/P_0$  tinggi.

Jika investor mampu menciptakan dividennya sendiri, seperti argumen Miller dan Modigliani, argumen sebelumnya menjadi tidak relevan. Beli ekuitas dengan dividen rendah dan gunakan hasilnya untuk melunasi hutang. Selama periode berikutnya, keuntungan modal apa pun yang diperoleh investor dapat digunakan untuk membayar kembali pinjamannya. Cara ini mempunyai efek yang sama dengan saham dengan dividen tinggi. Namun

kenyataannya, pasar tidak sempurna. Mungkin faktor psikologis atau faktor tidak realistis yang mendukung dividen tinggi ikut berperan. Misalnya, dividen mandiri sangat tidak nyaman bagi investor perorangan (walaupun perantara keuangan seperti reksa dana dapat menjalankan fungsi dividen mandiri, sehingga aktivitas ini lebih mudah bagi investor).

Meminimalisir konflik kepentingan anatar manajemen dan pemegang saham. Pendapat lain mendukung pembiayaan tinggi berasal dari kerangka materi kepentingan. Menurut teori ini, masalah dapat timbul antar pihak terkait dalam suatu entitas.

Misalnya, manajer dipekerjakan oleh pemilik perusahaan untuk menjalankan perusahaan sedemikian rupa sehingga mencapai tujuan pemegang saham (memaksimalkan kekayaan). Semisal suatu perusahaan memiliki kelebihan untuk proyek-proyek NPV positif. Yang harus Anda lakukan hanyalah membagikan uang itu kepada pemegang saham, dan pemegang saham akan menggunakan uang itu sesuai keinginan mereka. Namun, manajer mungkin tidak ingin membagi uang tersebut karena mereka ingin tetap mengendalikannya. Dalam situasi seperti ini, dividen yang tinggi dianggap untuk mengurangi kemungkinan masalah manajemen dan pemegang saham.

Sebagian orang yang dirugikan tingginya efisiensi keuntungan. Bagi pemberi pinjaman, akan bermanfaat bagi bisnis jika memiliki lebih banyak uang tunai. Risiko perusahaan dimitigasi dengan adanya kas dalam jumlah besar, yang juga dapat digunakan untuk melunasi utang jika terjadi kebangkrutan. Pembayaran dividen yang besar dapat dilihat sebagai redistribusi kekayaan dari kreditor kepada pemegang saham. Tentu saja, debitur tidak menyukai skenario seperti itu. Pembatasan utang dapat dilakukan oleh debitur. Sebagai gambaran, dividen dapat dibagikan apabila modal kerja, laba, dan arus kas berada di atas ambang batas tertentu.

## **2. Dividen Dibayar Rendah**

Di banyak negara, termasuk Amerika Serikat, tarif pajak dividen lebih tinggi dibandingkan keuntungan modal (28% vs. 31%). Yang lebih parah lagi, penjualan saham memicu pajak keuntungan modal tahap pertama. Sederhananya, pendapatan dari capital gain ditunda hingga di kemudian hari. Namun, dividen dikenakan pajak. Berdasarkan argumen ini, dividen seharusnya dibayarkan lebih rendah karena adanya manfaat pajak.

Perpajakan dividen adalah topik yang kontroversial, menurut Litzenberger dan Ramaswamy. Dalam pandangan mereka, pajak dividen seringkali lebih tinggi dibandingkan pajak capital gain. Dalam hal keuntungan modal jangka panjang, misalnya, Amerika Serikat hanya mengenakan pajak

sebesar 40% hingga tahun 1986. Oleh karena itu, investor dalam golongan pajak 50% akan membayar pajak 50% atas pendapatan dividen, namun hanya  $50\% \times 0,4 = 20\%$  atas keuntungan modal. Menurut Undang-Undang Pajak tahun 1992, dividen dapat dikenakan pajak hingga 31%, sedangkan keuntungan modal dibatasi hingga 28%. Hal lain yang perlu dipertimbangkan adalah pajak atas keuntungan modal yang direalisasikan (dibayar) ketika keuntungan tersebut direalisasikan. Karena nilai rupiah di masa depan lebih rendah dibandingkan nilai rupiah saat ini, maka dividen yang kecil lebih menarik dibandingkan dividen yang besar.

### C. KEBIJAKAN DIVIDEN

Kebijakan dividen suatu perusahaan adalah pilihannya mengenai bagaimana mengalokasikan keuntungannya pada setiap akhir periode. Hal ini dapat mendistribusikan keuntungan kepada pemegang saham atau menyimpannya untuk perluasan modal di masa depan. Kebijakan dividen salah satu tidak bisa dipisahkan dari keputusan pemberian dana. Yang merupakan kebijakan memutuskan apakah akan mengalokasikan seluruh atau sebagian laba bersih yang telah dihasilkan selama periode tersebut untuk dividen serta sebagian lagi tidak dibagi (menjadi laba ditahan).

Besarnya keuntungan ditentukan oleh rasio pembayaran dividen, dan keuntungan tersebut dibagikan sebagai sumber dana berupa dividen dan laba ditahan. Penghapusan laba ditahan dan hilangnya modal internal yang tersedia untuk pengembangan bisnis adalah hasil akhir ketika perusahaan memilih untuk mendistribusikan seluruh laba bersihnya sebagai dividen. Kemampuan untuk menginvestasikan kembali dan memperluas perusahaan meningkat ketika perusahaan memilih untuk tidak membagikan dividen dari pendapatannya. Berkurangnya jumlah laba yang dibagikan sebagai dividen disebabkan oleh semakin besarnya proporsi laba ditahan.

*Cash dividend* atau dividen yang dibayarkan secara tunai merupakan salah satu bentuk pembagian keuntungan kepada pemegang saham. Ada dua bentuk dividen yang berbeda yakni:

1. Pembayaran dividen atas saham preferen berjumlah tertentu dan dilakukan secara berkala.
2. Dividen saham biasa dibagikan kepada pemegang saham sebagai persentase dari keuntungan perusahaan.

## 1. Beberapa Pendapat tentang Kebijakan Dividen

Mengenai relevansi kebijakan dividen, terdapat dua pendapat: Pandangan pertama berpendapat bahwa dividen tidak penting, sedangkan pandangan kedua berpendapat bahwa pembayaran penting untuk kesejahteraan pemegang saham.

### 1) Pendapat mengenai tidak relevannya dividen (*irrelevance theory*).

Miller dan Modigliani-lah yang menyuarakan pandangan ini. Menurut Modigliani dan Miller (MM), tidak ada bedanya bagaimana keuntungan didistribusikan. MM menjelaskan, dalam pengambilan keputusan keuangan suatu perusahaan, rasio pembayaran dividen (DPR) hanyalah salah satu komponennya. DPR mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kekayaan pemegang saham. MM menyatakan bahwa profitabilitas dan praktik investasi suatu perusahaan adalah dua faktor terpenting dalam menentukan nilainya.

### 2) Pendapat mengenai Relevansi dividen (*Relevant Theory*).

Pandangan ini bertentangan dengan pandangan bahwa pembayaran dividen tidak relevan. Klaim yang tampaknya paradoks bahwa dividen penting pada saat ketidakpastian didukung oleh berbagai faktor. Sederhananya, kebijakan dividen berpotensi berdampak pada investor. Dalam kasus ketika ada banyak hal yang tidak diketahui, pendapat ini paling bisa diterapkan. Poin-poin tersebut adalah:

#### a. Prefensi perubahan harga saham (*capital gain*).

Jika pemegang saham merasa skeptis terhadap kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan, mereka selalu dapat memilih metode pembayaran lain: dividen. Capital gain terjadi ketika harga saham naik, berbeda dengan dividen yang dibayarkan segera dan setiap tahun. Akibatnya, perusahaan yang membayar dividen lebih cepat mengatasi kekhawatiran investor dibandingkan perusahaan yang menahan dividen.

#### b. Pajak Terhadap Investor.

Ada beberapa dampak pajak. Akan lebih baik bagi perusahaan untuk mempertahankan keuntungannya daripada membayar dividen karena pajak atas keuntungan modal lebih rendah. Namun, jika pajak penghasilan dividen lebih kecil dibandingkan pajak capital gain, maka korporasi akan memperoleh keuntungan lebih besar dari pembayaran dividen. Namun peraturan perpajakan di setiap negara berbeda-beda.

#### c. Biaya pengambangan.

Tidak relevannya pembayaran dividen didasarkan pada gagasan bahwa jika dividen dibayarkan meskipun terdapat peluang investasi

yang menguntungkan, maka pada akhirnya mereka harus mencari cara lain untuk membiayai operasinya.

d. Perbatasan institusional.

Seringkali ada batasan hukum mengenai jenis saham biasa yang boleh dibeli oleh investor institusi tertentu. Lembaga keuangan dalam negeri seringkali dilarang oleh pemerintah untuk membeli saham di perusahaan yang tidak memberikan dividen.

## 2. *Dividen Payout Ratio*

Rasio pembayaran dividen adalah proporsi laba bersih perusahaan yang seharusnya digunakan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Dari total laba bersihnya, beberapa bisnis membagikan dividen kepada pemegang sahamnya. Di sisi lain, ada pemegang saham yang membayar sebagian kecil dari penghasilan bisnisnya. Istilah “laba ditahan” menggambarkan uang yang tersisa setelah bisnis membayar dividen. Seseorang dapat menentukan rasio pembayaran dividen dengan salah satu dari tiga cara berikut:

1) Membagi Dividen dengan Laba Bersih

Salah satu cara untuk menentukan rasio pembayaran dividen adalah dengan membagi jumlah dividen dengan laba bersih perusahaan pada tahun tertentu (Putro, et al. (2021).

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \text{Jumlah Pembayaran Dividen} : \text{Laba Bersih}$$

2) Menggunakan Ratio Retensi

Rasio Retensi juga memungkinkan digunakan untuk menghitung *Dividend payout ratio*. Rasio retensi menggambarkan proporsi laba bersih suatu perusahaan yang disimpan sebagai laba. Hal ini mengacu pada jumlah laba ditahan yang dapat dilihat pada bagian 'Laporan Perubahan Ekuitas' pada laporan keuangan perusahaan. Pada bagian Laba Ditahan ditunjukkan bahwa penggunaannya belum ditentukan.

$$\begin{aligned} \text{Ratio Retensi} &= \text{Laba Ditahan} : \text{Laba Bersih} \\ \text{Dividend payout ratio} &= 1 - \text{Ratio Retensi} \end{aligned}$$

- 3) Menggunakan *Dividend Per Share* dan *Earnings per Share* pengurangan rasio pembayaran dividen melalui penggunaan Dividen Per Share (DPS) dan Earning Per Share (EPS). EPS adalah harga saham dan DPS adalah dividen per saham.

DPS	= Jumlah dividen yang dibayarkan : Jumlah saham
EPS	= Laba bersih : Jumlah saham beredar

#### 4. Manfaat *Dividend Payout Ratio* Bagi Investor

Salah satu indikator kematangan suatu perusahaan adalah rasio pembayaran dividennya. Startup jelas bertujuan untuk berkembang. Kami ingin menginvestasikan kembali sebagian besar, atau bahkan seluruh, laba bersih kami ke dalam bisnis sehingga kami dapat tumbuh, menciptakan lebih banyak barang, dan memasuki pasar baru.

Perusahaan ragu-ragu untuk mengurangi dividen karena kekhawatiran terhadap potensi penurunan harga saham dan kemampuan manajerialnya sendiri. Lebih besar dari 100% pada rasio pembayaran dividen menunjukkan bahwa pemegang saham menerima porsi yang lebih besar dari laba bersih suatu perusahaan sebagai dividen. Tidak ada pilihan lain selain memotong dividen atau menundanya. Tanda bahaya lainnya adalah jika rasio terus meningkat, hal ini mungkin berarti dividen menjadi tidak berkelanjutan. Namun jika persentasenya naik, berarti dividen menjadi tidak berkelanjutan.

#### D. FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN

Di sini kita akan membahas beberapa hal yang dapat mengubah kebijakan dividen. Berikut ini sebagai tambahan diantaranya

1. Peraturan perundang-undangan
2. Menurut undang-undang, dividen harus dibayarkan baik dari laba tahun ini maupun laba tahun sebelumnya, yang oleh karena itu disajikan sebagai "laba ditahan" di neraca. Diatur oleh pemerintah ada tiga poin utama.
3. Aturan yang mengatur mengenai laba bersih.
4. Aturan penurunan nilai modal melarang pengurangan modal.
5. Peraturan yang mengatur tentang kepailitan dan kebangkrutan.

Dividen dapat dibayarkan dari laba bersih tahun berjalan atau tahun sebelumnya, sesuai dengan pedoman ini. Pemberi pinjaman terlindungi dari kehilangan uang karena larangan pengurangan modal, yang mencegah mereka membagi modal perusahaan daripada membagi pendapatan sebagai dividen. Dalam hal kepailitan, dividen tidak dapat dibayarkan oleh suatu perusahaan menurut undang-undang kepailitan. Ketika hutang melebihi aset, suatu perusahaan terpaksa menyatakan bangkrut. Kebijakan dividen sangat dipengaruhi oleh masalah keuangan dan ekonomi dalam kerangka ini.

#### 1. Posisi Likuiditas

Dalam kebanyakan kasus, aset penting untuk menjalankan bisnis dibeli menggunakan laba ditahan. Pabrik, beserta aset lainnya termasuk inventaris dan peralatan, didanai oleh laba ditahan tahun sebelumnya. Kami tidak menyimpan keuntungan ini dalam bentuk uang tunai. Tergantung pada kondisi likuiditasnya, kemampuan perusahaan untuk membayar dividen bergantung pada kemampuan menghasilkan keuntungan.

#### 2. Kebutuhan Pembayaran Hutang

Sebuah bisnis mempunyai dua pilihan ketika harus mengambil utang: mendanai ekspansi atau mengganti bentuk pendanaan yang sudah ada. Setelah jatuh tempo, perusahaan mempunyai pilihan untuk membayar kembali pinjaman tersebut dan menggantinya dengan jenis agunan lain, atau dapat memilih untuk membayar kembali jumlah tersebut secara penuh.

#### 3. Batasan Perjanjian Hutang

Kapasitas perusahaan untuk membayar dividen tunai terkadang dibatasi oleh pengaturan utang, terutama jika kontrak tersebut mencakup utang jangka panjang. Dalam kebanyakan kasus, larangan yang diberlakukan untuk menjaga posisi pemberi pinjaman menentukan hal tersebut:

- 1) Keuntungan yang diperoleh setelah perjanjian pinjaman dibentuk adalah satu-satunya keuntungan yang dapat digunakan untuk membayar dividen di masa depan. Laba ditahan dari tahun sebelumnya tidak dapat digunakan untuk tujuan ini.
- 2) Selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar merupakan modal kerja bersih, dan dividen tidak dapat dibagikan jika angka tersebut berada di bawah ambang batas tertentu.

#### 4. Tingkat Pertumbuhan Aset

Kebutuhan suatu perusahaan untuk memperoleh modal guna menambah asetnya berbanding lurus dengan tingkat pertumbuhannya. Perusahaan terkadang menimbun keuntungannya daripada membagikannya kepada pemegang saham jika kebutuhan pendanaannya meningkat di masa

depan. Pemegang saham saat ini, yang memahami keadaan perusahaan dengan baik, adalah sumber pendanaan ketika bisnis mencari pembiayaan utang.

#### 5. Tingkat Laba

Dividen dibayarkan kepada pemegang saham, yang kemudian menggunakan uang tersebut untuk hal lain, sementara laba ditahan diinvestasikan kembali dalam bisnis. Profitabilitas dari keputusan ini relatif terhadap tingkat keuntungan yang diprediksi.

#### 6. Stabilitas Laba

Bisnis yang secara konsisten menghasilkan keuntungan biasanya pandai dalam memperkirakan tingkat keuntungannya. Perusahaan yang beroperasi dengan cara ini biasanya mendistribusikan sebagian besar pendapatannya dibandingkan dengan perusahaan yang labanya lebih fluktuatif. Ketika sebuah perusahaan tidak berjalan dengan baik, biasanya perusahaan tersebut menimbun sebagian besar pendapatannya karena perusahaan tersebut merasa tidak dapat menghasilkan banyak uang pada tahun depan. Pembayaran dividen yang lebih kecil akan lebih mudah dilakukan jika pendapatan di masa depan turun.

#### 7. Akses terhadap pasar modal

Pasar keuangan dan sumber pendanaan lainnya lebih mudah diakses oleh perusahaan-perusahaan besar, sukses, menguntungkan, dan stabil. Sebaliknya, terdapat tingkat risiko yang lebih tinggi bagi calon investor terkait dengan perbaikan yang baru, bertahap, dan diperoleh melalui trial and error. Pasar modal bukanlah sumber pendanaan yang besar bagi kami. Dan untuk mendanai operasionalnya, bisnis-bisnis ini harus mempertahankan porsi pendapatan yang lebih besar.

#### 8. Pengendalian Perusahaan

Dampak sumber pembiayaan alternatif terhadap situasi pengendalian perusahaan. Bisnis biasanya melakukan ekspansi hanya sebatas mereka mengeksploitasi keuntungan internal. Pada saat yang sama, penjaminan emisi obligasi korporasi meningkatkan risiko fluktuasi pendapatan yang dihadapi manajer saat ini. Pembiayaan internal suatu perusahaan penting untuk mempertahankan kendali atas perusahaan, yang menyebabkan pembayaran dividen lebih rendah.

### **E. DIVIDEN DAN PEMECAHAN SAHAM**

Dividen saham awalnya digunakan sebagai pengganti dividen kas regular oleh perusahaan yang kekurangan kas. Pemecahan saham juga memiliki tujuan serupa. Mari kita bahas apa itu pemecahansaham dan deviden saham.

## 1. Pemecahan Saham

Meskipun tidak banyak bukti yang mendukungnya, banyak orang di sektor keuangan berpendapat bahwa ekuitas memiliki kisaran harga yang ideal. Dengan kata lain, kisaran harga saham yang optimal adalah ketika rasio P/E dan nilai perusahaan berada pada titik tertinggi. Kisaran harga optimal untuk sebagian besar ekuitas, menurut banyak analis dan termasuk manajemen Porter, adalah \$20 hingga \$80 per saham. Akan ada penurunan nilai setiap saham, namun pemegang saham akan memiliki lebih banyak saham secara keseluruhan. Nilai suatu korporasi dibagi menjadi bagian-bagian yang lebih kecil dengan cara pemecahan saham (stock split). Pemegang saham porter tidak akan mengalami perubahan dari posisi sebelum pemisahan jika harga pasca pemisahan adalah \$40. Meskipun demikian, begitu harga saham mencapai \$40, pemegang saham akan memetik hasilnya. Ada beberapa kemungkinan rasio untuk melakukan stock split. Satu kemungkinan pembagian saham adalah 1:2, yang lain adalah 1:3, dan yang lainnya lagi adalah 1,5:1.

## 2. Dividen Saham

Dividen saham mirip dengan pemecahan saham karena “membagi nilai perusahaan menjadi bagian-bagian yang lebih kecil” tanpa mengubah posisi dasar pemegang saham yang ada. Jika dividen saham tersebut sebesar 5%, maka seseorang yang memiliki 100 lembar saham akan mendapat 5 lembar saham lagi (gratis). Pemegang saham yang sama akan memperoleh 20 saham lagi jika dividen atas saham tersebut adalah 20%. Keuntungan, dividen, dan harga per saham semuanya menurun seiring bertambahnya jumlah saham, semua hal lainnya dianggap sama. Dividen yang dibagikan setiap tahun pada saham secara efektif membatasi harga saham. Ambil contoh perusahaan yang dividen dan pendapatannya meningkat dengan kecepatan 10% per tahun. Besar kemungkinan harga saham akan naik pada tingkat yang sama dan segera keluar dari kisaran perdagangan.

## F. PEMBELIAN SAHAM KEMBALI

Perlakuan perpajakan terhadap perusahaan yang membeli kembali sahamnya sendiri lebih diutamakan dibandingkan dengan pembayar dividen. Ketika pemegang saham mendapat dividen tunai, mereka dikenakan tarif dividen reguler; namun, ketika pembelian kembali saham menaikkan harga saham, mereka hanya dikenakan pajak keuntungan modal.

Salah satu jenis program pembelian kembali saham adalah pembelian pasar terbuka, yang biasanya dilakukan dalam jangka waktu tertentu. Perusahaan sering kali merinci jumlah saham yang ingin mereka beli kembali,

harga yang mereka tawarkan, dan berapa lama penawaran tersebut akan aktif dalam penawaran tender. Basis pro rata biasanya digunakan untuk akuisisi ketika jumlah saham sebenarnya yang ditawarkan oleh pemegang saham melebihi jumlah maksimum yang ditentukan oleh perusahaan.

Sebaliknya, jika jumlah penawaran kurang dari jumlah yang ditentukan, kami dapat memutuskan untuk membatalkan penawaran atau memperpanjang periode penguncian penawaran. Saham yang ditawarkan selama periode perpanjangan dapat dibeli secara pro rata atau berdasarkan siapa cepat dia dapat. Pembelian kembali saham bukanlah alternatif sederhana bagi dividen tunai. Penawaran tender pembelian kembali saham dikaitkan dengan lima hipotesis yang independen namun tidak sepenuhnya terpisah, yaitu:

1. Hipotesis Informasi atau Isyarat  
Keputusan untuk membayar tunai kepada pemegang saham dalam penawaran tender mungkin mengindikasikan bahwa perusahaan berencana meningkatkan arus kasnya di masa depan, atau bisa juga mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut kehilangan kemungkinan investasi yang menguntungkan.
2. Hipotesis *Leverage*  
Menurut Modigliani dan Miller (1963), pemegang saham akan mendapatkan keuntungan dari rasio leverage yang menguntungkan, yaitu jika pembelian kembali saham perusahaan didanai oleh penerbitan hutang dan bukan pembayaran tunai.
3. Hipotesis penghindaran pajak dividen  
Meskipun pajak keuntungan modal berlaku untuk tender pembelian kembali saham, pajak dividen tidak berlaku jika pembagiannya tidak sesuai dengan pembayaran dividen atau jika pembelian kembali sangat tidak proporsional, artinya pemegang saham diharuskan menjual 20% atau lebih sahamnya dalam tender tersebut.
4. Hipotesis peengambilalihan kembali pemegang obligasi  
Pemegang obligasi berisiko kehilangan uang karena nilai agunan yang dimilikinya berkurang jika aset utama perusahaan tiba-tiba berkurang akibat pembelian kembali saham tersebut.
5. Pengalihan aset antar pemegang saham  
Pengalihan aset antara pemegang saham yang mengajukan penawaran dan yang tidak berpartisipasi dapat terjadi jika terdapat berbagai jenis pembatas dan biaya di antara kelompok kepemilikan. Rumus untuk menentukan harga sebelum pengumuman adalah:

$$p_E n_E = p_0 n_0 - p_T (n_0 - n_E) + \Delta W$$

Keterangan :

$p_E$  = Harga saham setelah berakhirnya penawaran tender

$n_E$  = Jumlah saham beredar setelah pembelian kembali saham

$p_0$  = Harga saham sebelum pengumuman

$n_0$  = Pengumuman jumlah saham beredar sebelum pengumuman

$p_T$  = harga tender

$\Delta W$  = Dampak penawaran tender terhadap aset pemegang saham.

### LATIHAN SOAL

1. Bagaimana teori dividen tidak relevan menurut Profesor Merton Miller dan Franco Modigliani!
2. Sebutkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen!
3. Jelaskan apa itu kebijakan dividen?
4. Jelaskan apaitu dengan dividend payout ratio?
5. Sebutkan dan jelaskan 3 cara untuk menghitung dividend payout ratio!
6. PT X mempunyai lembar saham sebanyak 15.000.000 lembar. Pada tahun 2021 dividen yang dibagikan yaitu Rp. 200.000.000 dan laba bersihnya Rp. 400.000.000 Berapakah nilai DPR PT X?
7. Apa keuntungan yang didapat perusahaan jika membeli kembali sahamnya sendiri?
8. Jelaskan hipotesis yang independen namun tidak sepenuhnya terpisah terkait penawaran tender pembelian kembali saham!
9. Jika suatu perusahaan mau menurunkan harga pasarnya, bagaimana baiknya dilakukan pemecahan saham atau dividen saham?
10. Apa perbedaan dividen dibayar tinggi dengan dividen dibayar rendah pada permasalahan dividen?

## **BAB 5**

# **WORKING CAPITAL**

### **Indikator:**

1. Mahasiswa mampu memahami pengertian modal kerja
2. Mahasiswa mampu memahami konsep modal kerja
3. Mahasiswa mampu memahami jenis modal kerja
4. Mahasiswa mampu mengidentifikasi faktor yang mempengaruhi model kerja
5. Mahasiswa mampu mengidentifikasi kebijaksanaan modal kerja
6. Mahasiswa mampu memahami cara mengestimasi kebutuhan modal kerja

### **A. DEFINISI MODAL KERJA**

Definisi konsep modal kerja berdasarkan pendapat beberapa ahli manajemen, diantaranya:

1. Definisi modal kerja berdasarkan pendapat Agnes Sawir yakni seluruh alat likuid suatu perusahaan, biaya yang harus ada untuk mendanai operasi perusahaan setiap hari (Sawir, 2003).
2. Berdasarkan pengertian dari modal kerja yakni sekumpulan piutang, surat berharga, uang tunai maupun persediaan yang termasuk kedalam aktiva lancar sebagai bagian dari investasi perusahaan (Weston & Eugene, 2000).
3. Modal kerja adalah jumlah total aset lancar suatu bisnis.

Definisi dari modal yakni komponen krusial bagi perusahaan karena tanpanya akan sulit untuk menjalankan proses produksi. Namun, saat ini modal dapat berasal dari berbagai sumber, termasuk pinjaman dari pihak lain selain pemilik perusahaan.

Secara umum, modal terbagi menjadi dua kelompok:

1. Modal kerja ialah penanaman modal suatu perusahaan pada aktiva lancar atau lancar dan umumnya terdiri atas: Uang Tunai, Surat Berharga, Piutang, Pendapatan Saat Ini, Penyerahan.
2. Modal tidak bekerja, yang investasi dalam aktiva tetap, tetapi tidak menghasilkan pendapatan saat ini

Secara umum modal kerja didefinisikan sebagai aktiva yang dibutuhkan perusahaan untuk menjalankan aktivitas yang berkelanjutan selama jangka waktu tertentu. Modal kerja bagian penting dari bisnis, baik manufaktur maupun ritel. Ini karena hampir separuh dari aset bisnis ritel adalah modal kerja. Selain itu, Pengelolaan modal kerja juga merupakan bagian penting dari pengelolaan keuangan bisnis mikro kecil dan menengah. Modal lancar, atau modal untuk kegiatan usaha sehari-hari, sering disebut sebagai modal kerja karena keduanya identik. Modal kerja selalu berubah setiap tahunnya. Definisi dari modal kerja bersih atau dikenal dengan istilah *net working capital* yakni jumlah yang harus diperoleh perusahaan dari sumber yang imbalan untuk mempertahankan aset lancarnya. Jadi, aktiva lancar bersih = aktiva lancar - piutang dan akrual.

Modal kerja suatu konsep yang sangat kompleks. Banyak manajer dan pemilik perusahaan yang menghadapi kesulitan dan berusaha untuk menerjemahkannya ke dalam operasi bisnis mereka. Mungkin karena istilah "modal kerja" sangat sederhana, itulah sebabnya kalimat tersebut sulit diterjemahkan. Konsep *net working capital*, atau nilai beda antara utang lancar dan aktiva lancar, adalah definisi standar yang paling umum untuk istilah ini. Namun, pemahaman orang tidak seharusnya terlalu terfokus pada definisi tersebut.

Bentuk investasi jangka pendek terhadap aset lancar yang ditetapkan perusahaan termasuk inventaris, piutang, surat berharga, dan uang tunai disebut dengan *working capital* atau modal kerja. Modal kerja bersih atau aktiva lancar bersih merupakan perbandingan antara piutang dengan hutang lancar dibandingkan dengan hutang lancar. Kewajiban lancar termasuk hutang komersial, bank, surat promisi, upah, pajak, dan kewajiban jangka pendek lainnya.

Perusahaan memerlukan biaya operasional guna menjalankan operasinya, seperti membeli bahan baku, menggaji karyawan, membayar listrik, transportasi, dan membayar hutang. Dalam waktu satu tahun, semua biaya yang dialokasikan akan dikembalikan melalui penjualan produk. Pendapatan yang diperoleh dari pemasaran barang ini akan digunakan lagi untuk mendanai operasional perusahaan di masa mendatang. Modal kerja merupakan biaya yang dimanfaatkan untuk mendanai kinerja suatu bisnis setiap hari.

Tindakan untuk mengendalikan komponen dalam kewajiban lancar dan aset lancar disebut dengan manajemen modal kerja. Kebijakan modal kerja, juga dikenal sebagai (*working capital policy*) mencakup semua ketentuan penting mengenai tujuan setiap komponen aset lancar dan cara aset lancar tersebut dibelanjakan. Manajemen modal kerja digunakan untuk

mengendalikan aset lancar dan kewajiban lancar untuk menjaga nilai likuiditas perusahaan dan mendapatkan modal kerja netto yang cukup. Manajemen modal kerja berarti mengatur aktiva lancar suatu usaha, seperti pembiayaan, persediaan, piutang, surat berharga, dan kas yang dibutuhkan untuk membantu aset lancar, terpenting utang lancar atau jangka pendek.

## B. KONSEP MODAL KERJA

Kegunaan dari konsep modal kerja adalah mempermudah elemen modal kerja, sebagai berikut yaitu:

### 1. Modal kerja bersih

Definisi *net working capital* atau modal kerja bersih yakni ketidaksamaan diantara aset saat ini dan kewajiban saat ini, yang dapat bersifat positif atau negatif. Jika aset saat ini lebih besar daripada kewajiban saat ini, maka modal kerja bersih bernilai positif, jika aktiva saat ini lebih kecil daripada hutang saat ini, maka modal kerja bersih akan negatif. Memprediksi perkiraan arus kas (*estimated cash inflow*), yaitu mengubah aset lancar (*current assets*) menjadi aktiva yang lebih likuid, lebih sulit daripada mengubah aktiva lancar (*current assets*) menjadi aktiva yang lebih likuid. Sebaliknya, mengubah aktiva lancar (*current assets*) menjadi kewajiban usaha atau *account receivables* menjadi sumber uang tunai yang akan digunakan untuk melunasi obligasi saat ini.

Dalam praktiknya, mayoritas bisnis mengalami kesulitan dalam menentukan secara akurat jatuh tempo arus kas keluar dan masuk yang diharapkan. Akibatnya, aset lancar yang memiliki kapasitas yang lebih besar untuk menutupi arus kas keluar sangat penting. Maka dari itu, semakin besar aset saat ini dibandingkan dengan aset saat ini maka semakin baik, walaupun pendapat ini mungkin tidak memperhitungkan nilai aset saat ini.

### 2. Model kerja kotor (*Gross Net Working Capital Concept*)

Dalam model kerja kotor, total investasi dalam aset lancar perusahaan biasanya terdiri dari kas, uang setara, surat berharga, piutang usaha, serta inventaris. Pendekatan modal kerja kotor berfokus pada proses perusahaan, yang menunjukkan bahwa jumlah aset lancar berubah seiring dengan waktu dan transaksi serta operasi perusahaan terjadi.

Terdapat 3 (tiga) konsep modal kerja Perusahaan (Kasmir, 2010) antara lain:

1. Konsep kuantitatif, mengacu pada jumlah biaya yang terpendam pada aset lancar, seperti kas, piutang, persediaan, dan pembayaran di muka.
2. Konsep kualitatif, mengacu pada jumlah biaya yang terpendam dalam aset lancar yang dapat dimanfaatkan untuk mendanai aktivitas bisnis setelah dikurangnya utang lancar.

3. Konsep fungsional, menentukan besarnya modal berdasarkan manfaat biaya untuk memperoleh pemasukan. Dengan demikian, besarnya modal kerja terdiri dari:
  - a. Uang tunai
  - b. *Inventory*/ persediaan
  - c. piutang (dikurangi dari keuntungan)
  - d. Sebagian biaya yang disimpan dalam aset tetap

Terdapat sejumlah konsep modal kerja yang diimplementasikan dalam manajemen keuangan, diantaranya:

1. Komponen utama yang berkaitan dengan konsep kuantitatif yakni aset lancar, yang juga dikenal sebagai *gross working capital* atau modal kerja bruto. Selain itu, komponen *gross working capital* juga meliputi persediaan, piutang, sekuritas, dan kas.
2. Pengertian modal kerja berdasarkan perspektif konsep kualitatif yakni kewajiban yang harus dibayarkan dengan segera atau kewajiban lancar. Kas, persediaan, dan lain-lain adalah contoh kewajiban lancar yang sering digunakan untuk membayar kewajiban lancar, yang meliputi hutang pajak, hutang wesel, dan hutang dagang. Di sisi lain, bagian aset lancar yang sering digunakan untuk membayar kewajiban lancar ialah hutang pajak, hutang wesel, dan hutang dagang. Jadi, definisi modal kerja menurut konsep kualitatif adalah *net working capital* atau modal kerja bersih yang diperoleh dari sisa aset lancar yang dibandingkan dengan kewajiban lancarnya.
3. Fokus dari konsep fungsional yakni bagaimana biaya digunakan untuk menghasilkan pemasukan. Semua biaya yang ditempatkan dalam berbagai aset dimaksudkan untuk menghasilkan pemasukan saat ini maupun pemasukan di masa depan. Menurut konsep fungsional, modal yang digunakan untuk menghasilkan pemasukan saat ini disebut modal kerja.

Berikut adalah ilustrasi bagaimana masing-masing konsep modal kerja dapat diterapkan.

**PT ANGKASA**  
Neraca per 30 Desember 2011 (rupiah)

- Kas dan efek	30.000.000	- Hutang dagang	50.000.000
- Piutang dagang	70.000.000	- Hutang wesel	25.000.000
- Persediaan	90.000.000	- Hutang lainnya	25.000.000
<b>Total aktiva lancar</b>	<b>190.000.000</b>	<b>Total hutang</b>	<b>100.000.000</b>
- Mesin	80.000.000	- Modal sendiri (MS):	
- Penyusutan mesin	(15.000.000)	- Modal saham	300.000.000
- Gedung	130.000.000	- Laba ditahan	15.000.000
- Penyusutan gedung	(25.000.000)	<b>Total hutang &amp; MS</b>	<b>315.000.000</b>
<b>Total aktiva</b>	<b>360.000.000</b>		

Dengan melihat contoh laporan keuangan neraca PT. ANGKASA di atas, kita dapat mengetahui dan menghitung modal kerja sebagai berikut:

1. *Gross working capital:*

Kas dan efek	30.000.000
Piutang dagang	70.000.000
Persediaan	90.000.000
Modal kerja bruto	190.000.000

2. *Net working capital:*

Total aktiva lancar	190.000.000
Total hutang lancar	(100.000.000)
Modal kerja neto	90.000.000

Apabila laporan keuangan PT. ANGKASA di atas ditambahkan dengan penjelasan terkait margin laba sebesar 25% dan efek (surat berharga) sebanyak Rp 16.000.000, maka hasilnya:

3. Modal kerja fungsional:

• Modal Kerja Riil adalah:

Kas	30.000.000
Piutang dagang (75%)	52.500.000*1
Persediaan	90.000.000
Penyusutan mesin	15.000.000
Penyusutan Gedung	25.000.000
Modal kerja riil	212.500.000

• Modal kerja potensial adalah:

Sekuritas	15.000.000
-----------	------------

Marjin laba piutang (25%)	17.500.000*2
Modal kerja potensial	32.500.000
• Bukan Modal kerja fungsional adalah:	
Mesin	80.000.000
Gedung	130.000.000
Bukan modal kerja	210.000.000

Keterangan:

\*1) Piutang yang berlaku Sebagian adalah peranan laba sebesar 25%, menurut konsep modal kerja fungsional. Oleh karena itu, piutang yang diperkirakan dalam konsep ini adalah sebesar 75% dari piutang yang ada, yaitu  $75\% \times 70.000.000 = 52.500.000$ .

\*2) Dari laba piutang saat ini  $25\% \times 70.000.000 = 17.500.000$ .

### C. JENIS MODAL KERJA

Perusahaan mempunyai beberapa jenis modal kerja, diantaranya:

1. Modal yang dimiliki perusahaan agar tetap bisa menjalankan aktivitas operasionalnya dalam jangka waktu tertentu yang dikenal dengan sebutan modal kerja tetap. Contoh dari modal kerja tetap ini, yakni:
  - a. Modal kerja normal yang memungkinkan perusahaan bisa menjalankan aktivitas pembuatan dengan volume normal, sesuai dengan syarat dan ketentuan perusahaan.
  - b. Modal kerja primer yang digunakan untuk pembiayaan kelanjutan bisnis.
2. Modal yang dibutuhkan perusahaan dengan jumlah yang tidak tetap dan cenderung mengalami perubahan setiap kurun waktu tertentu tergantung atas situasi disebut dengan modal kerja variabel. Contoh dari modal kerja variabel, diantaranya:
  - a. Modal kerja yang berfluktuasi secara signifikan dan tidak diketahui penyebabnya disebut dengan modal kerja darurat.
  - b. Modal kerja yang berubah sesuai dengan jumlah permintaan produk secara signifikan disebut dengan modal kerja siklis.
  - c. Modal kerja yang mengalami fluktuasi akibat pergantian musim dan terjadi secara signifikan disebut dengan modal kerja musiman.

Terdapat dua macam modal kerja (Alexandri, 2008) diantaranya:

1. Modal yang dibutuhkan untuk menjalankan aktivitas operasional perusahaan seminimal mungkin disebut dengan modal kerja permanen atau modal kerja tetap. Terdapat dua macam modal kerja pemanen, yakni:

- a. Akumulasi modal kerja yang diperlukan untuk menjalankan kisaran prediksi normal atau dinamis sesuai dengan rata-rata modal kerja yang diperlukan untuk melaksanakan kisaran produksi normal disebut dengan modal kerja normal.
  - b. Jumlah minimal modal kerja yang dibutuhkan perusahaan agar suatu usaha bisa beroperasi dengan baik disebut dengan modal kerja primer.
2. Modal yang dibutuhkan perusahaan dengan jumlah yang tidak tetap dan cenderung mengalami perubahan setiap kurun waktu tertentu tergantung atas situasi disebut dengan modal kerja variabel. Terdapat tiga kategori modal kerja variabel terbagi:
    - a. Modal kerja darurat yang dibutuhkan dalam kondisi darurat dan jumlahnya akan berfluktuasi tergantung pada keadaan darurat yang tidak diketahui.
    - b. Modal kerja siklis yang mengalami fluktuasi karena kondisi perekonomian.
    - c. Modal kerja musiman yang dipengaruhi oleh musim.

#### **D. FAKTOR YANG MEMPENGARUHI MODAL KERJA**

Aspek yang mempengaruhi jumlah kebutuhan modal kerja suatu Perusahaan (Margaretha, 2011) diantaranya:

1. Periode perputaran modal kerja adalah jangka waktu sejak dana dimasukkan ke dalam komponen modal kerja dan berakhir ketika dana tersebut kembali ke dana awal, meliputi:
  - a. Waktu kredit yang diperlukan untuk membeli bahan baku dan bahan penolong
  - b. Lama penyimpanan bahan baku di bangsal
  - c. Durasi cara pembuatan
  - d. Jangka waktu penyimpanan barang jadi di bangsal
  - e. Kurun yang diperlukan untuk menerima piutang (apabila penjualan dilakukan dengan angsuran)
2. Rata-rata penarikan tunai harian:
  - a. Membeli bahan baku dan perlengkapan
  - b. Pembayaran gaji kepada manajer, pegawai, dan bagian administrasi
  - c. Dana tambahan

Faktor-faktor berikut memengaruhi kebutuhan modal kerja:

1. Jumlah penjualan. Penjualan adalah puncak bisnis karena perusahaan membutuhkan tenaga kerja. Oleh karena itu, tingkat penjualan tinggi membutuhkan jumlah modal kerja yang lebih besar, dan juga begitu sebaliknya.
2. Faktor Musiman. Perubahan musim dapat memengaruhi penjualan. Begitu juga dengan ekonomi.
3. Perubahan teknologi dapat membuat kinerja produksi menjadi lebih akurat dan lebih ekonomis, sehingga mengurangi kebutuhan modal kerja. Namun, perusahaan harus menyesuaikan diri dengan kemajuan teknologi dengan membeli produk investasi yang baru, yang membutuhkan modal kerja yang lebih banyak.
4. Ketetapan perusahaan, diantaranya:
  - a. Kebijakan penjualan kredit di mana volume modal kerja dipengaruhi oleh panjang pendek piutang.
  - b. Kebijakan ketetapan persediaan: tingginya inventori akan menghasilkan modal kerja yang tinggi, dan sebaliknya.
5. Tingkat kebutuhan modal kerja akan dipengaruhi oleh besarnya perusahaan, baik dari segi aktiva maupun penjualan.
6. Sifat kegiatan suatu perusahaan mempengaruhi jumlah modal kerja. Jumlah aktiva lancar perusahaan dagang mempunyai tingkat aset lancar yang lebih rendah daripada perusahaan manufaktur.
7. Tersedianya kredit: Perusahaan yang selalu memiliki kredit dapat memiliki nilai modal kerja yang lebih sedikit daripada perusahaan yang tidak memilikinya.
8. Tindakan atas Hadiah. Semua biaya yang membutuhkan dana modal kerja dapat mengurangi keuntungan perusahaan. Karena mereka bersedia menerima kerugian yang lebih kecil, beberapa bisnis lebih suka memiliki modal kerja yang besar. Untuk mencapai laba maksimal, perusahaan lain memilih beroperasi dengan modal kerja minimal. Perilaku risiko menunjukkan bahwa semakin tinggi modal kerja (terutama kas dan aset lancar) maka semakin rendah risiko ketidaklikuidan suatu perusahaan.

## **E. KEBIJAKSANAAN MODAL KERJA**

Setiap bisnis membuat kebijakan sesuai dengan kebutuhan dan kondisi mereka dan dibuat untuk membantu mereka mencapai tujuan mereka. Seperti halnya dengan kebijakan modal kerja, tiga jenis kebijakan modal kerja yang paling umum digunakan dalam suatu perusahaan adalah:

1. Kebijakan moderat. Strategi manajemen yang agresif dan konservatif disediakan oleh kebijakan moderat. Hal ini menunjukkan bahwa sementara modal kerja variabel digunakan untuk mendukung proyek-proyek jangka pendek, kebutuhan modal kerja tetap dipenuhi oleh sumber-sumber biaya jangka panjang untuk aktiva tetap dan modal kerja permanen.
2. Kebijakan agresif. Pendekatan ini menempatkan sebagian modal kerja permanen variabel pada biaya jangka pendek dan sebagian modal kerja permanen pada biaya jangka panjang.
3. Kebijakan konservatif mengharuskan manajemen modal kerja yang hati-hati. Sebagian dari modal kerja permanen dan variabel dialokasikan untuk biaya jangka panjang dalam pendekatan konservatif ini, sementara sisa modal kerja variabel dialokasikan untuk biaya jangka pendek.

## F. CARA MENGESTIMASI KEBUTUHAN MODAL KERJA

Menentukan jumlah modal kerja yang diperlukan sangat penting bagi kelangsungan praktis dan finansial dari komposisi modal kerja tetap dan variabel. Modal kerja tidak dapat digunakan sesuai dengan peraturan yang berlaku jika perencanaan modal kerja tidak dilakukan dengan benar. Teknik perputaran modal kerja dan metode keterikatan dana adalah dua pendekatan untuk menentukan jumlah modal kerja yang dibutuhkan.

### 1. Metode Keterikatan Dana

Ada dua komponen yang harus diperhatikan saat menggunakan metode ini karena keduanya sangat berpengaruh:

- a. periode komitmen modal kerja
- b. Pembayaran tunai harian.

Jangka waktu komitmen modal kerja adalah jangka waktu yang diperlukan sejak dana diinvestasikan pada porsi modal kerja sampai dengan dana tersebut dikembalikan.

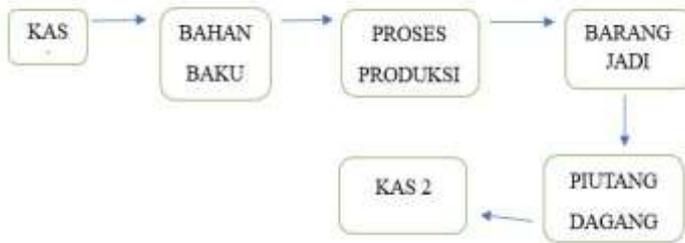
Jangka waktu komitmen modal kerja suatu perusahaan dagang dapat dijelaskan sebagai berikut.



**Gambar 5.1 Metode Keterikatan Dana Perusahaan Dagang**

Sumber: (Riyanto, 2001)

Namun, untuk perusahaan manufaktur, jangka waktu komitmen modal kerja digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 5 2 Metode Keterikatan Dana Perusahaan Manufaktur**

Sumber: (Riyanto, 2001)

Seperti yang dapat dilihat dari bagan di atas, jangka waktu yang terikat dengan biaya meliputi kurun pembelian dan penyimpanan bahan, waktu cara pembuatan, waktu penyimpanan barang digudang, dan kurun waktu yang diperlukan penerimaan piutang. Jumlah uang harian yang digunakan untuk membeli bahan baku, bahan penolong, gaji kepada karyawan, dan dana lainnya disebut sebagai kas keluar setiap hari. Berikut adalah contoh perhitungan estimasi dana yang dibutuhkan perusahaan:

Contoh:

Data modal kerja PT. ROSE FROZEN CHIKEN, yakni:

- Rerata periode terikatnya modal kerja:
  - a. Durasi penyimpanan barang 12 hari
  - b. Durasi piutang dikumpulkan 16 hari
 Periode terikatnya modal kerja 29 hari
- Rerata pengeluaran kas perharinya:
  - a. Pembelian barang dagangan Rp 1.800.000
  - b. Gaji karyawan 380.000
  - c. Biaya administrasi dan umum 35.000
  - d. Biaya penjualan 45.000
  - e. Biaya lainnya 20.000
 Jumlah pengeluaran kas 2.225.000

Apabila kas minimal yang ditetapkan perusahaan senilai Rp 600.000, maka modal kerja yang diperlukan ialah sebagai berikut.

Periode terikatnya modal kerja x pengeluaran kas setiap hari + kas minimum:

$$= (29 \text{ hari} \times \text{Rp } 2.225.000) + \text{Rp } 600.000$$

$$= \text{Rp } 65.125.000$$

## 2. Metode Perputaran Modal Kerja

Jika cara ini digunakan untuk menghitung kebutuhan modal kerja, maka total perputaran kas, piutang, dan stok akan dihitung. Dalam kasus ini, perputaran kas satu kali berarti uang digunakan untuk membuat barang atau jasa dan kemudian dikembalikan setelah penjualan. Perputaran piutang dan persediaan, yaitu kurun yang dibutuhkan untuk mendapatkan piutang atau persediaan kembali.

Contoh perhitungan kebutuhan modal kerja menggunakan metode perputaran modal kerja sebagai berikut:

Laporan neraca dan laporan laba rugi pada PT. MEZALUNA MANUFACTURE sebagai berikut:

### PT. MEZALUNA MANUFACTURE

Neraca, per 31 Desember 2009

(dalam ribuan rupiah)

Kas	650.000	Hutang dagang	1.600.000
Piutang dagang	3.000.000	Hutang bank	500.000
Persediaan	3.500.000	Hutang wesel	920.000
Aktiva tetap	12.500.000	Hutang jk panjang	4.800.000
<b>Total aktiva</b>	<b>19.650.000</b>	Modal saham	5.250.000
		Laba ditahan	3.600.000
		<b>Hutang +modal sendiri</b>	<b>16.670.000</b>

### PT. MEZALUNA MANUFACTURE

Laporan laba rugi 2009

(dalam ribuan rupiah)

Penjualan	61.500.000
Harga pokok penjualan	(42.500.000)
Laba bruto	19.000.000
Biaya operasi	( 8.500.000)
EBIT	14.000.000
Bunga	( 4.500.000)
Laba sebelum pajak	9.400.000
Pajak 30%	( 3.600.000)
EAT	6.000.000

Perputaran dari setiap komponen dapat diperhitungkan dari laporan keuangan diatas, yaitu

- Perputaran kas  
= (penjualan / kas\*)  
= 61.500.000 / 650.000  
= 94 kali (hasil pembulatan)
- Perputaran piutang  
= (penjualan / piutang\*)  
= 61.500.000 / 3.000.000  
= 20,5 kali (hasil pembulatan)
- Perputaran persediaan  
= (Harga pokok penjualan / persediaan\*)  
= 42.500.000 / 3.500.000  
= 12 kali (hasil pembulatan)

\*) Kas, piutang, dan persediaan adalah rata-rata yang dihitung. Namun, karena tidak adanya data awal dan akhir, besarnya kas, piutang, dan persediaan merupakan apa yang tercatat pada neraca, bukan rata-ratanya.

Tahap selanjutnya adalah menghitung durasi pengikatan setiap elemen modal kerja setelah perputaran setiap komponen ditetapkan. Seluruh waktu modal kerja yang terikat kemudian diperoleh dengan menjumlahkan perhitungan ini; ini sering kali diyakini sebagai 360 hari per tahun.

Periode terikatnya modal kerja adalah sebagai berikut:

Kas	= 360 / 94	= 2,68 hari	= 2 hari
Piutang	= 360 / 20,5	= 17,5 hari	= 17 hari
Persediaan	= 360 / 12		= 30 hari
Total periode 49 hari			

Sehingga waktu terikatnya modal kerja adalah 49 hari, dan perputaran elemen modal kerja adalah  $360 / 49 \times 1 = 7,3$  kali. Dengan demikian, perkiraan tahun 2009 perusahaan mampu menjual produk sebesar Rp. 85.000.000 dan kemudian kebutuhan modal kerja perusahaan adalah  $Rp\ 85.000.000 / 7,3 = Rp\ 11.644.000$ .

### LATIHAN SOAL

1. Apa yang dimaksud dengan *working capital*?
2. Jelaskan apa pengertian manajemen modal kerja!
3. Apa itu tujuan manajemen modal kerja itu?
4. Apa konsep modal kerja menurut kasmir?
5. Ada berapa jenis modal kerja itu? Sebutkan!

6. Faktor apa saja yang mempengaruhi kebutuhan modal kerja? Sebutkan 3!
7. Ada berapa metode mengestimasi kebutuhan modal kerja? Sebutkan!
8. Hitunglah modal kerja kuantitatif, modal kerja kualitatif serta modal kerja fungsional pada data dibawah ini dengan keterangan margin laba sebesar 25% dan efek (surat berharga) sebesar Rp 18.000.000.

## PT BEUATY

Nearaca, 30 Desember 2018(rupiah)

- Kas dan efek	32.000.000	- Hutang dagang	52.000.000
- Piutang dagang	72.000.000	- Hutang wesel	26.000.000
- Persediaan	92.000.000	- Hutang lainnya	26.000.000
<b>Total aktiva lancar</b>	<b>196.000.000</b>	<b>Total hutang</b>	<b>104.000.000</b>
- Mesin	82.000.000	Modal sendiri (MS):	
- Penyusutan mesin	(17.000.000)	- Modal saham	320.000.000
- Gedung	150.000.000	- Laba ditahan	(16.000.000)
- Penyusutan gedung	(27.000.000)	<b>Total hutang &amp; MS</b>	<b>336.000.000</b>
<b>Total aktiva</b>	<b>384.000.000</b>		

9. Data modal kerja PT. ANDIKA, yakni:
  - Rerata periode terikatnya modal kerja:
    - a. Durasi penyimpanan barang 16 hari
    - b. Durasi barang piutang dikumpulkan 18 hari
 Periode terikatnya modal kerja 34 hari
  - Rerata pengeluaran kas per-harinya:
    - a. Nominal untuk membeli barang dagang Rp. 2.000.000
    - b. Gaji karyawan Rp. 400.000
    - c. Biaya daministrasi & umum Rp. 50.000
    - d. Biaya penjualan Rp. 60.000
    - e. Biaya lainnya Rp. 25.000

Jumlah pengeluaran Rp. 2. 535.000 dan jumlah kas yang ditetapkan perusahaan minimal Rp. 500.000.

Hitunglah data diatas menggunakan metode keterikatan dana!

10. Pada PT. ZAHRA MANUFAKTURE memiliki neraca dan laporan laba rugi sebagai berikut. Hitunglah data dibawah ini menggunakan metode perputaran modal kerja!

## PT. ZAHRA MANUFAKTURE

Neraca, per 31 Desember 2015

(Dalam ribuan rupiah)

- Kas	700.000	- Hutang dagang	1.800.000
- Piutang dagang	4.000.000	- Hutang bank	800.000
- Persediaan	4.500.000	- Hutang wesel	1.000.000
- Aktiva tetap	13.000.000	- Hutang jk Panjang	5.000.000
- Total aktiva	22.200.000	- Modal saham	5.500.000
		- Laba ditahan	3.800.000
		- Hutang+modal sendiri	17.900.000

## PT. ZAHRA MANUFAKTURE

Laporan laba rugi

(dalam ribuan rupiah)

Penjualan	62.000.000
Harga pokok penjualan	(44.000.000)
Laba bruto	18.000.000
Biaya operasi	(9.000.000)
EBIT	15.000.000
Bunga	5.000.000
Laba sebelum pajak	10.000.000
Pajak 30%	(14.000.000)
EAT	7.000.000

# BAB 6

## LEASING

### Indikator

1. Mahasiswa mampu memahami Definisi *Leasing*
2. Mahasiswa dapat mengidentifikasi Jenis-jenis *Leasing*
3. Mahasiswa dapat menjelaskan Keuntungan Pajak di Amerika Serikat mengenai *Leasing*
4. Mahasiswa mampu memahami Akuntansi *Lease*
5. Mahasiswa dapat menjelaskan Keputusan Pembiayaan: *Lease Versus Pinjaman*
6. Mahasiswa dapat mengidentifikasi Alternatif Pemilihan Pembelanjaan antara *Leasing* atau Membeli

### A. DEFINISI LEASING

*Leasing* adalah kesepakatan kontraktual antara *lessor* (pemberi sewa) dan *lessee* (penyewa) di mana *lessee* memiliki hak untuk menggunakan suatu aset tertentu. Dalam pertukaran ini, *lessee* membayar *lessor* sejumlah uang tunai setiap periode. *Lessee* dapat merupakan pihak yang membuat aset tersebut atau pihak independen yang membeli aset dari pembuatnya. Sebagai contoh, sebuah rumah sakit ingin menggunakan komputer dalam jumlah besar untuk operasionalnya. Rumah sakit dapat membeli komputer tersebut secara langsung. Alternatifnya, rumah sakit dapat memilih untuk menyewa komputer dari perusahaan leasing. Perusahaan leasing akan membeli komputer dari produsen seperti Acer atau IBM dan menyewakannya ke rumah sakit. Jenis sewa ini dikenal sebagai "*direct lease*" atau sewa langsung. Pilihan lainnya adalah jika Acer atau IBM sendiri yang menyewakan komputer mereka langsung ke rumah sakit, yang dikenal sebagai "*sales-type lease*" atau sewa penjualan. Dalam kasus ini, Acer atau IBM akan bersaing dengan perusahaan leasing independen (Hanafi, 2018).

*Leasing* adalah perjanjian di mana perusahaan *leasing* (*lessor*) memberikan hak kepada pihak lain (*lessee*) untuk menggunakan suatu aset tertentu dalam waktu tertentu dengan membayar sejumlah uang sewa (Brigham & Houston, 2019). Kami telah mendapatkan izin untuk menjalankan bisnis penyewaan. *Leasing* adalah salah satu bentuk pembiayaan di mana suatu perusahaan menyediakan barang modal untuk digunakan dalam jangka waktu tertentu.

Berdasarkan pembayaran bertahap, perusahaan memiliki opsi untuk membeli barang modal tersebut atau memperpanjang jangka waktu sewa berdasarkan nilai sisa yang telah disepakati. Fokus dari pengertian sewa dalam keputusan bersama adalah pada konteks sewa pembiayaan, di mana penyewa memiliki opsi pada akhir kontrak untuk membeli barang tersebut atau memperpanjang masa sewanya. (Sigit Triandal & Budi Santoso, 2009).

## **B. JENIS – JENIS LEASING**

Dari berbagai jenis sewa, yang paling signifikan termasuk: penjualan dan sewa kembali (*sale and leaseback*), sewa jasa atau operasional (*service operating leases*), dan sewa keuangan langsung. Kami akan mengulas secara ringkas ketiga jenis sewa tersebut (Arifin, 2018):

### **1. *Sale dan leaseback***

Perjanjian jual dan sewa kembali adalah perjanjian di mana perusahaan menjual aset (seperti bangunan, tanah, peralatan, atau pabrik) yang dimilikinya kepada lembaga keuangan, dan kemudian menyewakannya kembali dengan syarat dan ketentuan tertentu.

Dalam konteks ini, penjual atau penyewa (*lessee*) menerima pembayaran langsung dari pembeli atau pemilik aset (*lessor*). Pada saat yang sama, penjual yang juga bertindak sebagai penyewa tetap menggunakan aset tersebut dengan pembayaran sewa. Dalam transaksi hipotek, lembaga keuangan menerima serangkaian pembayaran yang sama untuk mengamortisasi pinjaman dan mencapai laba atas investasi. Pembayaran sewa diatur dengan cara yang sama dalam perjanjian jual-sewa kembali, yang cukup untuk melunasi seluruh nilai pembelian aset kepada lembaga keuangan serta mendapatkan laba atas investasi tertentu.

### **2. *Lease Operasi***

Sewa pengoperasian atau jasa mencakup layanan keuangan dan pemeliharaan. IBM adalah salah satu perintis dalam perjanjian sewa dan layanan ini. Barang-barang yang dapat disewakan melalui layanan ini meliputi komputer, mesin fotokopi, mobil, dan truk. Kontrak ini meminta pemilik untuk mempertahankan peralatan sewaan, dan biaya pemeliharaan ini disertakan dalam harga sewa atau diatur dalam kontrak terpisah.

Fitur penting lainnya adalah bahwa peralatan yang disewakan umumnya tidak dimiliki oleh penyewa. Pada akhir masa sewa, peralatan biasanya harus dikembalikan sepenuhnya. Artinya, pembayaran sewa selama masa sewa tidak mencukupi untuk menutupi seluruh biaya perolehan peralatan. Namun, jelas bahwa kontrak ini hanya mencakup jangka waktu yang lebih pendek daripada umur ekonomis peralatan yang disewakan. *Lessor* kemudian

berharap bahwa harga peralatan tersebut akan tercakup dalam pembayaran perpanjangan sewa atau dari hasil penjualan peralatan tersebut.

Dalam sewa pembiayaan langsung, tidak ada kontrak pemeliharaan yang tidak dapat dibatalkan dan peralatan yang disewakan dikapitalisasi dan disusutkan.

Sewa operasi sering kali mencakup klausul yang memberikan hak kepada penyewa untuk mengembalikan peralatan sebelum akhir kontrak. Klausul ini penting bagi penyewa karena memungkinkan mereka mengembalikan peralatan yang sudah usang atau tidak lagi diperlukan karena kemajuan teknologi.

### 3. *Lease* Keuangan Langsung

Dalam sewa pembiayaan langsung, tidak ada kontrak layanan pemeliharaan yang tidak dapat dibatalkan, dan peralatan yang disewakan disusutkan sepenuhnya (artinya nilai sewa kepada lessor mencakup nilai total peralatan yang disewakan). Berikut adalah langkah-langkah umum dalam sewa pembiayaan langsung:

- a. Kami akan memilih mesin dan peralatan yang dibutuhkan serta bernegosiasi tentang harga dan tanggal pengiriman langsung dengan produsen dan dealer.
- b. Setelah itu, kami menghubungi bank atau perusahaan leasing untuk membeli mesin atau peralatan dari produsen atau dealer, sambil membuat perjanjian sewa mesin secara bersamaan.

Dalam skema ini, lembaga keuangan mengamortisasi seluruh nilai pembelian mesin ditambah dengan keuntungan atas investasi. Penyewa biasanya memiliki opsi untuk memperbarui sewa dengan biaya sewa yang lebih rendah dari biaya sewa awal, tetapi tidak dapat mengakhiri sewa awal tanpa membayar semua sewa yang telah disepakati terlebih dahulu.

Sewa pembiayaan langsung mirip dengan konsep sewa balik penjualan. Perbedaan utamanya adalah peralatan atau mesin yang disewakan masih baru dan lessor membelinya secara langsung dari produsen atau dealer, bukan dari lessee. Oleh karena itu, sewa balik penjualan juga dapat dianggap sebagai metode pembiayaan.

## **C. KEUNTUNGAN PAJAK DI AMERIKA SERIKAT MENGENAI *LEASING***

Salah satu keuntungan utama dari leasing di Amerika Serikat adalah adanya insentif pajak yang menguntungkan bagi lessor (perusahaan leasing). Namun, penting untuk dicatat bahwa peraturan pajak terkait leasing dapat bervariasi antara negara bagian dan dapat mengalami perubahan dari waktu

ke waktu. Oleh karena itu, pemilik atau lessor sebaiknya mengonsultasikan masalah ini dengan profesional perpajakan untuk memastikan kepatuhan hukum dan untuk mengoptimalkan manfaat pajak dari transaksi sewa mereka. Beberapa manfaat pajak yang terkait dengan leasing di Amerika Serikat diuraikan di bawah ini: (IRS Publication 535, 2022):

1. Penyusutan (*Depresiasi*) Aset

*Lessor* memiliki hak untuk mengklaim pengurangan nilai aset (*depresiasi*) terkait dengan pendapatan yang dikenai pajak. Undang-undang perpajakan di Amerika Serikat memungkinkan *lessor* untuk memilih metode depresiasi yang lebih menguntungkan, seperti metode garis lurus atau depresiasi yang dipercepat.

2. Kredit Pajak Investasi

*Lessor* bisa memanfaatkan kredit pajak investasi untuk aset yang disewakannya. Kredit pajak ini berfungsi sebagai potongan langsung dari pajak penghasilan yang harus dibayar oleh penyewa. Selain itu, dalam banyak situasi, *lessor* tidak perlu membayar pajak penjualan atau penggunaan saat membeli aset sewaan. Keuntungan ini dapat menghasilkan penghematan biaya yang substansial bagi *lessor*.

3. Insentif Pajak Khusus

Pemerintah federal dan negara bagian di Amerika Serikat mungkin menyediakan insentif pajak khusus untuk mendorong investasi pada jenis aset tertentu, seperti energi terbarukan atau penelitian dan pengembangan. Tuan tanah bisa memanfaatkan insentif-insentif ini dengan melibatkan transaksi sewa.

4. Pengalihan Biaya Pemeliharaan

Dalam beberapa bentuk sewa, penyewa bertanggung jawab atas biaya pemeliharaan dan perbaikan aset. Hal ini memungkinkan *lessor* untuk mengurangi biaya yang terkait dengan kepemilikan aset tersebut, sehingga pada akhirnya mengurangi beban pajak mereka.

IRS (*Internal Revenue Service*) dari Pemerintah Amerika Serikat memperbolehkan perusahaan membuat kuota. Biaya sewa tahunan yang setara dapat dihitung sebagai pengurangan biaya pajak, tetapi syaratnya adalah pembayaran sewa dan angsuran pinjaman harus benar-benar terjadi. Dokumen sewa harus ditulis dalam format yang diterima oleh IRS dan berisi beberapa syarat dan ketentuan, tergantung pada kebijaksanaan IRS. Oleh karena itu, perjanjian sewa sangat penting dan harus disusun dengan hati-hati (Arifin, 2018):

1. Sewa tidak boleh melebihi 30 tahun; jika melebihi 30 tahun, hal ini dianggap sebagai pembelian.
2. Biaya sewa harus menghasilkan pengembalian yang tepat kepada pemilik properti (pemberi pinjaman), biasanya sekitar 7 hingga 12% dari total investasi.
3. Anda harus memberikan opsi perpanjangan sewa yang adil kepada penyewa saat ini sebelum mencari penyewa potensial lainnya.
4. Kontrak tidak mencakup opsi pembelian kembali. Dalam keadaan ini, penyewa harus diberikan hak penuh untuk menerima penawaran yang setara dengan yang diberikan kepada pihak ketiga.

#### **D. AKUNTANSI LEASE**

Pada bulan November di Amerika Serikat, Dewan Standar Akuntansi Keuangan (*Financial Accounting Standards Board / FASB*) mengeluarkan Standar Akuntansi Keuangan No. 13, yang mengatur akuntansi untuk sewa. Seperti halnya standar FASB lainnya, semua perusahaan diwajibkan untuk mengikuti Standar No. 13 saat laporan keuangan mereka diaudit dan disertifikasi oleh auditor. Mari kita bahas beberapa aspek utama dari FASB 13 yang relevan dalam analisis keuangan (Arifin, 2018).

Untuk beberapa jenis sewa, FASB mengamatkan bahwa nilai peralatan atau mesin yang diperoleh melalui sewa harus dicatat sebagai aset di neraca perusahaan, sementara saldo sewa dicatat sebagai kewajiban. Hal ini berpengaruh signifikan terhadap cara suatu perusahaan melakukan akuntansi. Selanjutnya, kita akan membahas dengan lebih rinci klasifikasi sewa dari perspektif *lessee* dan *lessor* (Arifin, 2018).

Dari kepentingan penyewa:

1. *Lease* modal
2. *Lease* operasi (semua jenis *lease* selain *lease* modal)

Dari kepentingan yang menyewakan:

1. *Lease* jual (*sales type leases*)
2. *Lease* keuangan langsung (*direct financing leases*)
3. *Lease* yang di *leverage* (*leverage lease*)
4. *Lease* operasi (semua *lease* selain *lease* nomor 1, 2, dan 3)

Sewa diklasifikasikan sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan No. 13 dari FASB. Sebuah perusahaan dianggap sebagai pemberi modal jika memenuhi satu atau lebih dari empat kriteria yang tercantum dalam Pasal 7 (Arifin, 2018):

1. Perjanjian sewa menetapkan bahwa kepemilikan mesin akan dialihkan kepada penyewa setelah kontrak berakhir, dan peralatan akan diserahkan kepadanya.
2. Dalam konteks sewa, penyewa memiliki opsi untuk membeli mesin atau peralatan tersebut dengan harga di bawah nilai pasar sewa jika opsi tersebut digunakan.
3. Jangka waktu sewa melebihi 75% dari perkiraan umur ekonomis mesin atau peralatan tersebut.
4. Nilai sekarang dari pembayaran sewa minimum adalah jumlah yang melebihi 90% dari nilai pasar mesin atau sistem saat kontrak sewa berakhir. Faktor diskonto yang digunakan adalah suku bunga implisit pemberi pinjaman atau suku bunga pinjaman yang digunakan untuk menghitung nilai sekarang. Nilai yang lebih rendah dari keduanya akan dipilih oleh penyewa.

Jika suatu sewa tidak terklasifikasi sebagai sewa pembiayaan untuk kepentingan penyewa (*lessee*), maka sewa tersebut dianggap sebagai sewa operasi. Ada empat jenis sewa yang ditentukan berdasarkan kepentingan *lessor*. Jenis-jenis ini meliputi (1) sewa penjualan, (2) sewa pembiayaan langsung, (3) sewa *leverage*, dan (4) sewa operasi, yang merupakan jenis sewa yang berbeda dari tipe 1, 2, dan 3. Sewa penjualan dan sewa pembiayaan langsung dalam Pasal juga memenuhi setidaknya satu kriteria dalam Pasal 7 di atas. Lebih lanjut lagi, keduanya memenuhi minimal dua kriteria dalam Pasal 8 (Arifin, 2018);

1. Anda bisa mengestimasi jumlah minimum pembayaran sewa bulanan.
2. Tidak ada ketidakpastian tentang jumlah biaya yang dapat dikembalikan oleh pemilik rumah.

Untuk tujuan akuntansi, cara perlakuan akuntansi untuk sewa bervariasi tergantung apakah itu sewa operasi atau sewa pembiayaan. Akuntansi transaksi sewa didasarkan pada standar yang bertujuan untuk memastikan bahwa semua detail transaksi sewa tercermin dengan akurat dalam laporan keuangan penyewa dan pemberi sewa. Detail akuntansi sewa diuraikan sebagai berikut:

#### 1. *Operating Lease*

Dalam sewa operasi, penyewa (*lessee*) mengakui pembayaran sewa sebagai beban dengan metode garis lurus selama periode sewa, kecuali jika ada metode sistematis lain yang lebih baik mencerminkan manfaat yang diperoleh pengguna dari waktu ke waktu. Sementara itu, pihak yang menyewakan (*lessor*) mengakui barang yang disewakan sebagai aset

tetap di neraca dan mencatat pendapatan sewa selama periode sewa menggunakan metode linier atau metode sistematis lainnya (PSAK 73, 2017).

## 2. *Finance Lease*

Untuk sewa pembiayaan, penyewa mencatat aset sewa dan kewajiban sewa di neraca pada awal masa sewa dengan nilai yang sama dengan nilai wajar aset sewaan atau nilai sekarang dari pembayaran sewa minimum, yang mana lebih rendah. Penyewa juga mencatat beban penyusutan atas aset sewaan dan bunga atas kewajiban sewa. Di sisi lain, lessor mengakui piutang sewa sebesar nilai investasinya dalam sewa dan mencatat pendapatan keuangan selama periode sewa. Baik penyewa maupun lessor wajib mengungkapkan informasi terkait sewa dalam laporan keuangan mereka, seperti jumlah sewa minimum di masa depan, opsi perpanjangan atau pembelian, serta batasan lainnya (PSAK 73, 2017).

## E. KEPUTUSAN PEMBIAYAAN: *LEASE VERSUS PINJAMAN*

Jenis sewa yang dibahas adalah sewa pembiayaan yang tidak dapat diakhiri secara sepihak, di mana pembayaran dilakukan secara total dan tidak ada bagian perawatan. Juga, nilai sisa properti dianggap nol dan tidak ada pengurangan pajak untuk investasi (Arifin, 2018).

Secara konseptual, tes pertama untuk mengkaji rencana modal adalah apakah proyek yang diajukan lulus berbagai tes yang ada. Tes kedua adalah apakah sewa atau bentuk pembiayaan lainnya, seperti pinjaman, merupakan metode paling ekonomis untuk proyek tersebut (Arifin, 2018).

Sebagai alternatif, Anda dapat mengasumsikan bahwa Anda tidak memiliki informasi awal tentang biaya modal yang diperlukan (dan tingkat pengembalian investasi) sebelum memilih metode pembiayaan yang paling ekonomis untuk proyek tersebut. Setelah Anda memilih metode, Anda dapat menentukan tingkat pengembalian investasi yang diperlukan untuk mengevaluasi bagaimana proyek akan berjalan dari perspektif pengelolaan modal (Arifin, 2018).

Dari perspektif tuan tanah, perusahaan *leasing* atau *lessor* dapat berupa bank umum, anak perusahaan bank umum, atau lembaga keuangan non-bank yang menyediakan layanan sewa (Arifin, 2018).

Berbagai jenis pemberi pinjaman ini pada dasarnya menyediakan layanan atau perantara keuangan yang serupa. Semua bentuk perantara keuangan dianggap memberikan produk berupa pembiayaan utang senior kepada bisnis yang memanfaatkan layanan ini. Karena produk yang ditawarkan oleh perantara keuangan adalah kredit, keuntungan perantara keuangan sebanding dengan tingkat pengembalian dari biaya modal yang mereka

gunakan. Ini sejalan dengan konsep bahwa biaya modal untuk perantara keuangan, yang terdiri dari utang dan ekuitas, hampir sama dengan tingkat bunga yang dikenakan pada utang (atau yang setara) yang menjadi asetnya (Arifin, 2018).

Dari perspektif penyewa, kami percaya bahwa perusahaan pemberi pinjaman dan *leasing* adalah pilihan alternatif yang optimal untuk mendapatkan manfaat dari penggunaan *leasing*, terutama dalam kasus sewa pembiayaan yang murni (Arifin, 2018).

Dalam konteks sewa operasi, dampak pajak terhadap keuntungan penyewa lebih signifikan. Pinjaman merupakan pilihan pendanaan yang diutamakan untuk proyek ini. Peningkatan nilai bagi penyewa didasarkan pada fakta bahwa tuan tanah dapat memanfaatkan keuntungan pajak, seperti depresiasi, bunga, dan kredit pajak investasi, yang lebih tinggi karena tarif pajak yang tinggi (Arifin, 2018).

Ketika sebuah perusahaan membutuhkan aset modal seperti peralatan, kendaraan, atau bangunan, ada dua opsi pembiayaan utama yang tersedia: sewa operasi (*leasing*) atau pinjaman (modal pinjaman). Keputusan untuk memilih antara sewa operasi dan pinjaman bergantung pada berbagai faktor, termasuk pertimbangan pajak, aliran kas, fleksibilitas, dan biaya. Berikut adalah beberapa hal yang perlu dipertimbangkan saat memutuskan antara sewa operasi dan pembiayaan utang:

1. Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Perusahaan harus mempertimbangkan potensi penghematan pajak serta membandingkan efisiensi biaya antara sewa dan utang. Pilihan yang menawarkan biaya modal lebih rendah cenderung lebih menguntungkan secara finansial (Brealey, et al. 2020).

2. Arus Kas *Leasing*

Dibandingkan dengan pendanaan untuk pembelian aset, keluaran kas pada awal periode lebih rendah. Ini merupakan keuntungan bagi perusahaan yang memiliki keterbatasan arus kas (Ross, et al. 2018).

3. Fleksibilitas

Sewa operasional memberikan fleksibilitas lebih kepada perusahaan untuk mengganti aset dengan teknologi baru pada akhir periode sewa. Sebaliknya, kepemilikan aset melalui kredit dapat mengikat perusahaan pada aset yang sama dalam jangka waktu yang panjang (Brigham & Houston, 2019).

4. Pertimbangan Pajak

Sewa operasional memberikan fleksibilitas lebih kepada perusahaan untuk mengganti aset dengan teknologi baru pada akhir masa sewa. Sebaliknya, memiliki suatu aset melalui kredit dapat membuat

perusahaan terikat pada aset tersebut dalam jangka waktu yang panjang (Brigham & Houston, 2019).

5. Pelaporan Keuangan

Sewa operasional tidak memasukkan aset dan kewajiban ke dalam neraca, sementara sewa pembiayaan dan pinjaman mencatat aset dan kewajiban tersebut di neraca. Situasi ini dapat mempengaruhi metrik keuangan perusahaan, seperti rasio utang terhadap ekuitas (Kieso, et al. 2018).

## **F. ALTERNATIF PEMILIHAN PEMBELANJAAN ANTARA *LEASING* ATAU MEMBELI**

Keputusan untuk menyewa atau membeli aset seperti kendaraan atau peralatan bergantung pada berbagai faktor. Pertimbangan yang perlu diingat adalah:

Dari segi *leasing*

1. Persyaratan Arus Kas: Sewa memerlukan pembayaran rutin yang lebih sedikit dibandingkan dengan pembelian tunai, sehingga menghasilkan lebih banyak penghematan arus kas.
2. Fleksibilitas: *Leasing* memberikan fleksibilitas untuk menukar aset dengan model atau teknologi baru di akhir masa sewa.
3. Pemeliharaan: Beberapa perjanjian sewa mencakup biaya pemeliharaan dan perbaikan.
4. Manfaat pajak: Pembayaran sewa sering kali dikurangkan dari penghasilan kena pajak.
5. Tidak ada risiko kepemilikan: Risiko penurunan nilai aset ditanggung oleh lessor (penyewa sewa).

Dari segi membeli

1. Kepemilikan aset: Saat Anda membeli, Anda menerima kepemilikan penuh atas aset tersebut setelah pembayaran.
2. Penghematan biaya jangka panjang: Jika Anda berencana menggunakan sistem Anda untuk waktu yang lama, pembelian mungkin lebih murah daripada sewa.
3. Tidak ada batasan penggunaan: Tidak ada batasan penggunaan seperti kontrak sewa.
4. Potensi keuntungan dari penjualan kembali: aset yang diperoleh dapat dijual setelah digunakan.
5. Manfaat pajak dari penyusutan: Mendepresiasi suatu aset mengurangi kewajiban pajak Anda.

Faktor lain yang perlu dipertimbangkan termasuk nilai sisa aset, kebutuhan bisnis, dan ketersediaan modal. Menyewa umumnya merupakan pilihan yang lebih baik jika Anda hanya membutuhkan aset tersebut untuk jangka waktu yang relatif singkat atau jika Anda memiliki arus kas yang terbatas. Jika Anda berencana menggunakan investasi Anda untuk jangka panjang dan memiliki dana yang cukup, lebih baik membeli.

#### 1. Pengaruh Tambahan Pada Keputusan *Leasing Versus* Keputusan Membeli

Ada faktor lain yang dapat memengaruhi biaya sewa atau kepemilikan aset modal termasuk (Arifin, 2018):

- a. Selisih antara biaya modal *lessee* dan *lessor*.
- b. Kenaikan biaya sewa.
- c. Perbedaan dalam biaya pemeliharaan.
- d. Keuntungan dari nilai sisa untuk pemilik aset modal.
- e. Potensi pengurangan biaya utang oleh perusahaan penyewaan.
- f. Kemungkinan peningkatan rating kredit untuk perusahaan yang menggunakan sewa guna usaha.
- g. Pengurangan pajak.
- h. Perbedaan yang mungkin timbul pada saat mengklaim kredit pajak.

#### 2. Perbedaan Biaya Modal untuk *Lessor versus* Perusahaan Pemakai

Jika biaya modal dari pemberi pinjaman lebih rendah daripada biaya modal dari peminjam (pengguna), maka biaya sewa akan lebih rendah daripada biaya kepemilikan. Risiko pertama adalah bahwa tingkat penyusutan ekonomis dan keuangan dari suatu aset tetap mungkin berbeda dari perkiraan awal saat tarif sewa ditetapkan, tergantung pada perubahan kondisi ekonomi. Dengan kata lain, ada risiko bahwa pembayaran sewa yang telah disepakati (berdasarkan perkiraan biaya penyusutan) mungkin tidak cukup untuk menutupi biaya penyusutan aktual di masa depan. Risiko ini ditanggung oleh pemilik aset modal, baik perusahaan maupun pengguna yang membelinya (Arifin, 2018).

Risiko kedua terkait dengan ketidakpastian arus kas bersih di masa depan yang mungkin muncul dari penggunaan aset investasi. Risiko ini ditanggung oleh perusahaan leasing jika kontrak sewa dapat diakhiri tanpa biaya pembatalan, atau oleh perusahaan pengguna jika kontrak tidak dapat diakhiri selama umur ekonomis aset. Perjanjian di antara kedua situasi ekstrim ini dapat bervariasi (Arifin, 2018).

### 3. Pembiayaan yang Lebih Tinggi dalam *Leasing*

Ada beberapa pandangan bahwa pembiayaan melalui sewa lebih mahal daripada kepemilikan, namun pandangan ini keliru. Pertama, jika mempertimbangkan risiko kredit yang ditanggung peminjam, tidak ada perbedaan yang signifikan. Kedua, sulit bagi pihak yang menyewakan dan pihak lawan untuk memisahkan biaya sewa dari biaya yang mencakup layanan dalam perjanjian sewa. Jika perusahaan leasing mampu menyediakan layanan keuangan seperti pemeliharaan peralatan dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan biaya yang ditanggung penyewa karena keahlian bisnisnya, jumlah sewa sebenarnya mungkin lebih murah daripada pembiayaan melalui pinjaman atau sumber pendanaan lainnya. Dengan mengelola layanan ini secara efisien, perusahaan leasing dapat mengoperasikan total biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan yang dibayarkan penyewa dengan membayar biaya sewa tetap dan layanan tambahan (Arifin, 2018).

### 4. Perbedaan Biaya Perawatan

Metode sewa tidak memerlukan biaya perawatan khusus, sehingga dapat digunakan dengan biaya yang murah. Namun biaya-biaya tersebut sebenarnya sudah termasuk dalam harga sewa yang ditentukan. Pertanyaan adalah: Apakah biaya pemeliharaan yang dikelola oleh perusahaan leasing lebih rendah dibandingkan dengan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang fokus pada pemeliharaan modal serupa? Namun, apakah biaya ini bervariasi bergantung pada industri dan perusahaan tertentu (Arifin, 2018).

### 5. Nilai Residu

Hal yang penting untuk dipertimbangkan adalah bahwa pemilik akan mengambil kembali properti pada akhir masa sewa, yang biasanya disebut nilai sisa. Secara umum, nilai sisa yang lebih tinggi mungkin membuat kepemilikan mobil menjadi lebih murah daripada menyewa. Namun, karena nilai terminal sewa cenderung menurun seiring waktu, pertanyaannya adalah apakah nilai terminal tersebut akan mempertahankan nilai sisa yang tinggi. Meskipun demikian, jika nilai sisa cukup menguntungkan, akan ada persaingan antara perusahaan leasing dan sumber pembiayaan lainnya, atau antara perusahaan leasing itu sendiri. Hal ini dapat mengurangi pembayaran sewa hingga titik di mana nilai sisa sepenuhnya diperhitungkan dalam pembayaran sewa. Dengan demikian, keberadaan nilai sisa tidak secara signifikan mengurangi biaya kepemilikan sendiri (Arifin, 2018).

Namun, dalam memutuskan apakah akan membeli atau menyewa tanah, faktor penuaan hanya mempertimbangkan seberapa besar perubahan nilai tanah terkait dengan pertumbuhan populasi dan pola penggunaan lahan. Pada saat di mana perkiraan nilai aset sangat optimis, orang cenderung mengestimasi kenaikan nilai dengan berlebihan. Akibatnya, harga pembelian tanah saat ini bisa sangat tinggi, sementara tingkat pengembalian dan keuntungan dari kepemilikan tanah tersebut mungkin rendah. Dalam situasi seperti ini, sistem sewa menjadi pilihan yang lebih ekonomis untuk mempertahankan penggunaan properti. Sebaliknya, jika potensi kenaikan nilai properti tidak sepenuhnya tercermin dalam harga saat ini, maka membeli properti tersebut lebih menguntungkan (Arifin, 2018).

Oleh karena itu, sulit untuk menetapkan aturan umum tentang apakah nilai sisa dari suatu aset tetap akan memiliki dampak efektif terhadap biaya sewa, sehingga membuat biaya sewa lebih tinggi atau lebih rendah daripada biaya kepemilikan. Hasilnya tergantung pada apakah perusahaan tersebut memiliki kesempatan untuk memperoleh keuntungan dari penilaian yang terlalu optimis atau terlalu pesimistis terhadap perubahan nilai pasar di masa depan secara keseluruhan, serta apakah ini berlaku untuk perusahaan itu sendiri atau pasar secara umum. Faktanya, hal ini memang demikian (Arifin, 2018).

## 6. Biaya Keusangan

Pendapat umum lainnya adalah bahwa biaya sewa menurun seiring meningkatnya tingkat keusangan mesin dan peralatan. Dengan kata lain, secara umum, tingkat keusangan (mirip dengan tingkat nilai sisa) tidak berpengaruh pada biaya relatif yang mendasari perbedaan antara sewa dan pembelian/kepemilikan (Arifin, 2018).

Namun, ada beberapa perusahaan yang dapat mengatasi masalah keausan peralatan dan mesin. Sebagai contoh, Konkuk Company adalah spesialis dalam pembaruan dan produsen peralatan kargo, serta memiliki jaringan penjualan dan sistem distribusi sendiri. Kondisi ini memungkinkan Konkuk untuk menyewakan peralatan dengan harga yang kompetitif. Meskipun suatu peralatan dianggap usang untuk satu pengguna, peralatan tersebut mungkin masih cukup untuk pengguna lain dengan kebutuhan pemeliharaan yang berbeda, dan Konkuk dapat mentransfernya ke pengguna lain. Situasi ini mirip dengan sewa perangkat komputer (Arifin, 2018).

Diagram di atas menunjukkan bagaimana perusahaan *leasing* dapat mengurangi biaya sosial akibat penuaan dan meningkatkan nilai sisa efektif dengan menggabungkan operasi *leasing* dengan layanan profesional lainnya (pemeliharaan penggantian mesin, penggantian model). Jenis operasi ini

secara otomatis mengurangi total biaya pembelian mesin. Tentu saja ada kemungkinan bahwa perusahaan leasing yang tidak menggabungkan bisnis leasingnya dengan fungsi lain (produsen, renovator, jasa pemeliharaan, tenaga penjualan, dll) dapat menjalankan semua fungsinya secara efisien dan dengan biaya rendah. Mereka bersaing satu sama lain di bidang bisnis dan berbagai jenis perangkat (Arifin, 2018).

#### 7. Meningkatkan Fasilitas Kredit

Ada dua situasi di mana sistem sewa dapat menjadi strategi yang menguntungkan bagi perusahaan yang ingin meningkatkan leverage keuangan mereka. Pertama, sering dikatakan bahwa perusahaan yang ingin membeli mesin atau peralatan tertentu dapat mendapatkan lebih banyak fleksibilitas finansial melalui sewa daripada melalui pembiayaan langsung yang terjamin. Kedua, pengaturan sewa operasional harus diatur sedemikian rupa sehingga tidak memberikan dampak negatif terhadap kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pembiayaan di masa depan dibandingkan dengan perusahaan yang telah menggunakan pembiayaan untuk pembelian peralatan saat ini (Arifin, 2018).

#### 8. Penyusutan Dipercepat

Jika sewa berlaku untuk jangka waktu yang jauh lebih pendek daripada periode penyusutan aset (sehingga *lessor* dapat mendapatkan kembali nilai aset tersebut dengan tingkat bunga yang nominal setelah masa sewa awal), biaya sewa yang dibayar oleh penyewa setelah masa sewa pertama cenderung sangat rendah dibandingkan dengan perjanjian sewa sebelumnya. Dengan kata lain, hal ini mencerminkan penyusutan yang dipercepat yang menguntungkan penyewa. Namun, metode ini tidak disetujui oleh otoritas pajak (Arifin, 2018).

#### 9. Perbedaan Dalam Tarif Pajak atau Subsidi Pajak

Jika tarif pajak *lessor* dan *lessee* berbeda, dapat ada keuntungan yang didapat dari menyewakan atau membeli aset. Namun, menentukan estimasi yang tepat dalam kasus ini tidak selalu mudah. Dampak dari perbedaan pajak ini tergantung pada hubungan antara *capital gain* dan cara interaksi mereka dengan tarif pajak serta subsidi pajak yang berbeda (Arifin, 2018).

Namun, jika penyewa tidak dapat memanfaatkan insentif pengurangan pajak seperti pengurangan investasi dan skema percepatan penyusutan, maka lebih disarankan untuk memilih skema sewa. Dalam kondisi semacam ini, *lessor* (baik itu bank atau perusahaan *leasing*) dapat mengambil

keuntungan dari kredit pajak, dan persaingan antar *lessor* dapat menghasilkan penurunan tarif sewa (Arifin, 2018).

Jika perusahaan berada dalam kondisi yang sulit atau sedang mengalami pertumbuhan pesat, dan manfaat pengurangan pajak terlalu besar untuk dimanfaatkan sepenuhnya, mungkin lebih baik bagi perusahaan untuk memilih sistem sewa. Dalam situasi seperti ini, *lessor* (baik itu bank atau perusahaan *leasing*) dapat menggunakan kredit pajak untuk mengurangi pembayaran sewa yang harus dibayar oleh *lessee*. Dalam beberapa tahun terakhir, sektor terbesar yang menggunakan sistem sewa adalah perusahaan kereta api, maskapai penerbangan, dan banyak perusahaan lainnya (Arifin, 2018).

#### Contoh Soal:

PT Azhar ingin menyewa sebuah mesin produksi melalui leasing selama 5 tahun. Nilai mesin tersebut adalah Rp700.000.000. Perusahaan leasing menetapkan suku bunga tahunan sebesar 15% dengan pembayaran dilakukan setiap akhir tahun. Hitunglah besar angsuran yang harus dibayar PT Azhar setiap tahunnya.

Untuk menghitung angsuran tahunan, kita akan menggunakan rumus annuity:

$$A = P \times \frac{r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

#### Keterangan:

A = Angsuran tahunan

P = Nilai mesin

r = Suku bunga per tahun

n = Jangka waktu leasing (dalam tahun)

Memasukkan nilai-nilai yang diketahui:

P = Rp700.000.000

r = 15% = 0,15

n = 5 tahun

Maka:

$$A = 700.000.000 \times \frac{0,15(1 + 0,15)^5}{(1 + 0,15)^5 - 1}$$

$$A = 700.000.000 \times [0,15(28,75)] / [28,75 - 1]$$

$$A = 700.000.000 \times 4,3125 / 27,75$$

$$A = 700.000.000 \times 0,155405405$$

$$A = \text{Rp}108.783.784$$

Jadi, PT Azhar harus membayar angsuran sebesar Rp108.783.784 setiap tahunnya.

### LATIHAN SOAL

1. Apa yang dimaksud dengan *leasing*?
2. Ada berapa jenis *leasing*?
3. Jelaskan jenis-jenis *leasing*?
4. Apa saja manfaat atau keuntungan pajak yang terkait dengan *leasing* Amerika?
5. Sebutkan syarat dan ketentuan transaksi sewa-menyewa, pada kebijaksanaan IRS?
6. Siapa yang telah menerbitkan Standar Akuntansi Keuangan No. 13, akuntansi *lease* di Amerika Serikat?
7. Apa saja yang perlu diperhatikan ketika memutuskan antara sewa guna usaha dan pembiayaan utang?
8. Apa saja faktor lain yang dapat mempengaruhi biaya *lease* versus kepemilikan aset modal?
9. Jelaskan apa yang dimaksud dengan *Operating Lease*?
10. Jelaskan apa yang dimaksud dengan *Finance Lease*?
11. PT Puji berencana untuk menyewa kendaraan operasional melalui *leasing*. Nilai kendaraan tersebut adalah Rp900.000.000. Perusahaan *leasing* menawarkan suku bunga 25% per tahun dengan jangka waktu *leasing* 3 tahun. Pembayaran dilakukan setiap akhir tahun. Hitunglah besar angsuran yang harus dibayar PT Puji setiap tahunnya?



## **BAB 7**

# **HYBRID FINANCING: PREFERRED STOCK, WARRANT, AND CONVERTIBLES**

### **Indikator:**

1. Mahasiswa mampu memahami *Types of Hybrid Securities (Preferred Stock, Warrant and Convertibles)*
2. Mahasiswa mampu mengidentifikasi *Features and Risk*
3. Mahasiswa mampu mengetahui cara menghitung *Cost of Capital Issuers*

### **A. TYPES OF HYBRID SECURITIES (PREFERRED STOCK, WARRANT AND CONVERTIBLES)**

#### **1. Saham Preferen (*Preferred Stock*)**

Hak keuntungan kumulatif melekat pada jenis saham yang disebut saham preferen, selain hak menerima keuntungan sebelumnya. Saham preferen mirip dengan obligasi dan saham biasa karena keduanya merupakan campuran keduanya. Saham preferen mempunyai hak prioritas dalam keadaan ini, antara lain hak atas harta kekayaan jika terjadi likuidasi dan hak atas dividen tetap (Adnyana, 2020).

Saham preferen adalah saham hibrida yang mempunyai karakteristik yang sama dengan obligasi dan saham biasa (Brigham & Daves, 2007). Saham preferen disajikan di neraca sebagai akun ekuitas karena akuntan menganggapnya sebagai ekuitas. Namun, saham preferen berada di antara utang dan ekuitas biasa dalam hal kondisi keuangan; perusahaan mempunyai biaya tetap, yang meningkatkan beban keuangan bisnis, namun menghentikan pembayaran dividen pilihan tidak membuat perusahaan bangkrut. Karena perusahaan penerbit tidak dapat mengurangi dividen preferen, saham preferen mempunyai biaya modal yang lebih tinggi dibandingkan utang, berbeda dengan bunga utang.

Meskipun sebagian besar penawaran saham preferen baru saat ini memiliki jatuh tempo tetap, beberapa di antaranya seperti obligasi abadi karena tidak memiliki tanggal jatuh tempo. Misalnya, dana pelunasan (*sinking fund*) pada banyak saham preferen mengharuskan penarikan dua persen dari saham preferen per tahun; ini menyiratkan bahwa saham preferen akan "matang" paling lama dalam lima puluh tahun ke depan. Perusahaan penerbit berpotensi menarik sejumlah besar saham preferen, yang dapat memperpendek durasinya.

Korporasi secara efektif memiliki seluruh saham preferen yang tidak dapat dikonversi, dan dengan memanfaatkan pengecualian dividen sebesar 70 persen, saham preferen dapat menghasilkan keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi dibandingkan obligasi. Saham preferen tidak masuk akal untuk dibeli oleh individu, kecuali saham preferen yang dapat dikonversi, karena obligasi yang lebih aman dapat menghasilkan dividen yang lebih tinggi. Struktur kepemilikan ini mengurangi jumlah pembiayaan pada saham preferen. ditunjukkan pada jumlah uang tunai yang dimiliki oleh investor korporasi. Harga saham preferen naik, suku bunga turun, dan *bankir* investasi menyarankan perusahaan yang membutuhkan pendanaan untuk mempertimbangkan penerbitan saham preferen ketika uang berlimpah.

Dibandingkan dengan hutang, saham preferen memiliki kerugian pajak bagi penerbitnya karena dividen preferen tidak dapat dikurangkan sedangkan pengeluaran bunga dapat dikurangkan. Di sisi lain, perusahaan dengan tarif pajak tinggi mungkin tertarik untuk membeli saham preferen dari perusahaan dengan pajak rendah, karena mereka bisa mendapatkan keuntungan dari pengecualian dividen sebesar 70 persen. Suatu perusahaan akan lebih cocok menerbitkan saham preferen daripada menerbitkan utang jika tarif pajaknya lebih rendah dibandingkan dengan tarif pajak yang mungkin dikenakan oleh perusahaan pembeli. Hal penting yang perlu diingat dalam situasi ini adalah manfaat pajak bagi bisnis dengan tarif pajak tinggi cenderung lebih besar daripada kewajiban pajak bagi emiten dengan tarif pajak rendah. Akibatnya, saham preferen, yang memiliki resiko lebih kecil bagi penerbitnya, juga lebih murah. Dalam keadaan seperti itu, saham preferen mungkin merupakan pilihan pendanaan yang masuk akal.

a. Jenis Saham Preferen Lainnya

#### 1) *Adjustable Rate Preferred Stock* (ARPs)

Dividen atas saham dari saham preferen yang dapat disesuaikan dikaitkan dengan tingkat suku bunga instrumen *treasury* dan bukan ditetapkan. Karena ARPs merupakan investasi perusahaan jangka pendek yang sempurna karena hanya 30% dividen yang dikenakan pajak kepada perusahaan dan karena tingkat bunganya yang unik, maka ARPs sebagian besar dikeluarkan oleh perusahaan utilitas dan bank komersial besar. Saham-saham ini harus terus diperdagangkan mendekati nilai nominalnya jika tetap mengambang. Ketika digunakan sebagai investasi jangka pendek untuk kas perusahaan yang menganggur, instrumen baru ini sangat efektif, sehingga reksa dana yang dibuat khusus untuk berinvestasi di dalamnya menjadi layu seperti rumput liar (perusahaan kemudian membeli saham reksa dana tersebut).

## 2) Auction Market Preferred Stock (AMPS)

*Bankir* investasi pertama kali menawarkan pasar uang, juga dikenal sebagai lelang pasar, sebagai pilihan pada tahun 1984. Setiap tujuh minggu, penjamin emisi melakukan lelang di sini; pembeli saham harus menyimpannya setidaknya selama 46 hari agar memenuhi syarat untuk menerima pembebasan penghasilan kena pajak sebesar 70%. Pemegang saham dapat menjual sahamnya melalui lelang dengan harga nominal jika diinginkan. Setelah itu, pembeli mengajukan penawaran berupa pengembalian yang siap mereka diberikan untuk jangka waktu tujuh minggu berikutnya. Upah terendah yang diperlukan guna menjual setiap saham yang ditawarkan dalam lelang adalah pengembalian yang ditentukan untuk jangka waktu yang akan datang. Pemegang saham sebenarnya dapat menjamin bahwa sahamnya akan dijual dengan harga nominal ketika pembeli membayar nilai nominal kepada penjual. Setelah itu, besaran dividen yang diputuskan melalui lelang harus dibayarkan oleh emiten selama tujuh minggu berikutnya. Lelang pasar pilihan dipandang oleh pemegang saham sebagai instrumen yang beresiko rendah, hampir bebas pajak dengan jangka waktu tujuh minggu yang dapat dijual dengan harga mendekati nilai nominal di antara hari lelang. Namun, lelang bisa gagal jika tidak ada cukup pembeli untuk menandingi penjual (bahkan dalam kasus di mana imbal hasil (*yield*) besar); ini telah terjadi beberapa kali.

### b. Keuntungan dan Kerugian Saham Preferen

Penggunaan saham preferen untuk pembiayaan memiliki kelebihan dan kekurangan. Dari sudut pandang penerbit, berikut adalah kelebihan utama:

- 1) Berbeda dengan obligasi, pembayaran dividen preferen tidak dijamin, dan perusahaan tidak dapat menyatakan pailit jika dividen preferen tidak dibayarkan.
- 2) Suatu bisnis dapat mencegah dilusi ekuitas biasa yang terjadi ketika saham preferen diterbitkan sebagai pengganti saham biasa.
- 3) Karena saham preferen terkadang tidak memiliki tanggal jatuh tempo dan karena kontribusi dana pelunasan preferen, jika ada, sering kali tersebar dalam jangka waktu yang lama, maka penerbitan saham preferen menurunkan arus kas dari pembayaran pokok akibat penerbitan hutang.

Saham preferen digunakan untuk pembiayaan memiliki kelebihan dan kekurangan. Dua kelemahan utama dari sudut pandang emiten adalah sebagai berikut:

- 1) Saham preferen biasanya memiliki biaya setelah pajak yang lebih besar daripada biaya utang karena dividen biasanya tidak dikurangkan dari pendapatan emiten. Meskipun demikian, biaya efektif pembeli korporasi dikurangi dengan manfaat pajak atas saham preferen, yang juga menurunkan biaya sebelum pajak mereka.
- 2) Perusahaan berencana untuk membayar dividen ketika keadaan memungkinkan, meskipun investor mungkin kehilangan dividen yang disukai. Oleh karena itu, dividen pilihan dipandang jadi biaya tetap. Maka dari itu, penggunaan utang akan menaikkan resiko keuangan dan akibatnya, harga ekuitas biasa, seperti halnya penggunaan utang.

## 2. Waran (*Warrants*)

Suatu perusahaan dapat menerbitkan waran, yaitu sertifikat ini memberikan hak kepada pemegangnya untuk jangka waktu tertentu dengan harga yang telah ditentukan, untuk memperoleh sejumlah saham perusahaan tersebut. Waran biasanya ditawarkan bersamaan dengan sekuritas hutang dan dimaksudkan untuk membujuk investor agar membeli hutang jangka panjang dengan harga diskon dari apa yang mereka antisipasi dalam hal tingkat kupon. Waran (hak untuk memperoleh saham) adalah hak suara yang memungkinkan seseorang untuk membayar sejumlah tertentu untuk sejumlah saham biasa (Arifin, 2018). Karena pada harga pelaksanaan, pemegang dapat membeli saham biasa suatu perusahaan, terlepas dari seberapa besar kenaikan harga pasar, waran adalah opsi beli jangka panjang yang bernilai. Investor menganggap kumpulan obligasi dan waran dengan imbal hasil rendah menarik karena pilihan ini, yang melawan suku bunga obligasi yang rendah.

### a. Harga Pasar Awal Obligasi dengan Waran

Saat menyusun perjanjian obligasi dengan waran, penilaian waran adalah perhatian utama. Menentukan nilai utang biasa cukup mudah; menilai surat perintah adalah tugas yang lebih menantang. Nilai opsi beli dapat dipastikan dengan menggunakan Model Penetapan Harga Opsi *Black-Scholes* (OPM). Mengingat banyaknya kesamaan antara opsi beli dan waran, seseorang mungkin tergoda untuk menerapkan model ini untuk menentukan nilai waran: Keduanya menawarkan investor opsi untuk membeli saham pada atau sebelum tanggal kedaluwarsa dengan harga pelaksanaan tetap. Namun ada beberapa perbedaan signifikan antara waran dan opsi beli. Ketika waran dilaksanakan, pemegang waran menerima saham baru yang diterbitkan atau saham yang diperoleh perusahaan untuk perbendaharaan. Di sisi lain, saham dari pasar sekunder dialihkan kepada pemegang opsi setelah pelaksanaan opsi beli. Hal ini menyiratkan bahwa pelaksanaan waran akan menurunkan

nilai ekuitas asli, yang dapat menyebabkan perbedaan antara nilai waran asli dan nilai opsi beli yang sebanding. Selain itu, waran biasanya habis masa berlakunya setelah sepuluh tahun atau lebih, sedangkan opsi beli biasanya habis masa berlakunya hanya dalam beberapa bulan. Terakhir, model *Black-Scholes* membuat asumsi yang masuk akal bahwa saham yang mendasarinya tidak membayar dividen, yang merupakan hal yang wajar dalam jangka waktu lima atau sepuluh tahun, namun bukan berarti tidak realistis dalam jangka pendek. Akibatnya, bankir investasi tidak dapat menghitung nilai waran menggunakan model *Black-Scholes*.

Meskipun model *Black-Scholes* tidak cocok untuk memperkirakan nilai jaminan yang tepat, model yang lebih maju dapat diterapkan dengan efektif. Selain itu, bankir investasi dapat dengan cepat menghubungi manajer portofolio reksa dana, dana pensiun, dan perusahaan lain yang tertarik membeli aset untuk mengetahui seberapa besar keinginan mereka untuk memperolehnya pada berbagai harga. Intinya, pemberi pinjaman memutuskan serangkaian parameter yang akan membersihkan pasar dengan mengadakan lelang pra-penjualan. Mereka pada dasarnya akan membiarkan pasar menentukan nilai waran jika mereka melakukan tugas ini dengan tepat.

#### b. Penggunaan Waran dalam Pembiayaan

Waran biasanya digunakan sebagai pemanis ketika perusahaan kecil yang berkembang pesat menjual utang atau saham preferen. Karena investor sering melihat perusahaan-perusahaan ini sangat berbahaya, obligasi mereka hanya dapat ditawarkan dengan syarat perjanjian yang sangat ketat dan tingkat kupon yang sangat tinggi.

Memperoleh waran selain obligasi memungkinkan investor untuk berpartisipasi dalam perluasan bisnis, asalkan bisnis tersebut melakukannya. Oleh karena itu, investor terbuka untuk mengambil persyaratan yang tidak terlalu ketat dalam perjanjian dan menurunkan suku bunga. Obligasi terkait waran menunjukkan kombinasi karakteristik utang dan ekuitas. Sekuritas ini bersifat *hybrid*, memberikan peluang bagi manajer keuangan untuk memperluas basis investor perusahaan dengan menambahkan lebih banyak sekuritas ke dalam campuran.

Saat ini, hampir semua surat perintah dapat dicabut. Akibatnya, setelah penjualan obligasi yang mempunyai waran melekat, waran dan obligasi dapat diterbitkan dan diperdagangkan secara terpisah. Selain itu, obligasi (yang memiliki tingkat kupon rendah) tetap beredar bahkan setelah waran dilaksanakan.

Waran seringkali memiliki harga pelaksanaan 20–30% lebih tinggi dari harga pasar saham pada hari obligasi diterbitkan. Pemegang waran dapat melaksanakannya untuk membeli saham pada harga tertentu jika perusahaan melakukan ekspansi dan berkembang hingga harga sahamnya melebihi harga pelaksanaan. Tanpa insentif, pemegang waran akan menjual warannya dibandingkan melaksanakannya karena nilai waran di pasar terbuka akan selalu melebihi nilainya jika dilaksanakan, artinya waran tidak akan pernah dieksekusi sebelum jatuh tempo. Pemegang waran dapat melaksanakan warannya dalam tiga kondisi berikut:

- 1) Pemegang waran pasti akan melaksanakan waran tersebut jika sudah jatuh tempo dan harga pasar sahamnya melebihi harga pelaksanaan dan membeli saham.
- 2) Jika korporasi menaikkan dividen atas saham biasa dengan *margin* yang cukup besar, pemegang waran akan bersedia melaksanakan warannya. Waran tidak memberikan pendapatan saat ini karena tidak ada dividen yang akan diterima. Sebaliknya, saham biasa dengan imbal hasil dividen yang tinggi menawarkan pendapatan dividen yang menggiurkan namun menahan kenaikan harga saham. Hal ini memberikan insentif kepada pemegang waran untuk membeli saham dengan melaksanakan opsi mereka.
- 3) Harga pelaksanaan waran yang berlebihan dapat memberikan insentif kepada pemiliknya untuk melaksanakannya.

Fakta bahwa waran seringkali hanya menghasilkan uang ketika dibutuhkan adalah aspek lain yang menarik dari waran tersebut. Bisnis ini mungkin memerlukan lebih banyak pendanaan ekuitas jika berkembang. Pertumbuhan juga akan menyebabkan kenaikan harga saham dan pelaksanaan waran, yang akan memberikan arus kas yang diperlukan bisnis. Jika bisnis itu gagal dan tidak dapat menghasilkan keuntungan, harga sahamnya mungkin tidak akan naik hingga waran dilaksanakan.

#### c. Efek Kekayaan dan Dilusi Karena Waran

Karena kerugian yang jelas jika dibandingkan dengan situasi di mana waran tidak diterbitkan, pemegang saham awal mungkin menderita akibat pengalihan kekayaan. Pemegang waran tidak akan memperoleh keuntungan jika melaksanakan warannya jika nilai perusahaan tidak meningkat seperti yang diperkirakan. Dengan kata lain, pemegang saham awal siap menukar kemungkinan dilusi dengan tingkat kupon yang lebih rendah. Harapan para pemegang saham asli dan investor pemegang waran akan terpenuhi. Oleh karena itu jawabannya adalah tidak: Pemegang saham awal tidak dirugikan

oleh pengalihan kekayaan pada saat pelaksanaan karena mereka mengantisipasi pengalihan tersebut pada akhir dan menerima kompensasi yang adil dalam bentuk pengurangan pembayaran bunga.

Fakta bahwa investor akan menyadari situasi ini berarti bahwa transfer kekayaan sebenarnya akan terjadi secara bertahap seiring berjalannya waktu, bukan sekaligus dengan satu pelaksanaan waran. Pertama, Laba Per Saham (EPS) akan dilaporkan dari waktu ke waktu secara terdilusi, sehingga tidak akan ada penurunan EPS yang dilaporkan. Kedua, karena investor menyadari hal ini, harga saham secara bertahap akan mencerminkan potensi dilusi di masa depan, yang berarti harga saham juga akan stabil setelah pelaksanaan waran.

### 3. Konversi (*Convertible*)

Sekuritas yang bisa dikonversi ialah obligasi atau saham preferen yang bisa dikonversi, atas kebijakan pemegangnya, menjadi saham biasa dengan tunduk terhadap serangkaian syarat dan ketentuan. Konversi tidak menciptakan modal baru; sebaliknya, saham biasa hanya diganti dengan hutang (atau saham preferen) di neraca sebagai pengganti waran yang dilaksanakan, yang menghasilkan lebih banyak modal untuk bisnis. Secara alami, kesehatan keuangan perusahaan akan meningkat dan peningkatan modal lebih lanjut akan lebih mudah jika utang atau saham preferen berkurang, namun ini adalah dua proses yang berbeda.

#### 1) Rasio Konversi dan Harga Konversi

Jumlah saham dalam rasio konversi (CR) yang akan diterima pemegang obligasi pada saat konversi, adalah salah satu klausul terpenting dalam instrumen konversi. Harga konversi,  $P$ , yang mewakili biaya sebenarnya bagi investor saham biasa pada saat konversi, berhubungan dengan rasio konversi. Hubungan antara rasio konversi dan harga konversi bisa diilustrasikan dengan surat utang konversi Buana *Company* yang diterbitkan dengan nilai nominal \$4.000 pada bulan Juni 2010. Kapan saja sebelum jatuh tempo pada 20 Juni 2022, pemegang surat utang dapat menukarkan surat utang tersebut dengan 20 lembar saham biasa. Maka dari itu, rasio konversi (CR) ialah 20. Harga obligasi ini adalah \$4.000, nilai nominal, pada saat diterbitkan. Membagi nilai nominal \$4.000 dengan 20 lembar saham yang diterima akan menghasilkan harga konversi \$200 per lembar:

$$\text{Harga Konversi} = P_c = \frac{\text{Nilai nominal obligasi yang diserahkan}}{\text{Saham yang diterima}}$$

$$= \frac{\$4,000}{CR} = \frac{\$4,000}{20} = \$200$$

Di sisi lain, kita memperoleh tingkat konversi dengan menyelesaikan CR:

$$\text{Rasio Konversi} = CR = \frac{\$4,000}{P_c}$$

$$= \frac{\$4,000}{200} = 20 \text{ Shares}$$

Nilai P ditetapkan setelah CR ditetapkan, dan sebaliknya.

Mirip dengan harga pelaksanaan waran, harga konversi sering kali ditetapkan pada premi kisaran 20 sampai 30% di atas harga pasar saham biasa pada hari penerbitannya. Meskipun harga konversi dan rasio konversi biasanya ditetapkan selama jangka waktu obligasi, namun terkadang digunakan harga yang lebih tinggi.

Karakteristik yang umum pada hampir semua klausul yang berkaitan dengan obligasi konversi yang melindungi terhadap dilusi akibat pemecahan saham, dividen, dan penjualan saham biasa di bawah harga konversi juga dapat memengaruhi fluktuasi harga dan rasio konversi. Sebagai aturan umum, harga konversi harus diturunkan ke harga penerbitan saham baru (dan rasio konversi harus dinaikkan) jika saham biasa dijual kurang dari harga konversi. Selain itu, jumlah dividen perlu dikurangkan dari harga konversi saham atau % pembagian jika saham dibagi atau jika dividen saham diumumkan.

## 2) Penggunaan Konversi dalam Pembiayaan

Dari sudut pandang penerbit, obligasi konversi memiliki dua keuntungan yang signifikan: (1) Konversi, seperti obligasi dengan waran, memberikan pemegang obligasi opsi untuk ikut serta dalam kesuksesan perusahaan jika perusahaan tersebut berhasil dan juga memungkinkan perusahaan untuk menjual utangnya dengan harga murah. suku bunga. Saham yang dapat dikonversi, dalam arti tertentu, menawarkan peluang untuk mendapatkan harga saham biasa yang lebih tinggi dari nilai pasar saat ini. Perusahaan-perusahaan tertentu melihat penurunan sementara dalam nilai saham mereka dan, alih-alih menjual utang, mereka justru ingin menjual saham

biasa. Misalnya, manajemen mungkin menyadari bahwa biaya awal proyek baru adalah alasan rendahnya profitabilitas, namun mereka masih mengantisipasi peningkatan pendapatan yang signifikan pada tahun berikutnya, yang akan menaikkan harga saham. Oleh karena itu, jika perusahaan menjual sahamnya pada saat ini, maka perusahaan tersebut akan menjual lebih banyak saham daripada yang dibutuhkan untuk memperoleh sejumlah uang tertentu. Namun demikian, jumlah saham yang akan didistribusikan pada saat obligasi dikonversi adalah 20 hingga 30 persen lebih sedikit dibandingkan jika saham tersebut dijual langsung pada saat ini jika korporasi menetapkan harga konversi 20 sampai 30% di atas harga pasar saham saat ini. Namun perlu digarisbawahi bahwa manajemen mengandalkan harga saham untuk naik di atas harga konversi agar obligasi tersebut menarik untuk dikonversi. Jika pendapatan yang buruk tidak menyebabkan kenaikan harga saham dan konversi yang diakibatkannya, perusahaan dapat menderita konsekuensi yang mengerikan karena beban utangnya.

Jika harga saham meningkat melebihi harga konversi, bagaimana suatu korporasi dapat yakin bahwa konversi akan terjadi? Saham yang dapat dikonversi biasanya dilengkapi dengan ketentuan pembelian yang memungkinkan bisnis penerbit membuat pemegangnya melakukan konversi di luar keinginan mereka. Oleh karena itu, selama harga pasar saham lebih tinggi dari harga konversi, klausul penarikan memungkinkan perusahaan untuk memaksa konversi. Namun perlu dicatat bahwa sebagian besar opsi konversi memiliki jangka waktu perlindungan panggilan yang agak lama biasanya sepuluh tahun. Oleh karena itu, perusahaan harus menetapkan periode perlindungan panggilan yang singkat jika ingin memaksakan konversi lebih awal. Oleh karena itu, perusahaan harus menetapkan harga konversi yang lebih kecil / tingkat kupon yang lebih besar.

Obligasi konversi memberikan tiga kelemahan signifikan kepada penerbitnya:

- a. Meskipun penggunaan obligasi konversi memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan uang lebih dari nilai pasar saat menjual saham, jika harga saham naik tajam, hal ini lebih disukai bagi penerbitnya. bisnis menggunakan hutang biasa, meskipun biayanya lebih tinggi, menjual saham biasa, dan membayar kembali pinjaman.
- b. Hutang yang dapat dikonversi biasanya memiliki tingkat bunga yang rendah pada kuponnya, namun manfaat dari hutang setelah konversi, pengurangan biaya ini hilang.
- c. Jika perusahaan memutuskan untuk menambah modal ekuitas dan harga saham tidak naik banyak setelah penerbitan obligasi, maka perusahaan akan dibebani utang.

### 3) Konversi dan Biaya Keagenan

Substitusi aset, juga disebut sebagai "umpan dan peralihan", adalah kemungkinan terjadinya konflik keagenan antara pemegang obligasi dan pemegang saham. Asumsikan bahwa suatu bisnis telah melakukan investasi pada usaha beresiko rendah, dan pemegang obligasi telah menetapkan tingkat bunga rendah karena resiko rendah. Apa yang terjadi jika sebuah bisnis berpikir untuk mengambil proyek yang sangat menguntungkan namun berbahaya, namun calon pemodal tidak menyadarinya? Ada kemungkinan bagi suatu perusahaan untuk memilih menggalang dana berbunga rendah tanpa mengungkapkan bahwa uang tersebut akan digunakan untuk usaha yang lebih beresiko. Nilai utang akan menurun setelah uang dikumpulkan dan investasi dilakukan karena tingkat bunga tidak akan cukup tinggi untuk mengimbangi resiko besar yang diambil oleh pemegang utang.

Debitur akan dikenakan suku bunga yang lebih tinggi, yang merupakan biaya keagenan, jika mereka yakin bahwa perusahaan akan menggunakan umpan dan peralihan. Karena mereka tidak menyadari niat sebenarnya perusahaan, pemegang utang akan mengenakan suku bunga yang lebih tinggi meskipun perusahaan tidak berencana untuk melakukan taktik umpan dan peralihan. Akibatnya, mereka menaikkan suku bunga dan bersiap menghadapi kemungkinan terburuk.

Salah satu strategi untuk menurunkan biaya keagenan adalah dengan menggunakan sekuritas yang dapat dikonversi. Asumsikan bisnis tersebut menjalankan proyek beresiko tinggi dan utangnya dapat dikonversi. Pemegang obligasi dapat mengubah utangnya menjadi ekuitas dan mendapatkan keuntungan dari investasi yang menguntungkan jika nilai perusahaan terbukti lebih tinggi dari yang diperkirakan. Dalam hal ini, biaya keagenan berkurang karena pemegang obligasi siap menawarkan tingkat bunga yang lebih rendah pada obligasi konversi.

Sekarang pikirkan berbagai biaya keagenan yang diakibatkan oleh asimetri informasi antara manajemen dan calon pemegang saham baru. Asumsikan para manajer menyadari bahwa harga saham saat ini terlalu tinggi mengingat prospek masa depan perusahaan yang tidak menentu, yang dianggap menjanjikan oleh pasar. Manajer dapat menerbitkan saham pada harga tinggi saat ini jika mereka bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham saat ini. Harga saham akan turun dan kekayaan akan berpindah dari pemilik baru ke pemilik lama ketika prospek buruk perusahaan tersebut akhirnya diumumkan ke publik.

Calon investor memandang penerbitan saham baru sebagai pertanda lemahnya prospek masa depan karena mereka sadar hal tersebut bisa saja terjadi sehingga menurunkan harga saham. Ingatlah bahwa bahkan bisnis

dengan prospek masa depan yang kuat pun akan mengalami hal ini karena pasar tidak dapat membedakan antara bisnis dengan masa depan yang menjanjikan dan bisnis dengan masa depan yang kurang menjanjikan.

Bisnis yang melihat masa depan cerah mungkin ingin menerbitkan ekuitas, namun mereka memahami bahwa hal ini akan dipandang negatif oleh pasar. Menerbitkan obligasi konversi merupakan salah satu strategi untuk meningkatkan ekuitas sekaligus menghindari efek sinyal ini. Korporasi menyadari bahwa obligasi tersebut hampir pasti akan dikonversi menjadi saham karena mereka yakin bahwa prospek aktualnya di masa depan melebihi prospek pasar. Dalam hal ini, perusahaan menerbitkan utang dan saham konversi melalui pintu belakang.

Obligasi konversi, secara umum, merupakan investasi yang masuk akal untuk digunakan setidaknya dalam dua keadaan. Pertama, obligasi konversi adalah pilihan yang sangat baik jika suatu bisnis ingin membiayai dirinya sendiri melalui hutang langsung namun pemberi pinjaman khawatir bahwa uang tersebut akan dialokasikan dengan cara yang meningkatkan profil risiko bisnis. Kedua, obligasi konversi adalah pilihan yang bijaksana bagi perusahaan yang ingin menerbitkan saham namun khawatir hal tersebut akan membuat investor menafsirkan penawaran tersebut sebagai indikasi kesulitan yang akan datang.

## **B. FEATURES AND RISK**

### **1. Saham Preferen (*Preferred Stock*)**

Menurut (Brigham & Houtson, 2019), sebagian besar saham preferen adalah kumulatif, artinya sebelum pembayaran dividen atas saham biasa, dividen yang belum dibayarkan atas saham preferen harus diselesaikan. Tunggakan atau tertunggak adalah dividen preferen yang belum dibayar. Tunggakan tidak tumbuh dengan bunga majemuk karena dividen preferen yang tertunggak tidak memperoleh bunga. Saham preferen juga ditambahkan hanya untuk jangka waktu tertentu, misalnya 4 tahun yang berarti fitur kumulatif berakhir setelah 4 tahun. Meskipun demikian, dividen yang tertunggak tetap berlaku hingga ketersediaan.

Nilai nominal (atau likuidasi) saham preferen biasanya \$25 atau \$100. Dividen dapat dikatakan jadi jumlah moneter per saham, sebagai persentase dari nilai nominal, atau keduanya. Jika dividen pilihan tidak diterima, perusahaan dibebaskan dari pembayarannya. Namun, penerbitan yang paling disukai bersifat kumulatif, yang berarti bahwa jumlah total dividen preferen yang beredar harus dibayarkan sebelum dividen saham biasa dibagikan harus dibayarkan. Tunggakan merupakan dividen preferen yang belum dibayarkan. Tunggakan dividen hanya diakibatkan oleh kegagalan menerima pembayaran

lebih lanjut atas dividen preferen; mereka tidak timbul dari bunga majemuk karena dividen tidak menimbulkan bunga. Selain itu, fitur kumulatif dari banyak saham preferen berakhir setelah jangka waktu tertentu, katakanlah tiga tahun, di mana saham tersebut hanya menunggak. Namun, tunggakan dividen tidak akan hilang sampai dilunasi.

Hak suara biasanya tidak ada pada saham preferen. Namun, sebagian besar isu preferen menetapkan bahwa, jika dividen preferen diizinkan (dihilangkan), pemegang saham preferen dapat memilih direktur minoritas, katakanlah, tiga dari sepuluh. Beberapa preferensi bahkan memberikan hak eksklusif kepada pemiliknya. untuk memilih mayoritas dewan.

Perusahaan yang menerbitkan saham preferen ingin membagikan dividen, padahal tidak akan bangkrut jika tidak membayarnya. Pembayaran dividen biasa dilarang jika dividen preferen tidak dibayarkan, meskipun pemegang saham preferen tidak mempunyai kendali atas usaha tersebut. Selain itu, pembayaran dividen mempersulit penjualan obligasi, dan kecuali jika dijual dengan harga yang sangat rendah, hampir tidak mungkin untuk menjual lebih banyak saham biasa atau saham preferen. Dengan beredarnya saham preferen, bisnis ini dapat mengatasi tantangannya. Ketika obligasi digunakan sebagai pengganti saham preferen, suatu bisnis mungkin gagal sebelum masalah-masalahnya terselesaikan. Akibatnya, saham preferen dianggap kurang beresiko oleh perusahaan penerbitnya dibandingkan obligasi.

Banyak saham preferen tidak memiliki hak suara. Namun, sebagian besar saham preferen menetapkan bahwa pemegang saham preferen dapat memilih hanya sebagian kecil direktur, misalnya tiga dari sepuluh direktur jika dividen preferen dihilangkan. Misalnya PT Buana memiliki saham preferen beredar yang jika dividen preferen dihapus selama empat kuartal berturut-turut, akan memiliki kemampuan untuk memilih mayoritas direktur. Jika saham preferen tidak dapat memilih mayoritas direktur, dividen itu mungkin dihapus.

Namun, saham preferen lebih beresiko bagi investor dibandingkan obligasi, karena dua alasan yaitu dalam klaim pemegang saham preferen tunduk pada klaim pemegang obligasi jika terjadi likuidasi. Kedua, dibandingkan dengan investor pilihan, pemegang obligasi memiliki peluang lebih tinggi untuk terus menerima pendapatan selama masa-masa sulit. Akibatnya, investor memerlukan tingkat pengembalian saham preferen setelah pajak yang lebih tinggi dibandingkan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan. Meskipun demikian, investor korporasi menganggap saham preferen menarik karena adanya pembebasan pajak perusahaan sebesar 70% atas dividen preferen. Dapat dikatakan bahwa obligasi bermutu tinggi

biasanya dijual dengan basis imbal hasil sebelum pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan ekuitas preferen bermutu tinggi.

## 2. Waran (*Warrants*)

Investor sering menganggap perusahaan seperti itu sangat beresiko, sehingga periode kesepakatan terbatas dan tingkat kupon tinggi dapat digunakan untuk menjual obligasi mereka. Untuk menghindari hal ini, bisnis seperti Informatika sering menawarkan obligasi secara bersamaan dengan waran. Waran bersama obligasi memberikan kesempatan kepada investor untuk mengambil bagian dalam perluasan usaha selama perusahaan berkembang dan menghasilkan keuntungan. Akibatnya, mereka siap menerima persyaratan pembelian yang lebih akomodatif dan suku bunga yang lebih rendah. Kewajiban dengan waran memiliki utang dan ekuitas. Surat berharga hibrid memungkinkan manajer keuangan untuk menarik investor yang lebih besar dengan meningkatkan nilai perusahaan mereka.

Harga tebus waran atau *exercise price*, biasanya diatur pada 15% sampai 30% di atas harga pasar saham ketika obligasi diterbitkan. Jika perseroan melakukan ekspansi dan memperoleh keuntungan, serta jika harga saham naik melebihi harga penebusan pada saat saham tersebut dibeli, maka pemegang waran dapat melaksanakan warannya untuk membeli saham pada harga yang ditentukan. Namun, seperti yang kita lihat dalam hal opsi murni, jika tidak ada insentif, waran tidak akan digunakan sampai nilai di pasar terbuka paling tidak sama atau lebih besar jika digunakan. Penjual waran akan lebih memilih menjual daripada menggunakannya. Jika masa berlaku waran segera habis, pemegang waran dapat menggunakan waran dalam tiga situasi:

- a. Pemegang waran akan melaksanakan waran dan membeli saham jika akan segera habis masa berlakunya dan harga pasar saham lebih tinggi dari harga penebusan.
- b. Jika bisnis menaikkan dividen atas saham biasa dengan jumlah yang cukup signifikan, pemegang waran akan menggunakannya secara sukarela. Tidak ada dividen yang diperoleh dari waran, sehingga tidak memberikan pendapatan lancar. Namun jika saham biasa memberikan dividen yang tinggi, imbal hasil dividennya akan menarik, dan dividen itu membatasi pertumbuhan harga yang akan datang karena saldo labanya lebih kecil. Hal ini mendorong pemegang waran untuk memanfaatkan opsi mereka untuk membeli saham.
- c. Pemilik sering menggunakan waran dengan harga *stepped-up exercise price* yang lebih tinggi.

Secara umum, waran hanya mengeluarkan uang bila diperlukan, yang merupakan fitur menarik lainnya. Perusahaan mungkin membutuhkan modal tambahan saat tumbuh. Pertumbuhan juga akan meningkatkan harga saham dan waran yang ditukarkan, yang menghasilkan perusahaan memperoleh lebih banyak dana. Jika perusahaan tidak berhasil dan tidak dapat menggunakan dana yang diperolehnya dengan baik, harga sahamnya tidak akan meningkat cukup tinggi untuk mendorong penggunaan waran.

Dalam skema rekonstruksi utang, penerbitan waran sebagai cara pembayaran utang juga menimbulkan resiko bagi Kreditor jika Debitor menawarkan untuk membayar seluruh utang POJK 32/2015 sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019 mengatur tentang tata cara penerbitan waran tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Peraturan ini membatasi jenis waran yang diterbitkan dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, dan melarang penerbitan waran. melebihi 35 persen (35%) dari modal ditempatkan dan disetor penuh emiten pada saat pernyataan pendaftaran diajukan ke Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Saham yang diterbitkan pada saat *right issue* juga menjadi dasar waran ini.

Kreditor yang memperoleh waran melalui penerbitan tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu tidak perlu memberikan pernyataan pendaftaran kepada OJK. Oleh karena itu, agar Kreditor dapat melaksanakan waran tersebut, Biro Administrasi Efek (BAE) yang berfungsi sebagai lembaga yang bertanggung jawab melakukan penyidikan harus dihubungi dengan menggunakan dokumen tersebut. Meskipun demikian, pemegang waran yang merupakan kreditor tetap dapat mengalihkan kepemilikannya dengan memanfaatkan waran tersebut untuk membeli atau menjual warannya dari pihak lain. Dibandingkan dengan teknik tanpa kode seperti waran yang diterbitkan dengan hak memesan efek terlebih dahulu, hal ini berbeda (Azward, 2021).

### **3. Konversi (*Convertible*)**

#### **a. Fitur-Featir Obligasi Konversi (*Convertible Bond*)**

Fitur-fitur yang dalam konversi diantaranya adalah harga penukaran antara 15% hingga 20% atau lebih di atas rata-rata nilai pasar saham pada saat penerbitan. Kemudian dalam kebanyakan kasus, dividen saham dan pemecahan saham, yang juga dikenal sebagai pemecahan saham, akan melindungi fitur penukaran, yaitu jumlah saham dan harga dari dilusi.

Perubahan harga konversi dan rasio konversi dapat disebabkan oleh faktor lain yaitu fitur standar yang pada hampir semua klausul efek konversi melindungi efek konversi dari pemecahan oleh dividen atas saham, pemecahan saham, dan penjualan saham biasa di bawah harga konversi.

Klausul ini biasanya mengatur bahwa harga konversi harus diturunkan jika saham biasa dijual lebih rendah dari harga yang diminta hingga harga di mana saham baru diterbitkan rasio dan konversi. Misalnya, selama sepuluh tahun pertama masa efek konversi, PT Buana akan melakukan pemecahan saham 2-untuk-1, yang akan mengubah rasio konversi secara otomatis dari 15 menjadi 30 dan biaya penukaran turun dari \$100 menjadi \$80. Suatu perusahaan dapat menghentikan konversi dengan menggunakan pemecahan saham dan dividen saham apabila perlindungan ini tidak terkandung dalam kontrak.

### **b. Nilai Obligasi Konversi (*Convertible Bond*)**

Nilai obligasi konversi adalah nilai intrinsik yang dihitung dengan mengalikan jumlah saham yang dikonversi dengan nilai sekarang harga pasar saham biasa. Dua aset yang diperhitungkan dalam penilaian obligasi konversi adalah waran dan obligasi. Selain itu, volatilitas pergerakan harga saham—yang merupakan aset fundamental obligasi konversi—diperhitungkan untuk menganalisis credit spread dan nilai opsi atas porsi pendapatan tetap, yang berdampak pada profil kredit perusahaan dan peringkat konversi pada struktur modal. Berikut adalah nilai dari obligasi konversi:

- 1) *Straight Bond Value*, merupakan harga jual obligasi yang tidak bisa dikonversi jadi saham biasa. Harga ini didasarkan pada tarif bunga pasar dan resiko.
- 2) Nilai Konversi (*Conversi on Value*), merupakan nilai obligasi konversi langsung yang dapat ditukarkan ke saham biasa pada harga tertentu.
- 3) Nilai Opsi (*Call Option*), merupakan selisih dari *straight bond value* dan *conversi on value*.

Jika perusahaan memiliki resiko yang rendah, *straight bond* akan memiliki nilai yang tinggi sementara *call option* akan memiliki nilai rendah. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki resiko yang tinggi, *straight bond* akan memiliki nilai yang rendah sementara *call option* akan memiliki nilai yang tinggi.

### **c. Resiko Obligasi Koversi (*Convertible Bond*)**

Dari sudut pandang emiten, ada tiga resiko efek konversi:

- 1) Meskipun penggunaan obligasi konversi memungkinkan perusahaan untuk menjual saham dengan harga lebih banyak daripada harga yang layak untuk dijual, perusahaan lebih baik menggunakan utang meskipun biayanya tinggi, kemudian menjual saham biasa dan membayar utangnya.

- 2) Saat konversi terjadi, efek konversi biasanya memiliki tingkat bunga minimal. Hutang berbiaya rendah ini tidak lagi mempunyai keuntungan.
- 3) Jika perusahaan ingin meningkatkan modal ekuitasnya, tetapi harga saham tidak naik secukupnya setelah obligasi diterbitkan, perusahaan akan terbebani dengan utang dan tidak akan mendapatkan ekuitas yang diinginkannya.

## C. **COST OF CAPITAL ISSUERS**

### 1. **Biaya Hutang Jangka Panjang**

Secara umum, faktor-faktor seperti tingkat biaya bunga saat ini mempengaruhi definisi biaya utang, atau biaya utang jangka panjang. Kemungkinan suatu bisnis bangkrut (disebut juga resiko gagal bayar). Selain itu, terdapat manfaat pajak bagi usaha yang memiliki utang (keuntungan pajak terkait utang).

Salah satu cara untuk memperoleh utang adalah melalui surat pengakuan utang, obligasi, atau bisnis pembiayaan. Biaya hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan sebagai akibat dari pinjaman adalah bunga. Sedangkan untuk beban hutang, tingkat pengembalian yang diharapkan adalah apa yang harus dipahami ketika seseorang menerbitkan obligasi. Nilai obligasi dihitung berdasarkan harapan investor sebagai diskon. Untuk meningkatkan tingkat pengembalian modal sendiri (ekuitas), dunia usaha menggunakan sumber pengeluaran utang. Ada dua kategori biaya utang, khususnya:

#### a. **Biaya Utang Sebelum Pajak (*Before Tax Cost Debt*)**

Biaya utang sebelum pajak merupakan tingkat pengembalian internal, atau hasil hingga jatuh tempo, arus kas obligasi diwakili oleh  $K_d$ , dapat digunakan untuk menghitung biaya utang sebelum pajak.

$$K_d = \text{Beban Hutang} / \text{Hutang Jangka Panjang}$$

#### b. **Biaya Utang Setelah Pajak (*After Tax Cost of Debt*)**

Perusahaan yang menggunakan berbagai sumber pendanaannya pada utang akan dikenakan pembayaran bunga untuk pengeluaran utang setelah pajak. Bagi dunia usaha, salah satu jenis beban adalah bunga. Jumlah pajak penghasilan yang terutang akan berkurang akibat adanya beban bunga ini. Oleh karena itu, biaya utang harus dimodifikasi untuk pajak karena biaya modal yang dihitung juga harus setelah pajak.

Rumus:

$$K_i = K_d (1-T)$$

Keterangan:

$K_i$  = Biaya utang setelah pajak

$K_d$  = Biaya hutang sebelum pajak

$T$  = Tarif pajak

## 2. Biaya Saham Preferen

Biaya sebenarnya yang dikeluarkan korporasi dalam hal penjualan saham preferen untuk menghimpun dana disebut dengan biaya modal saham preferen (kp). Biaya modal saham preferen ditentukan oleh pemegang saham preferen dengan menggunakan tingkat pengembalian yang diperlukan. Artinya, emiten harus mengeluarkan biaya yang sepadan dengan jumlah imbal hasil yang diantisipasi investor (Triyonowati & Maryam, 2022).

Biaya modal untuk saham preferen diwakili oleh jumlah dividen tetap. Oleh karena itu, saham preferen tampak seperti persilangan antara utang dan ekuitas biasa. mempunyai ciri-ciri hutang. karena kewajiban abadi saham preferen untuk membayar dividen berulang. Sebab saham preferen merupakan bukti kepemilikan perusahaan yang menerbitkannya, maka kualitasnya sama dengan saham biasa. Demikian pula, perusahaan yang memegang saham preferen mempunyai hak untuk mengambil prioritas di atas pemegang saham biasa jika perusahaan tersebut harus dilikuidasi.

Pembayaran dividen saham preferen dilakukan setelah pendapatan dikurangi pajak, oleh karena itu biaya modal saham preferen tidak perlu dinilai kembali untuk keperluan perpajakan. Dividen per saham preferen ( $D_p$ ) harus dibagi dengan harga saham preferen ( $P_o$ ) saat ini agar biaya modal penggunaan saham preferen (kp) dapat disajikan dalam perhitungan di bawah ini.

Rumus:

$$k_p = D_p / P_o$$

Keterangan:

$k_p$  = Biaya saham preferen

$D_p$  = Dividen saham preferen

$P_o$  = Harga saham preferen saat penjualan (harga proses)

Penerimaan kas bersih yang diterima (Pnet) digunakan untuk menentukan biaya modal saham preferen jika terdapat biaya penerbitan (juga dikenal sebagai *flotation cost*):

$$k_p = D_p / P_{net}$$

Contoh:

Saham preferen bernilai 33.250 per saham dan memiliki dividen 6.500 per saham. Dana saham preferen memiliki ukuran saham 300 juta. Hitunglah biaya modal saham preferen!

Penyelesaian:

$$k_p = D_p / P_o$$

$$k_p = 6.500/33.250 = 19,55\%$$

### 3. Biaya Saham Biasa

Perusahaan yang mengumpulkan uang dengan menjual saham biasa untuk investasi memiliki biaya modal saham biasa. Biaya modal saham biasa diperoleh secara eksternal dengan menjual atau menerbitkan lebih banyak saham biasa, sedangkan biaya modal saham biasa diperoleh secara internal dengan menahan laba. Perkiraan ini lebih menantang karena modal saham melibatkan potensi biaya yang tidak dapat diobservasi.

$$PV = \frac{D_1}{r-g}$$

Persamaan sebelumnya dapat diubah menjadi berikut dengan mengganti r dengan  $k_s$  (biaya modal saham) dan PV dengan P (harga saham).

$$k_s = \frac{D_1}{P}$$

Keterangan:

$k_s$  = Biaya modal saham

$D_1$  = Dividen pada tahun pertama

P = Harga saham saat ini

g = Tingkat pertumbuhan

Tingkat pertumbuhan ditambah hasil dividen sama dengan biaya modal saham. Harga saham, tingkat pertumbuhan, dan dividen yang dibayarkan semuanya harus diperkirakan agar dapat menggunakan perhitungan berikut.

Harga dapat diakses secara luas, terutama bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Keuangan dan telah *go public*. Selain itu, mendapatkan data dividen itu sederhana. Menentukan tingkat pertumbuhan lebih sulit untuk diperkirakan. Ada berbagai metode untuk menghitung tingkat pertumbuhan. Kita bisa menerapkan rumus berikut terlebih dahulu:

$$g = (1 - \text{DPR}) (\text{ROE})$$

Keterangan:

DPR = *Dividen payout ratio*

ROE = *Return on equity*

Tingkat pertumbuhan ialah kegunaan dari pengembalian ekuitas dan pembayaran dividen, sesuai dengan persamaan di atas. Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan diperkirakan akan lebih tinggi jika perusahaan tersebut memilih untuk menginvestasikan kembali sebagian besar keuntungannya daripada membayar dividen yang kecil. Jika pembayaran dividen lebih tinggi, tingkat pertumbuhan akan lebih rendah.

#### 4. Biaya Laba Ditahan

Harga penggunaan sumber daya untuk saham biasa dikenal sebagai laba ditahan. Biaya laba ditahan dihitung sebagai persentase pendapatan investasi (tingkat pengembalian) dari saham yang akan diterima investor jika mereka melakukan resiko serupa dan investasi terkait perusahaan pada kemungkinan lain.

Harga saham biasa dan laba ditahan adalah sama. Sebaliknya, pemegang saham yang ingin menginvestasikan kembali keuntungannya (pendapatan) harus membayar biaya perantara dan pajak dividen untuk memperoleh lebih banyak saham bisnis.

Rumus:

$$K_r = k_c (1-T) (1-b)$$

Keterangan:

T = Tingkat rata-rata pajak atas dividen. *Income* dari semua pemegang saham (*average tax rate of stock holders*)

b = biaya rata-rata makelar (*average brokerage cost*)

## 5. Biaya Modal Rata-rata Tertimbang

Jika biaya modal untuk suatu komponen berubah, biaya modal rata-rata tertimbang juga akan meningkat. Perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) terkenal di bidang pengelolaan keuangan. Singkatnya, WACC adalah persentase penyesuaian modal dan utang yang memiliki resiko keuangan paling kecil. Namun WACC bukanlah satu-satunya formula yang digunakan manajemen untuk memutuskan struktur modal terbaik. Berdasarkan firasat, manajemen dapat menggunakan pendekatan atau ide alternatif untuk mengidentifikasi struktur modal terbaik. Manajer biasanya menggunakan dua istilah yaitu *Leverage* Rendah dan *Leverage* Tinggi untuk menentukan struktur modal. Jika jumlah utang lebih sedikit dibandingkan ekuitas dalam struktur modal, maka dikatakan *leverage* rendah, sedangkan jika terdapat lebih banyak utang daripada ekuitas dalam struktur modal, maka dikatakan *leverage* tinggi.

### LATIHAN SOAL

1. Jelaskan apa yang dimaksud dengan sekuritas hibrida!
2. Bagaimana saham preferen disajikan dalam neraca perusahaan?
3. Apa kelebihan dari saham preferen yang dapat dikonversi menjadi saham biasa, serta bagaimana hal ini mempengaruhi keputusan investasi?
4. Mengapa model *Black-Scholes* tidak cocok untuk menilai waran?
5. Dalam situasi apa suatu bisnis mungkin menggunakan sekuritas konversi?
6. Surat utang konversi Permata *Company* yang diterbitkan dengan nilai nominal \$6.000 pada bulan Juli 2004. Kapan saja sebelum jatuh tempo pada 10 Juli 2024, pemegang surat utang dapat menukarkan surat utang tersebut dengan 25 lembar saham biasa. Oleh karena itu, rasio konversi (CR) adalah 25. Hitunglah rasio konversinya!
7. Saham preferen bernilai 35.000 per saham dan memiliki dividen 5.500 per saham. Dana saham preferen memiliki ukuran saham 350 juta. Hitunglah biaya modal saham preferen!
8. Jelaskan bagaimana tingkat biaya bunga dan resiko gagal bayar mempengaruhi biaya utang jangka panjang!
9. Mengapa perusahaan memilih menerbitkan waran dan konversi?
10. Bagaimana fungsi waran dalam proses konversi saham preferen menjadi saham biasa?

## **BAB 8**

# **PENAWARAN SAHAM PERDANA (IPO) DAN PERBANKAN INVESTASI**

### **INDIKATOR**

1. Mahasiswa mampu bank investasi dan perannya
2. Mahasiswa mampu investasi sejak depresi hebat
3. Mahasiswa mampu pengantar Penawaran Saham Perdana (IPO): *go publik*
4. Mahasiswa mampu manfaat dan biaya *go publik*
5. Mahasiswa mampu peraturan Penawaran Saham Perdana (IPO) dan penerbitan surat berharga

### **A. BANK INVESTASI DAN PERANNYA**

Ahmed dan Kausar (2015) Bank investasi juga dikenal sebagai bank pedagang diseluruh dunia. Bank investasi adalah Lembaga yang menjadi mitra bank dalam fungsi intermediasi dalam alokasi sumber daya. Bank investasi berfokus pada kegiatan negosiasi bisnis finansial yang tinggi dan saling bertaut seperti berperan sebagai agen antara pencetak sekuritas dan penanam modal umum yang memberikan pelayanan integrasi dan pengubahan kerangka emiten lainnya dan berperan sebagai pialang atau bisa disebut sebagai konsultan finansial bagi pelanggan institusi. Bank investasi seringkali disebut sebagai Perbankan Perdagangan di seluruh dunia. Beberapa bank investasi besar yang terkenal di dunia termasuk *Barclays*, *UBS*, *Credit Suisse*, dll. Banyak juga Perbankan Investasi berfokus dalam area industri khusus. Sebagian besar perbankan investasi juga mempunyai tanggung jawab dalam mengabdikan kepada pengguna kecil dan perorangan

Ahmed dan Kausar (2015), bank investasi adalah institusi yang berfungsi sebagai perantara untuk berbagai tujuan. Kegiatan mereka kegiatan mereka biasanya bervariasi dari satu institusi ke institusi lainnya. Sebagian besar layanan yang mereka lakukan cenderung berupa transaksi keuangan yang besar dan kompleks. Klien bank investasi biasanya adalah pemerintah dan lembaga keuangan lainnya serta klien institusional seperti dana lindung nilai, dana pensiun, dan emiten-emiten besar.

Brigham dan Houston (2019), dalam buku dasar-dasar manajemen keuangan menyatakan bank investasi terlibat dalam merger dengan beberapa cara:

1. Membantu mengatur koalisi
2. Membantu emiten koalisi mengembangkan dan mengimplementasikan.

Emiten mengakuisisi dapat megkhawatirkan poin ini, terutama apabila manajemen emiten target cukup bagus. Kondisi setelah merger mungkin yang membuat tim manajemen setuju untuk tinggal selama 5 tahun setelah merger. Dalam hal ini, harga yang dibayarkan mungkin bersyarat pada kinerja emiten setelah merger tersebut. Sebagai contoh, Ketika International Holdings mengakuisisi Walker Products, harga yang dibayar adalah 100.000 saham International Holdings senilai \$63 atau Rp. 1.006.988,85 per saham plus tambahan 30.000 saham setiap tahun selama 3 tahun, dengan anggapan Walker Products memperoleh paling tidak \$1 juta atau Rp. 15.645.100.000 selama setiap tahun tersebut. Karena manajer Walker memiliki saham dan akan menerima bonus, mereka memiliki insentif kuat untuk tinggal dan membantu emiten mencapai targetnya.

Akhirnya, apabila manajer emiten target sangat kompeten tetapi tidak ingin tinggal setelah merger, emiten pengakuisisi dapat memasukkan kesepakatan nonpesaing dengan manajemen lama. Biasanya, pengakuisisi harus sepakat untuk tidak berafiliasi selama periode tertentu dengan bisnis baru yang bersaing dengan emiten sebelumnya (misalnya 5 tahun). Kesepakatan tersebut terutama penting pada bisnis berorientasi layanan. 12 Manajemen emiten yang dianggap kandidat merger yang menarik sering kali mengatur "parasut emas" untuk mereka sendiri. Parasut emas adalah rencana pensiun yang sangat menguntungkan yang akan berlaku apabila merger terjadi. Jadi, ketika Bendix Corp diakuisisi oleh Allied Automotive, Bill Agee, direktur Bendix, "membuka tali parasut emasnya" dan keluar dengan bayaran \$4 juta atau sekitar Rp 65.580.400.000. Apabila parasut emas itu cukup besar, ia juga dapat berfungsi sebagai pil racun sebagai contoh, ketika seorang presiden direktur dari emiten senilai \$10 juta atau sekitar Rp 156.451.000.000 harus membayar \$8 juta atau sekitar Rp 125.160.800 apabila emiten diakuisisi, hal ini akan mencegah pengambilalihan. Pemegang saham makin menolak kesepakatan seperti itu, tetapi beberapa masih terjadi.

## **B. INVESTASI SEJAK DEPRESI HEBAT**

### **1. Awal Mula Terjadi Depresi Hebat**

Pada tahun 1929 sampai tahun 1940an adalah tahun dimana depresi hebat atau sering disebut depresi ekonomi telah terjadi di USA (*United States of America*). Depresi itu dijuluki sebagai depresi terparah dan terbesar sepanjang Sejarah USA (*United States of America*), yang mengakibatkan negara tersebut mengalami masa kebangkrutan dan kegagalan aspek

ekonomi yang dampaknya menjadikan hampir seluruh kehidupan hancur dan penduduk amerika mati kelaparan. Depresi ini seperti bom yang sudah memporak-porandakan seluruh struktur politik, sosial ekonomi, dan budaya yang sebelumnya sudah di bangun di masa kejayaan USA (*United States of America*), (Patria, 2020).

Akibat adanya depresi membuat dampak yang tinggi bagi kehidupan sosial, politik dan ekonomi di USA (*United States of America*). Banyak perbankan dan pabrik-pabrik yang ditutup padahal itu adalah mata pencaharian penduduk USA (*United States of America*) untuk bertahan hidup. Akibat hal itu banyak penduduk USA (*United States of America*) menjadi pengangguran, akhirnya mendorong terjadinya kejahatan-kejahatan yang timbul untuk bertahan hidup. Dalam konteks politik, pemerintahan Herbert Hoover yang menyajikan program-program, nyatanya masih dianggap belum biasa untuk memperbaiki dampak dari depresi. Akhirnya penduduk amerika tidak percaya lagi dengan pemerintahan yang dipimpin oleh Herbert Hoover dan memunculkan aksi demo untuk menuntut tanggungjawab pemerintah. Di saat bersemaan setelah itu munculah sosok Franklin Delano Roosevelt dengan membawa konsep terbaru dan diyakini sebagai awal perubahan konsep perekonomian USA (*United States of America*) untuk mengatasi depresi yakni konsep pembenahannya bertajuk "*New Deal*". Konsep ini membawa pemerintah untuk berperan didalamnya, dan banyak perubahan-perubahan lain yang muncul seperti munculnya seni yang dikembangkan oleh orang-orang negro, yaitu di bidang sosial budaya. (Patria, 2020)

Awal mulanya depresi hebat terjadi akibat kegiatan bursa efek. Karena penduduk USA (*United States of America*) ingin mencari cara yang mudah yakni dengan cara system pembelian angsuran. Sistem pembelian secara angsuran merupakan sistem pembelian yang mana para penanam saham hanya akan membayar sedikitnya 10 persen dari nilai saham untuk lebihannya itu bisa dipinjam dari bank. Jika ingin mendapatkan laba, maka para penanam modal harus menunggu dulu dan berharap nilai saham akan mengalami kenaikan. Karena jika nilai saham mengalami penurunan otomatis penanam modal akan rugi. Oleh karena itu, para penanam modal harus pintar-pintar untuk melihat perkembangan di bursa efek. Permintaan inilah yang nantinya akan berfungsi besar untuk meningkatnya obligasi dan harga saham. Terhitung beberapa bulan, aksi pemikiran penduduk USA (*United States of America*) di Bursa Efek New York membut harga saham semakin meningkat tinggi.

Total keseluruhan saham dengan harga yang rendah yang di perjualbelikan pernah mencapai 13 juta saham di tanggal 24 Oktober 1929. Tetapi kejadian itu tidak lama, karena pada sorenya J.P. Morgan & Company

dan beberapa bank telah menyediakan sekitar dana 240 juta dolar untuk menjaga pasar agar tetap stabil dan untuk pembelian saham. Ternyata tidak hanya itu saja, karena secara bersamaan juga dewan pemimpin bankers dan ekonom (*Treasury Officials*) memberikan pernyataannya ke seluruh penduduk agar tetap menjalankan kegiatan seperti biasanya dan tetep tenang. Akhirnya hal itu dapat menciptakan keadaan yang banyak memberikan keuntungan dibandingkan sebelumnya.

Presiden Hoover juga ikut menyakinkan penduduk bahwa kemakmuran abadi USA (*United States of America*) akan terjadi lagi oleh karena itu penduduk diharapkan untuk tetap tenang. Pada tanggal 29 Oktober 1929 rencana-rencana untuk Kembali menstabilkan harga saham tidak terrealisasi karena pada saat tanggal itu sering disebut sebagai *Black Tuesday*. Saham-saham yang diperjualbelikan di bursa USA (*United States of America*) mendekati 16,5 juta saham tetapi harga saham mengalami kemerosotan yang signifikan sampai tingkat penurunan 43 poin. Selama bulan itu juga di bursa USA (*United States of America*) nilai saham turun sekitar 73 persen atau dari 87 milyar menjadi 55 milyar. Akibat hal itu, krisis finansial semakin menyebar dan menjadi depresi hingga selama bertahun-tahun berlangsung yang juga mengubah kehidupan penduduk USA (*United States of America*) tidak sama seperti sebelumnya. (Armiyati, 2022)

## 2. Penyebab-Penyebab Depresi Hebat

Ada beberapa asumsi terkait terjadinya Depresi Hebat di (*United States of America*) yang berlangsung di tahun 1929. Beberapa asumsi menyatakan alasan utama terjadinya depresi hebat karena jatuhnya bursa efek di *Wall Street*. Tapi pendapat lain menyatakan bahwa jatuhnya bursa efek itu hanya untuk mempercepat depresi, sedangkan faktornya karena penurunan perekonomian yang telah terjadi sebelumnya.

### a. Kemerosotan dan Penurunan didalam Sektor Pertanian

Awal kehancuran sektor pertanian di USA (*United States of America*) bermula karena kemunduran-kemunduran yang terjadi di tahun 1921 sampai tahun 1922. Peraturan yang ditetapkan pemerintah justru semakin membuat perekonomian bahaya. Hal itu karena petani yang hanya diberikan sedikit laba oleh pemerintah saat amerika sedang di masa kejayaan. Hutang petani semakin meningkat dan harga produksi pertanian menurun di tahun 1920 akibat petani mengalami produksi banyak di hasil-hasil pertanian. Pahal petani adalah pelanggan yang tinggi untuk industri.

b. Laba Ekonomi Pada Emiten-Emiten Sukses

Produksi telah dinormalkan sesuai dengan permintaan-permintaan baru setelah adanya kemunduran-kemunduran di tahun 1921. Industri-industri hanya membuat alat elektornik dan mobil tidak lagi membuat mesin. Kehidupan penduduk di USA (*United States of America*) berubah yang tadinya di sektor pertanian sekarang di sektor industri. Dalam masa kejayaannya perekonomian amerika berkembang pesat di sektor industri terutama indukstri bangunan dan mobil. Hal itu hanya terjadi sebentar, karena pada tahun 1929 industri bangunan & mobil terjadi kemunduran. Akhirnya perekonomian juga terjadi kemunduran. (Armiyati, 2022)

c. Tebakan

Penyebab utama terjadinya depresi bukanlah dari tebakan di bursa efek. hanya saja aktivitas itu menjadikan depresi semakin besar. Kurangnya permintaan terhadap barang membuat harga mengalami penurunan yang otomatis produksi tidak seperti biasanya karena mengalami pengurangan akibatnya banyak karyawan yang dipecat emiten. Akhirnya banyak penduduk-penduduk melakukan pinjaman bank, kemudian peredaran tunai di pasar juga berkurang. Inilah adalah akibat dari krisis yang terjadi di tahun 1929.

d. Sistem Pembelian Dengan Melakukan Pembayaran Angsuran dan Produksi-Produksi Pabrik yang *Overlound*

Insutri-Industri pabrik juga mengalami produksi yang banyak selain pertanian. Awalmulanya produksi hanya sesuai yang diminati saja namun lama kelamaan pabrik memproduksi semakin banyak. Akhirnya pedagang memberikan opsi kepada pembeli, jika ingin beli barang bisa dibawa dulu sebelum mebayarnya secara lunas, ini dilkukan untuk menarik minat beli konsumen agar barang bisa terjual banyak. Dibalik itu semua ternyata sistem ini sangat membahayakan karena utang-utang pribadi bisa menumpuk jika tidak dibayarkan dan minat beli juga melemah.

e. Penurunan Kemampuan Untuk Membeli

Ditahun 1929 tercatat fakta bahwasanya sedikitnya 2/3 penduduk USA (*United States of America*) dalam kurun waktu setahun hanya membelanjakan uang mereka kurang dari \$ 2500 atau sekitar Rp 39.703.656,25. Banyak warga golongan bawah di USA (*United States of America*) tidak mampu membeli barang-barang produksi sperti mobil, dll. Karena untuk makan saja mereka tidak mampu apalagi harus membeli barang-barang seperti itu. Padahal produksi industri yang banyak itu menuntut jumlah pembeli yang banyak juga. Karena kondisi itu tidak terjadi di USA (*United States of America*), maka terjadilah yang namanya depresi.

- f. Pengaruh tidak langsung dari Perang Dunia I  
Banyak negara-negara Eropa yang banyak hutang, dan produksi industri mengalami kehancuran akibat adanya Perang Dunia 1. Hutang-hutang yang banyak tersebut membuat jalan transaksi jual beli internasional terhambat. Akhirnya para pengusaha di Eropa hanya membeli sedikit dan menjual produksi mereka lebih banyak yang tentunya akan berimbas kepada petani dan industri mengalami kerugian di USA (*United States of America*).
- g. Kebijakan Pemerintah  
Awal mulanya depresi hebat yang terjadi sepanjang tahun 1940 itu dikarenakan krisis keuangan yang harusnya pemerintah dapat kendalikan. Tapi kenyataannya pemerintah kurang sigap dalam menangani hal itu dan membuat depresi berlanjut lebih lama.

### 3. Akibat Dari Depresi Hebat Terhadap Masyarakat USA (*United States of America*)

Berikut ini kondisi masyarakat USA (*United States of America*) ketika Depresi Hebat:

#### a. Keadaan Ekonomi

Krisis di tahun 1929 tepatnya di bulan oktober memberikan dampak berkepanjangan bagi perekonomian penduduk USA (*United States of America*). Selain itu, industri juga sulit berkembang, banyak kegiatan bisnis tidak berjalan semestinya, dan pembelian saham investasi di bursa efek menurun karena jatuhnya bursa efek. Otomatis hal itu akan mempengaruhi sistem perbankan di USA (*United States of America*). Sebanyak 659 bank telah di tutup di tahun 1929, dengan depositnya yang mendekati \$ 250 juta atau sekitar Rp 3.966.478.216.019,42: sebanyak 2294 bank telah di tutup di tahun 1931 dengan depositnya yang mendekati \$ 1,7 miliar atau sekitar Rp 2.697.2051.868.932,00: dan sebanyak 1456 bank di tutup di tahun 1932 dengan depositnya yang mendekati \$ 7,5 miliar atau sekitar Rp 118.994.346.480.583,00.

Lebih dari 9.000 perbankan di USA (*United States of America*) di tutup total untuk menghindari adanya kebangkrutan di antara tahun 1930 sampai tahun 1933. Peminjam uang di bank, terutama para petani dan pengusaha yang ingin mendapatkan uang modal di bank mengalami kerugian. Kemunduran minat beli penduduk disebabkan oleh mundurnya persediaan uang, yang akhirnya terjadi yang namanya deflasi. Otomatis pabrik akan melakukan pemecatan karyawan, pemotongan gaji karyawan akibat kurangnya pembeli, pedagang dan pabrik-pabrik.

Kehidupan perekonomian petani menjadi salah satu sasaran dampak terjadinya Depresi Hebat tahun 1929. Di tahun 1929 sampai tahun 1932 terjadi penurunan 55 persen pertanian di USA (*United States of America*). Hasil pertanian yang diperjualbelikan di internasional juga menurun pada tahun 1929 dari \$10 miliar atau sekitar Rp 158.659.128.640.777,00 turun menjadi \$7 miliar atau sekitar Rp 111.061.390.048.544,00 di tahun 1932. Hasil modal transaksi jual beli pertanian internasional juga mengalami penurunan signifikan dari \$ 150 juta atau sekitar Rp 2.379.886.929.611,65 dalam tahun 1928 menjadi \$ 88 juta atau sekitar Rp 1.396.200.332.038,84 pada tahun 1932.

b. Kondisi Sosial

Semua bagian kehidupan sosial di USA (*United States of America*) dipengaruhi oleh depresi. Depresi juga membuat penduduk USA (*United States of America*) tidak bisa memenuhi keperluan hidupnya.

c. Kondisi Politik

Banyak penduduk yang kurang percaya terhadap pemerintahan akibat adanya tekanan depresi yang membuat penduduk sengsara, selain itu juga permasalahan depresi yang gagal diatasi oleh pemerintahan Hoover. Akibatnya penduduk tidak lagi percaya dengan mandat-mandat yang pernah disampaikan Hoover.

Sejatinya penduduk membutuhkan pemimpin yang baru yang nantinya dapat membalikkan kondisi USA (*United States of America*) menjadi lebih baik. Hal itu ada pada diri Franklin Delano Roosevelt yang dengan tegas menyampaikan langkah-langkah baru yang akan dilakukannya. Oleh karena itu pada pemilihan umum 1932 Franklin Delano Roosevelt mendapatkan kemenangan telak dari Hoover. Dengan kemenangan ini tentu akan membuat perubahan-perubahan baru di USA (*United States of America*) yang dipimpin oleh Franklin Delano Roosevelt. Perubahan yang dibawa adalah konsep liberalisme. Menurut asumsi dari Keynes menyampaikan bahwa pemerintah itu seharusnya memberikan perubahan kepada negaranya bukan justru langsung lepas tangan begitu saja. Konsep yang mendasari pemikiran Keynes ini kemudian diingat sebagai periode berkembangnya Neoliberalisme di USA (*United States of America*). (Armiyati, 2022)

## C. PENGANTAR PENAWARAN SAHAM PERDANA (IPO): GO PUBLIK

### 1. Persiapan Awal Go Publik

#### a. Membentuk Tim Internal Penawaran Saham Perdana

Proses penawaran umum melibatkan beberapa aspek. Itu sebabnya, sangat penting dalam mendirikan sebuah rekan kerja penawaran saham perdana yang kuat. Orang-orang yang ahli dalam bidang keuangan dan hukum sebaiknya dilibatkan dalam tim internal. Tim ini nantinya akan membantu proses penawaran saham umum dan berkolaborasi dengan para spesialis

#### b. Peninjauan Awal

Berikut beberapa faktor yang harus dipikirkan pada fase-fase awal:

- 1) Berapa banyak dana yang harus disiapkan penawaran saham perdana untuk emiten?

Hal ini perlu diseimbangkan dengan konsep suatu emiten.

- 2) Berapa persen maksimum kepemilikan public yang diharapkan pemilik modal?

Bagi sebagian besar emiten, pemilik saham pendiri tetap ingin menjadi pemilik saham mayoritas emiten. Sebaliknya, semakin tinggi saham milik masyarakat, maka saham emiten akan semakin aktif diperjualbelikan di Bursa Efek Indonesia sehingga semakin minim pula risiko lancar bagi pemilik modal.

- 3) Bagi sekelompok emiten yang memiliki banyak anak emiten dan banyak bidang usaha, ada beberapa faktor yang harus diperhatikan:

- a) Emiten mana yang dapat mengedarkan sahamnya ke masyarakat?
- b) Pemisahan, penggabungan, pengambilan alih emiten serta pembubaran kekayaan apakah diperlukan sebelum mengadakan penawaran saham?

Umumnya, semakin bernilai suatu emiten yang menawarkan sahamnya kepada masyarakat, maka pemilik modal akan lebih tertarik.

- 4) Sebelum melakukan penawaran saham apakah ada persyaratan ijin dalam regulasi, kontrak atau hal lain yang perlu diganti?
- 5) Adakah permasalahan hukum yang akan berdampak pada kesinambungan operasional emiten dan menghambat proses penawaran saham?
- 6) Perlukah emiten melaksanakan transisi terhadap struktur dewan pengurus atau direktur pada suatu emiten?

c. Pemilihan Tenaga Ahli dari Luar Emiten

Sebelum prosedur penawaran saham perdana dilaksanakan, emiten perlu menunjuk beberapa kandidat yang akan dipilih sebagai:

- 1) Proses menawarkan saham emiten ke pemilik modal akan dibantu oleh penjamin emisi
- 2) Pemeriksaan dokumen keuangan emiten akan dijalankan oleh pemeriksa keuangan
- 3) Peninjauan aspek hukum dan pemberi saran akan dilakukan oleh penasihat hukum
- 4) Dokumen-dokumen, kontrak serta transisi anggaran dasar akan dibantu oleh notaris
- 5) Lembaga penilai bertugas untuk menilai apakah emiten memiliki kekayaan tetap seperti tanah atau bangunan.
- 6) Kantor pengelola efek akan membantu dalam pengelolaan saham emiten.

d. Pertemuan Umum para Pemegang Saham dan Revisi Anggaran

Tahap awal dalam perencanaan ini, emiten melakukan RUPS untuk mendapatkan persetujuan seluruh *stakeholder* untuk melaksanakan penawaran saham perdana dan menentukan kuantitas saham yang akan ditawarkan. Emiten harus mengubah anggaran dasarnya dari status emiten privat menjadi emiten terbuka. Jika emiten belum memiliki sekretaris emiten, pemeriksa keuangan serta badan evaluasi, maka emiten harus menunjuk seseorang untuk masuk ke bagian tersebut.

e. Persiapan Berkas

Sebelum emiten mencatatkan saham ke Bursa Efek Indonesia, maka emiten harus mengajukan pernyataan pendaftaran kepada lembaga pengawas keuangan, dan mengajukan dokumen-dokumen sebagai syarat pencatatan di Bursa Efek Indonesia. Beberapa dokumen yang diperlu disiapkan meliputi:

- 1) Informasi mengenai profil emiten, rencana penawaran saham perdana, *underwriter*, serta pendukung profesi
- 2) Opini hukum dan laporan pengamatan dari penasihat hukum
- 3) Laporan keuangan auditan dari pemeriksa keuangan
- 4) Bukti dari ahli (jika tersedia)
- 5) Anggaran awal asosiasi emiten saham gabungan yang sudah disepakati oleh Hak Asasi Manusia dan Kementerian Hukum
- 6) Dokumen penawaran yang memuat informasi dari berkas 1 hingga 5
- 7) Proyeksi keuangan. Sulistio (2015)

## 2. Proses Emiten Terbuka

### a. Langkah Pertama dan Menyiapkan Berkas

Langkah pertama, emiten harus membentuk staff dalam dan mengajukan ke pihak luar emiten untuk mendukung persiapan menjadi emiten terbuka, mengajukan persetujuan pada RUPS dan memodifikasi keuangan dasar, serta menyiapkan berkas-berkas yang diperlukan untuk diserahkan ke BEI dan Lembaga Pengawas Keuangan.

### b. Menyampaikan Keinginan Kesepakatan Awal Pencatatan Saham Kepada BEI

Agar saham bisa diperjualbelikan di BEI, emiten harus melakukan pengajuan permohonan pencatatan saham dengan melampirkan berkas-berkas seperti profil emiten, pencatatan anggaran, opini hukum, rencana keuangan, dll. Selain itu, emiten harus mendaftarkan sahamnya secara bersamaan di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).

BEI meninjau permohonan yang diajukan emiten dan meminta emiten, *underwriter* serta pendukung profesional dalam memberikan informasi mengenai profil emiten, rencana usaha, dan perencanaan tawaran umumnya yang telah direncanakan. Untuk kelanjutan informasi dari aktivitas-aktivitas emiten, maka BEI akan mengunjungi emiten secara langsung dan meminta keterangan tambahan yang akurat dengan rencana penawaran saham perdana suatu emiten. Dan jika emiten sudah melaksanakan syarat-syarat yang telah diberikan dalam durasi tidak lebih dari 10 hari sesudah berkas-berkas pengajuan lengkap diserahkan ke pihak Bursa, kemudian BEI akan menyerahkan kesanggupan yang disepakati awal dalam bentuk PPPS (Perjanjian Pendahuluan Pencatatan Saham) kepada emiten.

### c. Penyerahan Dokumen kepada Lembaga Pengawas Keuangan.

Sesudah menerima PPPS dari BEI, emiten mengajukan PP (Pernyataan Pendaftaran) dan berkas tambahan ke lembaga pengawas keuangan agar dilaksanakan penawaran public atas saham. Berkas tambahan seperti *prospectus* juga diperlukan.

Ketika meninjau berkas tersebut, lembaga pengawas keuangan dapat meminta emiten untuk mengevaluasi keterangan agar menjamin semua keterangan penting terkait penawaran saham, keadaan keuangan, serta aktivitas operasional emiten dijelaskan kepada masyarakat secara jelas melalui berkas keterangan penawaran. Sebelum menerbitkan ringkasan dokumen informasi penawaran di media cetak atau memulai *bookbuilding*, emiten harus mendapatkan persetujuan dari pihak lembaga pengawas keuangan. Emiten bisa mengadakan ekspos publik setelah mendapatkan ijin

publikasi dari Lembaga pengawas keuangan. Lembaga pengawas keuangan dapat mengeluarkan keterangan sah sesudah emiten mengajukan berita tentang nilai tawaran saham dan detail transparansi informasi lain. Setelah PP emiten disahkan oleh Lembaga pengawas keuangan, emiten mengumumkan penyempurnaan informasi terkait dokumen informasi penawaran singkat di media cetak dan menyediakan dokumen informasi penawaran kepada umum bahkan penanam modal potensial, serta melaksanakan tawaran kepada masyarakat umum.

#### d. Penawaran Saham untuk Masyarakat, Registrasi dan Jual Beli di Pasar Saham

Pembukaan penawaran saham kepada masyarakat berlangsung selama periode kerja selama 1 hingga 5 hari. Apabila kepentingan dalam saham kepada penanam modal melampaui kuantitas saham yang tersedia (*over*), diperlukan pengalokasian saham yang lebih seimbang. Setelah alokasi saham, dana order penanam modal yang belum tercapai, maka harus dipulihkan kepada mereka. Saham-saham kemudian disalurkan ke penanam modal secara elektronik melewati Kustodian Sentral Efek Indonesia, bukan dalam bentuk fisik sertifikat.

Emiten mengajukan permintaan untuk mencatatkan sahamnya di BEI dengan melampirkan bukti persetujuan PP dari Lembaga Pengawas Keuangan, dokumen informasi penawaran, dan laporan mengenai bagan pihak yang memiliki saham dalam emiten. BEI bisa mengeluarkan ijin dan melakukan pengumuman registrasi saham emiten beserta ticker code untuk memfasilitasi perdagangan di Pasar Saham. ticker code ini bisa terkenal di kalangan penanam saham saat mereka melaksanakan transaksi saham emiten di BEI. Setelah saham terdaftar di BEI, maka penanam modal dapat melakukan jual-beli saham emiten lewat agensi sekuritas atau emiten efek yang terdaftar sebagai anggota pasar saham tersebut. Sulistio (2015)

### D. MANFAAT DAN BIAYA GO PUBLIK

Harahap *et al.* (2020), menyatakan bahwa sebelum menjadi emiten terbuka adalah penawaran saham perdana atau (IPO). *Initial Public Offering* (Penawaran Saham Perdana) adalah saat pertama kali saham suatu emiten diperjualbelikan kepada pemilik modal public yang selanjutnya diperdagangkan di bursa (Draho, 2004)

Makna IPO sering disamakan dengan *go public*. Sebenarnya, istilah "*go public*" mengacu pada penjualan emiten kepada masyarakat umum saham prioritas, saham umum dan surat utang yang merupakan penawaran emiten (kewajiban dan modal dengan jangka waktu yang lama) untuk "pertama

kalinya" (Widioatmodjo, 2015). Sejarah emiten mencatat bahwa penawaran umum perdana hanya terjadi satu kali, namun penawaran saham perdana dapat terjadi berkali-kali. Misalnya emiten yang penawaran saham perdana setahun kemudian, maka emiten tersebut akan menjual kembali sahamnya dalam bentuk *right issue*. Dua tahun kemudian, emiten kembali masuk ke pasar modal dan menerbitkan obligasi.

Sulistio (2015), menyatakan banyak sekali keuntungan bagi emiten setelah melakukan penawaran saham perdana atau biasa disebut "*go public*". Beberapa contohnya sebagai berikut:

#### 1. Akses terhadap Pendanaan di Pasar Saham

Inilah alasan yang menjadi pertimbangan terpenting bagi emiten sebelum menjadi emiten publik. Penawaran yang dihasilkan dapat digunakan untuk memperkuat penawaran kerja guna mendukung pertumbuhan bisnis, membayar kewajiban, menanam modal atau pengambilalihan kekayaan. Melakukan penawaran saham perdana juga akan menaikkan nilai kepemilikan saham emiten sehingga emiten memiliki susunan penawaran yang ideal. Pasar modal dapat dimanfaatkan emiten untuk mendapatkan tambahan biaya; misalnya melakukan penawaran umum tertutup yang ditujukan pada pemilik modal atau melalui penawaran sekunder dan penempatan pribadi. Selain itu, pemilik modal akan lebih mudah melakukan investasi pada emiten tersebut.

#### 2. Meningkatkan Kepercayaan dalam Akses Pinjaman

Menjadi emiten yang sahamnya terdaftar dan diperjualbelikan di bursa akan meningkatkan kepercayaan kalangan perbankan terhadap emiten. Melalui bursa efek lembaga perbankan dapat sewaktu-waktu mengecek keadaan keuangan suatu emiten melalui informasi yang tersedia dan dilakukan emiten melalui Bursa Efek. Dalam keadaan seperti ini, proses pemberian pinjaman menjadi lebih sederhana dibandingkan dengan pemberian pinjaman untuk emiten yang belum diketahui, tetapi imbal hasil yang diterapkan bisa jadi lebih rendah mengingat bahwa risiko emiten publik relatif lebih rendah dibandingkan risiko emiten publik. Risiko kredit emiten tertutup.

Berkat statusnya menjadi emiten terbuka dengan surat utangnya diperdagangkan di bursa, emiten akan dimudahkan mengakses obligasi, baik itu waktunya lama ataupun singkat. Secara umum emiten yang terkenal akan lebih disukai oleh pemilik modal karena sudah memiliki reputasi yang baik dikalangan pasar keuangan. Situasi seperti ini pastinya akan membantu emiten mengeluarkan obligasi, serta mendukung proses obligasi dengan imbal hasil yang kompetitif.

### 3. Membangun Sikap Profesional

Berkat statusnya yang terdaftar di bursa, emiten dihadapkan tuntutan dari berbagai kalangan untuk meningkatkan kinerja, mutu layanan, sistem pelaporan, dan penerapan susunan yang efektif. Dengan begitu, emiten akan menciptakan situasi yang baik sehingga semua karyawan akan bekerja dengan profesional dan berupaya untuk meningkatkan target yang ideal, sehingga bisa memperkuat kompetitivitas emiten

### 4. Meningkatkan Citra Emiten

Media, penyedia berita, dan peneliti akan secara rutin meliput informasi yang ada di emiten. Publikasi gratis ini akan meningkatkan citra emiten dan meningkatkan visibilitas produk yang diproduksi oleh emiten. Ini nantinya akan membuka peluang baru bagi emiten.

### 5. Likuiditas & Kesempatan Divestasi yang Menguntungkan bagi Pemegang Saham Pendiri

Pemegang saham pendiri akan melakukan divestasi di Pasar saham Indonesia dengan nilai ideal jika mereka memerlukan dana untuk operasi tambahan. Tingginya aktivitas perdagangan saham di Indonesia dapat menjadi acuan sehingga bisa digunakan oleh pemilik modal untuk menjalankan proses penjualan dan pembelian.

### 6. Membangun Kesetiaan Tenaga Kerja Emiten

Jika saham emiten bisa diperdagangkan dalam bentuk saham, karyawan akan suka rela menerima imbalan saham. Keikutsertaan karyawan dalam rencana perkembangan emiten, diperkirakan bisa memunculkan jiwa kepemilikan sehingga dapat membangun profesionalitas dan keterampilan mereka. Emiten memiliki cara untuk mempertahankan karyawan penting dengan memberikan saham tanpa perlu memberikan kompensasi dalam bentuk tunai.

### 7. Meningkatkan Nilai Emiten (*Value of the Company*)

Sebagai organisasi pemerintahan yang sahamnya telah di perjualbelikan di pasar saham Indonesia, informasi mengenai nilai emiten bisa diakses oleh masyarakat umum kapan saja. Kadang-kadang, setiap keanikan hasil operasi emiten dan finansial akan mempengaruhi nilai saham di pasar saham, yang selanjutnya bisa meninggikan *value* emiten.

## 8. Kemampuan untuk Mempertahankan Kelangsungan Hidup

Adanya konflik internal keluarga adalah salah satu alasan bisnis keluarga gagal. Untuk dapat jadi emiten umum, maka masing-masing anggota kerabat bisa mempunyai saham emiten sesuai dengan porsi masing-masing dan dapat melakukan transaksi jual beli saham melalui Pasar saham Indonesia kapan pun diperlukan. Selain itu, pemegang saham pendiri memiliki kemampuan untuk menyerahkan manajemen emiten kepada individu yang berpengalaman, dan mereka dapat dengan mudah memantau aktivitas bisnis melewati laporan finansial atau transparansi data yang diatur oleh pihak yang berwenang.

Apabila terdapat kesusahan finansial dan pinjaman kepada kreditur belum terbayar yang kemudian membutuhkan adanya negosiasi terkait pinjaman, maka pertukaran utang dengan saham bisa menjadi opsi untuk memecahkan masalah tersebut. Pemberi pinjaman yang mendapatkan kepemilikannya melalui pengubahan utang dapat menjual saham itu di Pasar saham Indonesia. Jika debitur adalah emiten yang tidak terdaftar di bursa, hal itu menjadi sulit untuk dilakukan.

## 9. Insentif Pajak

Untuk mendorong emiten menerbitkan saham kepada masyarakat, pemerintah menawarkan insentif perpajakan melalui penerbitan peraturan pemerintah yang terakhir diubah dalam Peraturan Pemerintah No. 56 Tahun 2015 tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah Nomor 77 Tahun 2013 tentang Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Bagi Wajib Pajak Dalam Negeri Bagi Badan Usaha Berbentuk Emiten Terbuka. Emiten yang membayar pajak dalam negeri yang berbentuk emiten publik dapat menikmati pengurangan tarif pajak penghasilan (PPH) sebesar 5% lebih rendah dibandingkan tarif pajak PPH bagi emiten yang membayar pajak dalam negeri dengan syarat 40% sahamnya dicatatkan dan diperdagangkan bursa saham. Bursa Efek dan memiliki setidaknya 300 pemegang saham.

Menurut Sulistio (2015), biaya-biaya yang diperlukan untuk menjadi go public meliputi biaya jasa akuntansi, nasihat hukum, notaris, pendaftaran saham, administrasi saham, penitipan kolektif, periklanan, pencetakan prospektus, dan lainnya. Ada banyak pilihan profesional dengan biaya layanan yang bervariasi. Secara umum, total biaya penawaran saham perdana kurang dari 5% dari total dana yang dihimpun emiten. Semakin besar dana perolehan, persentase biaya cenderung menjadi semakin kecil.

## E. PERATURAN PENAWARAN SAHAM PERDANA (IPO) DAN PENERBITAN SURAT BERHARGA

Harahap *et al.* (2020) Dalam Pasal 1 nomor 15 undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 telah diatur terkait ketentuan pencatatan pada bursa efek tentang pasar modal, yang mendefinisikan kalau pencatatan di bursa efek merupakan suatu aktivitas dimana emiten menawarkan saham untuk dijual kepada masyarakat sama dengan ketentuan yang sudah diterapkan di dalam UU bawahannya. Penawaran saham perdana merupakan satu-satunya peristiwa dalam sejarah emiten yang memutuskan untuk melaksanakan emiten terbuka (*go public*), sementara itu melaksanakan emiten terbuka (*go public*) dapat dilakukan berulang-ulang kali. Contohnya, ketika sudah setahun melakukan emiten terbuka (*go public*), emiten mengeluarkan sahamnya dalam bentuk penawaran hak kepada pemegang saham emiten. Sesudah berlalu selama 2 tahun, emiten akan melaksanakan *go public* kembali dalam bentuk yang lain yakni surat utang. Selain itu, emiten yang terdaftar di bursa saham adalah emiten yang telah melaksanakan emiten secara terbuka. Beberapa emiten terbuka dikategorikan sebagai terdaftar dan yang lainnya tidak. Emiten publik yang terdaftar adalah suatu emiten yang sahamnya terdaftar dan diperjualbelikan di pasar saham, sementara emiten tidak terdaftar adalah emiten yang walaupun sudah memperjualkan kepemilikannya kepada masyarakat umum, namun belum atau bahkan tidak akan terdaftar dalam pasar saham.

Menurut Aprita (2021), Penerbitan surat berharga dapat dilakukan dalam dua cara, yakni:

1. Penawaran kepada penanam modal institusional jangka panjang merupakan metode di mana lembaga keuangan dengan kebutuhan pinjaman besar memilih untuk menerbitkan surat berharga secara langsung, yang dianggap lebih ekonomis daripada melalui agen penanam modal
2. Metode alternatif selanjutnya adalah penerbitan yang melalui perantara di mana surat berharga dijual kepada pialang yang kemudian dipendagangkan di pasar finansial.

Bursa sekuritas komersial ini menyatukan pialang besar dan anak emiten perbankan, Adapun beberapa yakni perantara perdagangan di pasar finansial Amerika untuk dokumen-dokumen utang pemerintah (*US Treasury Securities*).

### LATIHAN SOAL

1. Ketika emiten sudah *go public* apakah saham dapat dibeli bebas oleh Masyarakat atau harus melalui penjamin emiten?
2. Apa saja resiko jika membeli saham penawaran saham perdana?
3. Apa yang dimaksud dengan bank investasi dan bagaimana peran bank investasi tersebut?
4. Bagaimana dampak depresi mempengaruhi kehidupan ekonomi di USA (*United States of America*)?
5. Berapa banyak biaya yang dapat dihemat oleh emiten di USA (*United States of America*) melalui penerbitan langsung?
6. Apa yang dimaksud dengan penerbitan tidak langsung dan bagaimana prosesnya dilakukan?
7. Apa saja perubahan dalam budaya dan masyarakat yang timbul sebagai dampak dari depresi?
8. Apa itu penawaran saham perdana dan bagaimana perbedaan antara penawaran saham perdana dan status *go public*?
9. Di mana aturan untuk penawaran saham perdana diatur dalam hukum?
10. Apa keuntungan utama penawaran saham perdana bagi emiten dalam hal penggalangan dana?
11. Sebutkan dan jelaskan contoh permasalahan depresi hebat yang ada di Indonesia dan sebutkan penyebabnya!

## **BAB 9**

# **MARGER AND AQUISITION**

### **Indikator:**

1. Mahasiswa mampu menjelaskan manfaat merger dan akuisisi
2. Mahasiswa mampu menaksirkan akuisisi dengan pertukaran saham
3. Mahasiswa mampu memahami *friendly merger/hostile takeover*

### **A. MANFAAT MARGER DAN AKUISISI**

Penggabungan dan akuisisi dapat dipahami dalam beberapa cara; namun, satu definisi umum adalah penggabungan dua atau lebih organisasi menjadi satu entitas (Untung, 2019). Merger adalah selama penggabungan, salah satu perusahaan yang digabung tetap menjalankan nama dan operasinya sementara yang lain gulung tikar dan diserap ke dalam perusahaan yang bertahan (Wiyono, 2021). Penggabungan *statutory merger* atau merger hukum menurut undang-undang, atau penggabungan menurut hukum, adalah nama lain untuk jenis penggabungan ini. Pasal 1, poin 9 Undang-Undang Perseroan Terbatas mendefinisikan penggabungan sebagai "perbuatan hukum yang dengannya satu atau lebih perusahaan menggabungkan diri dengan perusahaan lain yang sudah ada," menyerahkan aset dan kewajiban perusahaan yang menggabungkan diri kepada perusahaan penerima dan mengakhiri status hukum perusahaan yang menggabungkan diri secara keseluruhan. Penggabungan juga dapat merujuk pada proses di mana satu perusahaan menyerap perusahaan lain. Di sini, bisnis yang diakuisisi akan mempertahankan nama dan identitasnya saat ini. Bisnis yang membeli juga akan memikul tanggung jawab atas utang dan aset perusahaan yang diakuisisi. Perusahaan yang diakuisisi akan berhenti menjalankan bisnis setelah penggabungan (Harianto & Sudomo, 2001).

Penggabungan horizontal, vertikal, kongenerik, dan konglomerat adalah empat kategori utama yang digunakan para ekonom untuk mengkategorikan penggabungan. Misalnya, "Penggabungan Horizontal" dapat melibatkan dua atau lebih perusahaan dalam industri pakaian atau tas yang bergabung menjadi satu entitas yang lebih besar. "Penggabungan Vertikal" terjadi ketika dua perusahaan yang saling bergantung untuk tujuan pasokan bergabung. Ini mungkin terjadi, misalnya, ketika produsen ban dan perusahaan sepeda motor bergabung.

Contoh kasusnya termasuk akuisisi Shearson Hammil oleh American Express tahun 1981 dan akuisisi *Bache & Company* oleh Prudential tahun 1981, keduanya merupakan contoh "penggabungan kongenerik" karena perusahaan yang bergabung memiliki sifat dan operasi yang serupa. Contoh tersebut termasuk produsen barang yang terkait tetapi tidak identik (horizontal) dan terkait dalam hubungan pemasok-produsen (vertikal). "Penggabungan konglomerat" melibatkan penggabungan bisnis yang tidak terkait; misalnya, raksasa minyak *Mobil Oil* dan perusahaan *Montgomery Ward* bergabung. Jenis merger yang dilakukan menentukan manfaat ekonomi (dan bagaimana hal itu memengaruhi upaya mengatasi persaingan). Keuntungan operasional terbesar berasal dari merger vertikal dan horizontal, tetapi jenis transaksi ini juga lebih rentan melanggar peraturan antimonopoli. Saat menentukan apakah merger layak dilakukan, kategorisasi ekonomi ini harus dipertimbangkan.

Sementara itu, dari segi pengertian akuisisi itu sendiri, akuisisi merupakan salah satu bentuk penggabungan usaha yang dilakukan oleh suatu perusahaan dengan cara mengambil alih perusahaan lain, yang selanjutnya akan mengalihkan kendali atas perusahaan yang menjadi target sekaligus mempertahankan nama perusahaan tersebut. Penggabungan usaha yang melibatkan anak perusahaan merupakan hal yang umum dalam industri ini (Mellynia et al., 2023). Ketika suatu perusahaan mengambil alih perusahaan lain dengan cara mengambil alih saham atau aset perusahaan tersebut, maka perusahaan target tersebut masih beroperasi (Mutammimah et al., 2021). Akuisisi atau pengambilalihan terjadi ketika satu atau beberapa badan hukum mengambil alih kendali atas perusahaan lain dengan cara membeli saham perusahaan tersebut, sebagaimana yang tercantum dalam Pasal 1 angka 11 UU PT. Salah satu perusahaan yang mengambil alih perusahaan lain adalah PT XL Axiata Tbk, yang dalam hal ini mengambil alih PT AXIS Telekom Indonesia. Proses yang dilakukan oleh suatu perusahaan dengan memasukkan pembelian perusahaan lain ke dalam rencana bisnisnya yang lebih besar dikenal sebagai akuisisi strategis. Biasanya, transaksi ini diharapkan dapat mengurangi biaya. Akuisisi harus memiliki alasan strategis agar dapat diklasifikasikan sebagai akuisisi strategis. Penjualan aset, penghematan biaya, dan peningkatan efisiensi operasional menjadi kekuatan pendorong di balik transaksi ini. Nilai yang akan tercipta dari akuisisi ini diantisipasi akan melampaui harga pembelian perusahaan yang diakuisisi.

Bagi pengusaha yang ingin memperluas cakrawala, merger dan akuisisi menyediakan opsi yang sederhana. Bagian tersulit dalam menjalankan bisnis bukanlah memulainya, tetapi mempertahankannya. Menggabungkan atau mengakuisisi perusahaan lain adalah salah satu strategi paling sederhana

yang dapat digunakan oleh para pebisnis. Lebih jauh, pendekatan ini telah resmi disetujui oleh peraturan pemerintah, sehingga cukup aman dari sudut pandang prosedural. Berikut adalah ringkasan dari apa yang dikatakan Triyonowati dan Maryam (2022), tentang manfaat dari kedua pendekatan ini terhadap pertumbuhan perusahaan:

- a. Beberapa keuntungan pajak mungkin diperoleh dari merger dan akuisisi. Merger dan akuisisi sering kali dihargai oleh berbagai pemerintah melalui pengurangan atau pengecualian pajak. Di antara negara-negara Asia ini, Singapura menonjol sebagai lokasi yang sangat baik untuk merger atau akuisisi. Singapura menawarkan keuntungan pajak yang substansial bagi bisnis baru yang membangun diri di negara tersebut melalui merger atau akuisisi perusahaan yang lebih kecil.
- b. Pasar yang sedang berkembang membawa peluang baru  
Memasuki pasar baru adalah salah satu hal yang paling menantang bagi pemilik bisnis. Meskipun membuka cabang baru merupakan salah satu pilihan untuk berekspansi ke pasar geografis baru, hal itu jelas tidak lebih efisien daripada merger dengan perusahaan lain. Dibandingkan dengan membangun perusahaan dari awal, merger dan akuisisi akan menghemat waktu dan uang. Ambil pasar Indonesia sebagai contoh. Banyak bisnis kecil saat ini beroperasi di sana, dan banyak dari mereka mungkin diakuisisi dan dikembangkan oleh pemilik perusahaan yang ingin memasuki pasar Indonesia. Ditambah lagi, salah satu negara Asia terbesar, Indonesia, menawarkan izin tinggal kepada pemilik perusahaan internasional, sehingga mereka dapat pindah ke sana. Anda dapat menghemat uang untuk tugas pemasaran dan administrasi dengan cara ini.
- c. Memperoleh tenaga kerja yang kompeten dengan lebih mudah  
Untuk melakukan merger atau mengakuisisi perusahaan lain, karyawan yang ada harus dipertahankan dan dimasukkan ke dalam entitas baru. Peraturan di tingkat federal, negara bagian, dan internasional mewajibkan hal ini. Merger dan akuisisi tunduk pada peraturan yang ketat di beberapa negara, termasuk Indonesia. Jika Anda ingin mendirikan bisnis di Dubai dengan mengakuisisi perusahaan yang sudah ada, Anda beruntung: mayoritas penduduk setempat mengerti bahasa Inggris, jadi Anda tidak akan kesulitan menemukan pekerja yang berkualifikasi.
- d. Portofolio yang beragam merupakan pilihan bagi Anda.  
Perluasan penawaran layanan atau produk potensial merupakan salah satu keuntungan dari merger dan akuisisi. Aset gabungan dari perusahaan yang digabung dapat memperluas basis pelanggan dan meningkatkan pangsa pasar. Hal ini sering terjadi pada organisasi teknologi yang sangat

menekankan inovasi. Ketika mempertimbangkan inovasi dan pusat TI global, mengakuisisi perusahaan Hong Kong mungkin terbukti menjadi keputusan yang sangat menguntungkan.

- e. Biasanya lebih murah untuk mengakuisisi bisnis lain atau bergabung dengan perusahaan lain.

Pembangunan pusat distribusi, gudang, dan pusat manufaktur baru mungkin cukup mahal. Namun, terkadang terbukti lebih hemat biaya untuk mengakuisisi atau bergabung dengan perusahaan yang sudah ada yang sudah memiliki fasilitas ini, meskipun perusahaan tersebut berlokasi di negara lain.

Jika Anda mencari perjalanan ke Asia yang terjangkau, Malaysia adalah pilihan yang tepat. Salah satu cara untuk memangkas biaya pertumbuhan saat memulai bisnis di Malaysia adalah dengan mengakuisisi perusahaan yang sudah ada yang sudah memiliki fasilitas ini.

- f. Akses yang lebih mudah ke pasar yang lebih besar  
Kembali ke topik pangsa pasar, negara-negara berkembang dengan populasi yang lebih sedikit sangat ideal untuk ekspansi bisnis. Peluang akuisisi di negara-negara yang lebih kecil dapat menawarkan akses yang lebih baik ke pasar mereka. Hanya sedikit tempat yang lebih cocok untuk itu daripada Irlandia. Merupakan praktik yang umum untuk mengakuisisi perusahaan yang sudah ada, lebih kecil, tetapi terkenal di Irlandia untuk meluncurkan usaha baru.

- g. Kekuatan dan pengaruh finansial yang meningkat dapat dihasilkan dari merger dan akuisisi.

Selain itu, kedua perusahaan yang berpartisipasi dalam merger atau akuisisi telah tumbuh sebagai hasil dari kesepakatan tersebut. Selain itu, dengan menggabungkan aliran pendapatan kedua perusahaan, kami dapat memperkuat posisi keuangan kami. Posisi keuangan yang lebih kuat memiliki efek domino yang meningkatkan pangsa pasar dan pengaruh konsumen dengan menurunkan persaingan..

## 1. Alasan – Alasan Melakukan Merger dan Akuisisi

Perusahaan bergabung melalui merger dan akuisisi karena beberapa alasan, termasuk:

- a. Ekspansi ke pasar baru

Perusahaan yang ingin berkembang pesat dalam hal ukuran, nilai pasar saham, atau variasi produk dapat mempertimbangkan untuk bergabung dengan atau mengakuisisi bisnis lain. Tidak ada risiko menciptakan item baru untuk bisnis tersebut. Lebih jauh, korporasi dapat mengurangi

persaingan atau bisnis saingan dengan melakukan ekspansi melalui merger dan akuisisi.

b. Kerjasama

Ketika dua atau lebih perusahaan bergabung, skala ekonomi dapat dicapai, yang mengarah pada sinergi. Skala ekonomi terjadi ketika biaya overhead bisnis yang digabungkan meningkatkan pendapatan di atas apa yang akan diperoleh perusahaan sendiri, sebagai hasil dari merger. Ketika organisasi yang bergabung berada dalam industri yang sama, mereka dapat meminimalkan tugas dan tenaga kerja yang sama, sehingga menghasilkan sinergi yang jelas.

c. Mengumpulkan modal

Meskipun banyak bisnis tidak dapat mengumpulkan modal secara internal, mereka dapat melakukannya melalui sumber lain. Sebagai konsekuensi dari penggabungan dengan perusahaan yang sangat likuid, perusahaan dapat meminjam lebih banyak uang dan mengurangi utangnya. Berkat ini, kita dapat mengumpulkan lebih banyak uang dengan biaya yang lebih sedikit.

d. Memperoleh keahlian teknologi atau manajerial

Kurangnya kemampuan teknologi atau manajemen yang tidak efektif mencegah bisnis tertentu mencapai tingkat pertumbuhan yang memuaskan. Merger dengan perusahaan dengan manajemen yang lebih baik atau teknologi yang lebih maju merupakan pilihan bagi bisnis yang tidak dapat meningkatkan manajemen mereka atau berinvestasi dalam teknologi mereka.

e. Faktor terkait pajak

Selama lebih dari dua puluh tahun, atau sampai kerugian pajak dikompensasi, perusahaan dapat menanggungnya. Untuk memanfaatkan kerugian pajak mereka sebaik-baiknya, perusahaan yang merugi dapat mengakuisisi bisnis lain yang menguntungkan. Di sini, perusahaan yang mengakuisisi akan mengurangi pendapatan sebelum pajak perusahaan yang diakuisisi untuk meningkatkan pendapatan gabungan setelah pajak. Namun, keringanan pajak bukanlah satu-satunya alasan perusahaan melakukan merger; pemilik sering kali ingin memaksimalkan kekayaan pribadi mereka.

f. Membuat dana pemilik lebih mudah diakses

Likuiditas perusahaan dapat ditingkatkan melalui merger. Perusahaan yang lebih besar memiliki likuiditas yang lebih besar daripada yang lebih kecil karena pasar saham lebih besar dan saham lebih mudah dibeli.

## g. Mencegah pengambilalihan perusahaan

Apa yang terjadi selanjutnya adalah hasil yang tak terelakkan dari pengambilalihan yang tidak bersahabat. Bisnis target mengambil utang untuk membiayai akuisisi perusahaan lain. Akibatnya, kewajiban perusahaan yang diakuisisi menjadi terlalu besar untuk ditangani oleh penawar yang berminat.

**B. MENAKSIR AKUISISI DENGAN PERTUKARAN SAHAM**

PT Berkah Abadi merencanakan mengakuisisi PT Jaya Makmur, data sebagai berikut:

**Tabel 9.1 Menaksir Akuisisi dengan Pertukaran Saham**

	<b>PT BERKAH ABADI</b>	<b>PT JAYA MAKMUR</b>
EPS	Rp. 4.000	Rp. 4.000
Harga/lembar saham	Rp. 40.000	Rp. 16.000
PER	20 x	8x
Jumlah lembar saham	20 juta	20 juta
EAT	Rp. 40 M	Rp. 40 M
Nilai Pasar <i>Equity</i>	Rp. 400 M	Rp. 160 M

Dengan nilai tukar saham saat ini, Perusahaan Berkah Abadi dapat mengakuisisi PT Jaya Makmur; namun, tidak ada sinergi yang diharapkan. Dapatkan EPS, P, PER, EAT, dan nilai ekuitas pasca akuisisi!

Penyelesaian :

**Tabel 9 2 Penyelesaian Menaksir Akuisisi dengan Pertukaran Saham**

	<b>PT BERKAH ABADI</b>	<b>PT JAYA MAKMUR</b>	<b>PT BERKAH ABADI (SETELAH AKUISISI)</b>
EPS	Rp. 4.000	Rp. 4.000	Rp. 5.714
Harga/lembar saham	Rp. 40.000	Rp. 16.000	Rp. 40.000
PER	20 x	8x	14 x
Jumlah lembar saham	20 juta	20 juta	28 juta lbr
EAT	Rp. 40 M	Rp. 40 M	Rp. 80 M
Nilai Pasar <i>Equity</i>	Rp. 400M	Rp. 160 M	Rp. 560 M

### C. **FRIENDLY MERGER/HOSTILE TAKEOVER**

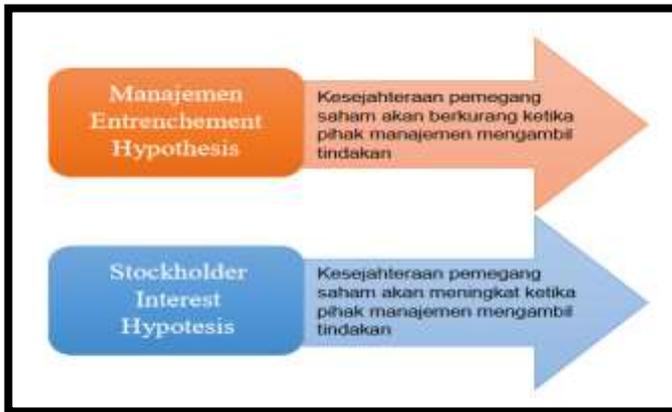
Menurut (Hanafi, 2015) tipe merger bila ditinjau dari prosesnya dapat dibedakan menjadi 2, yaitu *friendly merger* dan *hostile takeover*.

#### 1. *Friendly Merger*

*Friendly merger* yaitu kedua belah pihak sepakat untuk bernegosiasi menggunakan ketentuan-ketentuan berikut: Cari tahu perusahaan mana yang akan digabung atau diakuisisi terlebih dahulu. Selanjutnya, sepakati kisaran harga untuk akuisisi perusahaan target. Ketiga, manajemen perusahaan menegosiasikan akuisisi perusahaan target. Merger dapat diselesaikan secara sah dengan menggunakan uang tunai atau saham perusahaan jika pemegang saham perusahaan target menyetujuinya.

#### 2. *Hostile Takeover*

*Hostile Takeovers*, Istilah "pengambilalihan yang tidak bersahabat" membangkitkan gambaran strategi yang berpotensi merusak. Sebenarnya, pembelian atau pengambilalihan semacam ini agak agresif. Jadi, untuk menghindari pengambilalihan dan undang-undang anti-pengambilalihan, beberapa perusahaan menggunakan berbagai strategi. Setelah ini, kita akan membahas lebih rinci berbagai strategi untuk mencegah pengambilalihan yang tidak bersahabat, seperti pil racun, dewan direksi yang berjenjang, revisi piagam perusahaan, dan sebagainya. Namun demikian, apakah perilaku perusahaan target selama akuisisi yang tidak bersahabat memiliki pengaruh terhadap strategi-strategi ini? Bagaimana pertahanan mereka akan berjalan merupakan subjek dari dua teori yang saling bersaing: hipotesis kepentingan pemegang saham dan teori pertahanan manajemen. Hipotesis pertahanan manajemen menyatakan bahwa undang-undang anti-pengambilalihan akan mengurangi kekayaan pemegang saham, sedangkan hipotesis lainnya menawarkan kesimpulan yang berlawanan. Namun, menurut teori kepentingan pemegang saham, tindakan semacam ini sebenarnya mengarah pada peningkatan nilai pemegang saham. Jika kedua teori tersebut saling eksklusif, maka yang mana yang benar? Setelah ini, Anda akan menemukan penjelasan yang lebih rinci yang menjawab pertanyaan Anda.



**Gambar 9.1 Manajemen *Entrenchement Hypothesis* dan *Stockholder Interest Hypothesis***

Pada kenyataannya, ini adalah taktik umum yang digunakan oleh bisnis Amerika; misalnya, Netflix menghindari akuisisi bermusuhan oleh Icahn dengan menggunakan pil racun, yang merupakan langkah anti-pengambilalihan. Bersama dengan Netflix, perusahaan-perusahaan Fortune 500 lainnya telah mulai memikirkan dan mempersiapkan strategi pertahanan jika perusahaan lain melakukan pendekatan agresif. Selain itu, jika kita gali lebih dalam, kita menemukan bahwa perusahaan-perusahaan target memiliki beberapa ciri yang sama, seperti aliran pendapatan yang stabil, jumlah utang yang dapat dikelola, dan harga saham yang lebih rendah dari nilai bukunya. Mengingat semua ini, tidak mengherankan bahwa pertahanan pengambilalihan didasarkan pada perubahan ciri-ciri ini untuk menangkal pengambilalihan bermusuhan. Namun hingga saat ini, Indonesia belum memiliki aturan apa pun mengenai pengambilalihan bermusuhan. UUPT menetapkan parameter mendasar untuk apa yang secara hukum dikenal sebagai "pengambilalihan" di Indonesia, dan deskripsi ini mencakup pengambilalihan bermusuhan dan pengambilalihan damai (Putri & Nefi, 2024). Pengamat dan spesialis merger dan akuisisi (M&A) di "Yosua Makes" mengklaim bahwa, seperti halnya Belanda, hukum Indonesia tidak mengizinkan skenario pengambilalihan yang agresif. Karena itu, ia menyatakan keyakinannya bahwa pengambilalihan yang tidak bersahabat tidak pernah terjadi di Indonesia. Ada sejumlah faktor yang harus dievaluasi sebelum sebuah perusahaan menyadari bahwa dirinya menjadi subjek pengambilalihan yang tidak bersahabat. Pendekatan ini memungkinkan perusahaan untuk menemukan tindakan yang berpotensi merugikan yang diambil oleh perusahaan lain secara tepat waktu.

Salah satu cara untuk memprediksi kapan sebuah perusahaan akan diakuisisi adalah dengan melihat distribusi sahamnya. Tanda bahaya lainnya adalah ketika staf memiliki reaksi negatif terhadap pembeli yang agresif atau lonjakan volume transaksi yang tidak biasa; ini biasanya merupakan indikasi bahwa bisnis yang membeli sedang mencoba untuk memperoleh kendali dengan menimbun saham sebelum membuat penawaran resmi. Untuk melawan pengambilalihan yang tidak bersahabat, banyak pendekatan telah dirancang. Namun demikian, kita akan membahas tiga jenis yang sering digunakan oleh bisnis dalam bab ini. Pil racun, modifikasi piagam bisnis, dan parasut emas merupakan teknik ketiga. Kita harus memahami jenis-jenisnya sebelum membahasnya lebih lanjut. Pertama-tama, racun adalah taktik yang digunakan oleh perusahaan yang ingin mengambil alih untuk membuat perusahaan yang menjadi target tampak memiliki lebih sedikit hak (karena utang baru yang lebih banyak) dengan menerbitkan lebih banyak utang dan surat berharga. Kedua, perusahaan mungkin akan mempersulit mereka untuk mengambil alih kendali administrasi perusahaan dengan mengubah anggaran dasarnya. Ketiga, *golden parachutes* adalah sistem penghargaan di mana perusahaan memberi penghargaan kepada eksekutif puncak karena berhasil menangkis ancaman dari luar seperti pengambilalihan.

#### **a. Poison Pills**

Sejak awal tahun 1982, pengacara perusahaan ternama Martin Lipton menggunakan tablet racun untuk membantu El-Paso Electric dalam membela diri terhadap pengambilalihan oleh American Oil. Sejak saat itu, taktik ini telah menjadi alat standar bagi perusahaan target. Brown Foreman dan Lennox mengalami situasi serupa pada tahun 1983 ketika Foreman berusaha membeli Lenox seharga \$87 (lebih dari harga saham Lenox sebesar \$60 pada saat itu) karena ia menganggap saham Lenox terlalu murah. Selama periode tersebut, Lenox meminta nasihat Lipton tentang masalah tersebut, dan Lipton mengusulkan agar perusahaan memberikan dividen kepada pemiliknnya dari saham preferen sebagai imbalan atas empat puluh saham *Brown*. Jika diterapkan, saham konvertibel tersebut akan mengganggu kepemilikan saham keluarga Brown di perusahaannya, menjadikannya tindakan pembelaan diri yang efektif.

*Gold Smith v. Crown Zellerbach Cooperation* adalah contoh lain dari gugatan pengambilalihan yang tidak bersahabat. *Crown* adalah perusahaan kehutanan yang dianggap sangat berharga oleh Goldsmith saat itu. *Crown*, mengantisipasi upaya pengambilalihan Goldsmith, mengambil tindakan pencegahan dengan merevisi struktur organisasi dewan direksi untuk mempersulit Goldsmith dalam menjalankan kendali dan merevisi daftar pemegang sahamnya untuk memudahkan menghubungi pemegang saham

utama jika terjadi akuisisi. Lebih jauh, *Crown* mencoba pil racun dengan memberikan pemegang saham opsi untuk membeli saham senilai \$200 seharga \$100 jika Goldsmith berhasil mengakuisisi 100% saham *Crown*. Di sisi lain, Goldsmith muncul dengan ide orisinal di mana ia menggunakan strategi yang sama dengan *Crown*. Sebagai imbalan atas 20% saham *Crown*, Goldsmith memberikan opsi yang sama kepada pemegang saham seharga setengah dolar. Meskipun Goldsmith mampu mendapatkan lebih dari 20% saham *Crown* berkat penemuan ini, mereka tidak dapat memperoleh lebih dari 50%. Hal menarik yang dapat diambil dari kasus ini adalah Goldsmith dan *Crown* sama-sama menggunakan tablet racun, tetapi Goldsmith berhasil menggunakannya.

Proses pembuatan pil racun terdiri dari banyak langkah. Pertama-tama, pil racun sering kali diterapkan ketika dewan direksi mengesahkan, tanpa izin pemegang saham, opsi untuk menukar saham dengan pemegang saham yang ada sebagai dividen. Opsi tersebut dapat dilaksanakan oleh pemegang saham pada saat pembelian. Menurut penelitian terhadap 132 perusahaan, pil racun sering kali menyebabkan penurunan nilai pemegang saham, menurut sebuah penelitian oleh Malatesta dan Walking. Bukti statistik juga menunjukkan bahwa penggunaan pil racun sebagai alat pertahanan diri memiliki hasil yang buruk. Penelitian lain oleh Michael Ringaert, yang meneliti 380 organisasi, menguatkan temuan penelitian ini dengan menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan pil racun biasanya memiliki keberhasilan finansial di bawah rata-rata.

Kedua penyelidikan tersebut mendukung konsep manajemen yang kuat, yang diperkenalkan sebelumnya dalam bab ini, dan hasilnya menambah kepercayaan pada gagasan tersebut. Pil racun juga telah mengalami fluktuasi popularitas sepanjang sejarah, dengan tahun 1999 menjadi puncak adopsi oleh perusahaan, menurut Thomson.

#### ***b. Corporate Charter Amendments***

Modifikasi piagam perusahaan, atau disingkat CCA, adalah alat umum lain yang digunakan perusahaan, di samping pil racun. CCA memiliki sifat fungsional berikut: Kecuali ada keadaan luar biasa ketika kinerja manajemen sangat buruk sehingga pemegang saham menolak untuk mendukung CCA, persetujuan mayoritas CCA biasanya diperlukan oleh pemegang saham. Dewan direksi yang berjenjang, ketentuan mayoritas super, ketentuan nilai wajar, kapitalisasi ganda, dan metode lain untuk mengatur posisi dewan direksi adalah beberapa dari banyak cara CCA dipraktikkan.

Langkah pertama dalam menerapkan CCA adalah mengatur posisi dewan direksi secara berjenjang. Argumen yang menentang strategi ini adalah bahwa setelah perusahaan pengakuisisi membeli saham mayoritas di perusahaan target, dewan direksi yang baru dibentuk akan memblokir perusahaan pengakuisisi dari menunjuk manajer yang telah dipilihnya untuk melaksanakan tujuannya, seperti kebijakan melikuidasi aset untuk menyelesaikan utang terkait akuisisi. Dua aliran pemikiran muncul dari studi yang meneliti dampak pengaturan dewan yang berbeda terhadap kekayaan perusahaan: satu aliran pemikiran berpendapat bahwa dewan direksi yang disusun secara bertahap akan mengurangi kekayaan (pandangan yang dianut oleh Bebchuk dan Kohen), dan aliran pemikiran lainnya berpendapat bahwa dampak tersebut tidak akan terlihat (pandangan yang dianut oleh Bhagat dan Jefferis).

Kedua, CCA juga dapat dicapai dengan menetapkan klausul mayoritas super, yang menyatakan bahwa ketentuan baru sah hanya jika 80% (atau bahkan 95% dalam beberapa kasus) pemegang saham menerimanya. Karena manajemen juga merupakan pemilik perusahaan, strategi ini akan sangat berhasil jika perusahaan mengadopsi sistem ESO. Penelitian oleh De Angelo-Rice & Linn-McConnell menunjukkan bahwa strategi ini tidak memiliki pengaruh yang merugikan terhadap kinerja keuangan perusahaan; meskipun demikian, Jarrel-Poulson menemukan bahwa metode ini secara statistik mengurangi laba.

Ketiga, perusahaan dapat menetapkan kebijakan harga yang wajar yang mengharuskan pengakuisisi membayar setidaknya persentase tertentu dari harga pasar saat ini untuk membeli perusahaan. Penelitian sebelumnya telah menunjukkan bahwa pendekatan ini memiliki dampak yang kecil atau tidak terlihat sama sekali pada harga saham. Meskipun demikian, penelitian seperti yang dilakukan McWilliams telah menunjukkan bahwa strategi ini berdampak pada fluktuasi harga saham.

Pilihan keempat adalah kapitalisasi ganda, di mana perusahaan menerbitkan saham dengan jenis yang berbeda dengan hak suara yang berbeda. Misalnya, Ford menggunakan strategi ini dengan dua kelas saham, A dan B, dengan masing-masing kelas memiliki 1 suara dan 16.561 suara. Meskipun mereka mungkin hanya mengendalikan sebagian kecil dari perusahaan, pemegang saham B jelas memiliki pengaruh yang lebih besar daripada pemegang saham A. Menurut analisis statistik, strategi ini mengurangi nilai aset perusahaan.

**LATIHAN SOAL**

1. Jelaskan apa yang dimaksud dengan merger!
2. Jelaskan apa yang dimaksud dengan akuisisi!
3. Sebutkan apa saja manfaat merger dan akuisisi!
4. Ada berapakah kelompok merger? Sebutkan dan jelaskan setiap kelompoknya serta berikan contohnya!
5. Apa saja alasan – alasan sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi?
6. Perhatikan tabel berikut :

	<b>PT BERKAH ABADI</b>	<b>PT JAYA MAKMUR</b>
EPS	Rp. 4.000	Rp. 4.000
Harga/lembar saham	Rp. 40.000	Rp. 16.000
PER	20 x	8x
Jumlah lembar saham	20 juta	20 juta
EAT	Rp. 40 M	Rp. 40 M
Nilai Pasar <i>Equity</i>	Rp. 400 M	Rp. 160 M

PT Berkah Abadi memiliki kemampuan untuk mengakuisisi PT Jaya Makmur pada nilai pasar saat ini melalui pertukaran saham, tanpa adanya sinergi yang diharapkan antara kedua perusahaan. Tentukan laba per saham (EPS), harga (P), rasio harga terhadap laba (PER), jumlah saham, laba setelah pajak (EAT), dan nilai ekuitas setelah transaksi. Apa kesimpulannya?

7. Jelaskan definisi dari akuisisi dalam UU PT Pasal 1 butir 11!
8. Mengapa manfaat dari akuisisi untuk pebisnis dikatakan solusi termudah?
9. Jelaskan sinergi dan pertimbangan pajak dalam alasan dilakukannya merger dan akuisisi!
10. Jelaskan yang harus dilakukan jika suatu perusahaan menjadi target *poison pills*?

# BAB 10

## **BANKRUPTCY, RE-ORGANIZATION AND LIQUIDATION**

### **Indikator:**

1. Mahasiswa mampu memahami *Financial Distress*
2. Mahasiswa mampu memahami *Bankruptcy Basics*
3. Mahasiswa mampu memahami *Liquidation*
4. Mahasiswa mampu memahami *Reorganization*

### **A. FINANCIAL DISTRESS**

Sebelum kebangkrutan atau likuidasi, suatu perusahaan mengalami tahap krisis keuangan (Platt & Platt, 2007). Keadaan *financial distress* bisa terbentuk kapan saja kepada tiap industri. Ini disebut sebagai kesulitan keuangan jika industri tidak bisa mencukupi tanggung jawabnya, apalagi hutang jangka pendek, seperti hutang likuiditas dan hutang solvabilitas.

Krisis keuangan adalah fase di mana keadaan keuangan suatu organisasi menurun, dimulai pada ketidakcukupan perusahaan dalam membayar utangnya, terutama utang jangka pendek, yang dapat menyebabkan kebangkrutan (Fahmi, 2016). *Distress* keuangan adalah ketika bisnis menghadapi masalah keuangan dan berisiko bangkrut (Sjahrial, 2015).

Sebelum kebangkrutan atau likuidasi, keadaan keuangan perusahaan menurun, yang dikenal sebagai *financial distress* (Rudianto, 2013). Ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi utang saat jatuh tempo atau pendanaan yang tidak mencukupi adalah dua contoh masalah keuangan. Apabila salah satu dari kondisi berikut terbentuk: laba operasional total turun selama beberapa tahun, penundaan pembayaran dividen, restrukturisasi keuangan, atau PHK besar-besaran, perusahaan dianggap mengalami kesulitan keuangan.

Dalam situasi di mana suatu organisasi mengalami masalah keuangan, tetapi belum sampai pada tahap kebangkrutan, istilah "krisis keuangan" digunakan (Platt & Platt, 2007). Perusahaan berada dalam kondisi keuangan yang buruk saat mengalami masa kesulitan keuangan. Alat untuk mendeteksi kebangkrutan sendiri diperlukan karena kebangkrutan sendiri adalah hasil dari manajemen yang buruk selama waktu yang lama.

Meskipun masalah keuangan sewajarnya bersifat jangka pendek, masalah keuangan bisa menjadi berbahaya sehingga mengakibatkan kehancuran (Hanafi & Halim, 2014). Analisis arus kas, analisis rencana bisnis, dan informasi keuangan perusahaan adalah sumber indikator masalah keuangan. Dalam situasi seperti ini, rasio keuangan dapat membantu mengidentifikasi masalah keuangan yang dihadapi bisnis. Ketika kesehatan keuangan perusahaan menjadi krisis, itu disebut kesulitan keuangan. Istilah ini digunakan untuk menggambarkan situasi di mana aset jangka panjang dan modal kerja perusahaan tidak mencukupi dalam membayar hutang jangka pendeknya. Situasi tersebut bisa diakibatkan oleh banyak hal, seperti arus kas yang jelek, pengeluaran yang terlalu banyak, atau kekurangan biaya dari sumber eksternal.

Informasi yang diberikan menunjukkan bahwa ekonom Inggris David Ricardo pertama kali menggunakan istilah "kesulitan keuangan" atau "kesulitan keuangan" pada tahun 1809. Istilah ini digunakan untuk menggambarkan kebangkrutan dan kegagalan ekonomi Inggris. "Keuangan" berasal dari kata Latin "finis", yang artinya "akhir" atau "tujuan". Istilah ini menuju terhadap barang, jasa, atau uang sebagai tujuan akhir dari usaha ekonomi.

## 1. Faktor Penyebab *Financial Distress*

Trinitas Penyebab Kesulitan Keuangan atau Model Dasar Kebangkrutan memberikan tiga alasan utama kebangkrutan Perusahaan (Lizal, 2002) yakni:

### a. *Neoclassical model*

Berdasarkan pada masalah kepailitan yang disebabkan oleh bagian sumber daya yang kurang tepat, perusahaan mengalami kebangkrutan karena kombinasi aset yang salah. Dalam model ini, kesulitan keuangan dapat diestimasi dengan menggunakan data laporan keuangan, seperti rasio profitabilitas (profit/aset) dan rasio solvabilitas (liabilitas/aset).

### b. *Financial model*

Dalam model financial, kombinasi aset Perusahaan cukup tepat, tetapi karena kendala likuiditas, struktur keuangannya salah. Ini berarti bahwa perusahaan harus bangkrut dalam jangka pendek meskipun dapat bertahan dalam jangka panjang. Pemicu utama dalam kasus ini adalah hubungan yang tidak sempurna dengan pasar modal dan struktur modal yang sudah ada. Tidak mungkin untuk menentukan secara jelas apakah kebangkrutan merupakan pilihan yang baik atau buruk untuk restrukturisasi karena model ini. Dengan menggunakan indikator keuangan atau kinerja, model ini dapat menghitung tantangan keuangan yang dihadapi perusahaan. Indikator-indikator ini termasuk

*turnover/total assets, revenue/turnover, return on assets (ROA), ROE, profit margin, stock turnover, turnover receivables, cash flow/total equity, debt ratio, cash flow/(liabilities-reserves), current ratio, acid test, current liquidity, short term assets/daily operating expenses, dan gearing ratio.*

c. *Corporate governance*

Konsep ini menyatakan bahwa manajemen yang tidak kompeten menyebabkan kebangkrutan bahkan ketika perusahaan memiliki landasan keuangan dan aset yang solid. Sebagai akibat dari inefisiensi ini, perusahaan meninggalkan pasar karena masalah tata kelola mereka belum teratasi. Kesulitan keuangan diperkirakan dengan pendekatan ini menggunakan data kepemilikan yang terhubung dengan struktur tata kelola perusahaan dan kebaikan perusahaan. Dari sudut pandang keuangan, ada tiga hal utama yang mungkin salah bagi bisnis dan menyebabkan masalah keuangan (Setiyono et al., 2016):

1) Faktor ketidakmampuan modal atau kekurangan dana

Situasi ini terjadi ketika terdapat kesenjangan antara dana yang dibutuhkan untuk membiayai operasi perusahaan dan dana yang diperoleh dari penjualan atau penagihan piutang. Kekurangan likuiditas akan terjadi jika perusahaan tidak mampu mengumpulkan lebih banyak modal untuk menutupi kekurangan ini.

2) Besarnya beban hutang dan bunga

Perbaikan sementara terhadap masalah likuiditas dapat dicapai jika perusahaan dapat meningkatkan modal dari sumber lain, seperti pinjaman bank, untuk menutupi kekurangan uang tunai. Namun, muncul masalah baru: Anda sekarang harus membayar pokok pinjaman beserta bunganya. Meskipun terus memperoleh laba dan tidak dalam bahaya, perusahaan menghadapi risiko mengalami kerugian yang dapat dicegah jika tidak mengelola risiko yang terkait dengan utangnya dan tingkat bunga lebih besar daripada laba atas asetnya.

3) Menderita kerugian

Agar perusahaan dapat berinvestasi kembali dan menumbuhkan kekayaan bersih serta laba atas ekuitas (ROE) yang melindungi kepentingan pemegang saham, perusahaan harus terus berupaya meningkatkan pendapatan dan mengurangi biaya operasional. Pendapatan bersih perusahaan harus cukup untuk membayar semua pengeluarannya.

Untuk menghindari krisis keuangan yang berpotensi mengakibatkan kebangkrutan, ketiga hal ini harus dipertimbangkan secara proporsional karena mereka saling berhubungan dan saling bergantung satu sama lain. Menegaskan betapa pentingnya menjaga keseimbangan antara ketiga komponen permodalan ini (Lariba, 2011).

Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba merupakan ukuran kapasitasnya untuk memberikan pengembalian investasi yang memuaskan. Dengan kata lain, agar bisnis menghasilkan laba, penjualannya harus melebihi biaya operasionalnya dengan margin yang signifikan. Perbedaan ini dikenal sebagai laba bersih. Uang yang tersisa dimasukkan kembali ke dalam bisnis untuk menumbuhkan modalnya. Perusahaan dianggap likuid jika mereka dapat dengan mudah membayar tagihan jangka pendek dan mendanai aktivitas mereka menggunakan aset lancar yang tersedia, terutama uang tunai. Untuk mengubah aset menjadi uang tunai dengan risiko yang kecil, bisnis perlu memastikan piutang mereka tersedia, berkualitas tinggi, dan diinvestasikan pada tingkat yang memadai. Mengurangi utang meningkatkan potensi pertumbuhan perusahaan dan membantunya mengatasi badai keuangan. Utang dapat menguntungkan bagi bisnis jika suku bunga lebih rendah daripada pengembalian aset.

Masalah keuangan bukan satu-satunya hal yang dapat menempatkan perusahaan dalam posisi keuangan yang sulit. Berikut ini beberapa kondisinya:

- 1) Keputusan ekspansi yang tidak bijaksana dapat dibuat oleh manajemen perusahaan yang tidak profesional. Kurangnya profesionalisme dalam manajemen dapat mengakibatkan keputusan ekspansi yang tidak tepat (Douglas & John, 1997).
- 2) Kesulitan keuangan dapat disebabkan oleh faktor ekonomi seperti kelemahan industri, lokasi yang tidak masuk akal, persaingan ketat, dan ketidakpastian ekonomi. Dikemukakan bahwa faktor-faktor ekonomi seperti kelemahan industri, lokasi yang tidak strategis, persaingan ketat, dan ketidakpastian ekonomi dapat menjadi penyebab kesulitan keuangan bagi Perusahaan (Brigham & Gapenski, 1997).

## **2. Mencegah *Financial Distress***

Terdapat beberapa strategi yang dapat diterapkan untuk mengatasi kondisi financial distress (Widiyanti, 2020):

- 1) Meningkatkan modal dengan melikuidasi sebagian besar aset perusahaan; ini akan memungkinkan bisnis untuk memperluas operasinya dan meningkatkan likuiditasnya.

- 2) Proses penggabungan dua atau lebih bisnis menjadi satu dengan tetap mempertahankan satu bisnis dan membubarkan bisnis lainnya di luar likuidasi.
- 3) Mengurangi pemborosan pengeluaran yang tidak terlalu penting.
- 4) Pengenalan penawaran keamanan baru.
- 5) Menyelaraskan kewajiban bisnis dengan kepemilikan saham.
- 6) Memilih untuk menyatakan atau mengajukan kebangkrutan.
- 7) Berusaha untuk mendapatkan bantuan kredit atau penyelamatan kredit.

### 3. Pengukuran *Financial Distress*

Dalam memprediksi *financial distress*, rasio keuntungan yang digunakan adalah:

#### 1) ROA (*Return on Assets*)

Berdasarkan definisi dari ROA yakni rasio yang menunjukkan pengembalian aset yang dimiliki perusahaan (Putro et al, 2022). Rumus dari ROA adalah:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{total aktiva}} \times 100\%$$

Contoh:

Pengecer elektronik Erlangga Company akan menggunakan informasi dalam laporan keuangannya untuk menentukan laba atas aset (ROA) untuk tahun fiskal 2023. Berdasarkan data laporan keuangan Perusahaan Erlangga tahun 2023, diketahui bahwa aset totalnya senilai Rp. 900.000.000 dan keuntungan bersihnya sebesar Rp. 100.000.000. Hitung nilai ROA!

Penyelesaian:

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \text{laba bersih} : \text{total aktiva} \times 100\% \\ &= (100.000.000 / 900.000.000) \times 100\% \\ &= 11,11\% \end{aligned}$$

Jadi ROA Perusahaan Erlangga adalah 11,11%

#### 2) NPM (*Net Profit Margin*)

Aturan praktis untuk menghitung margin laba bersih adalah membagi penjualan dengan laba bersih setelah pajak. Akuntansi dan pencatatan

hal-hal seperti pengeluaran operasional, penyusutan, bunga pinjaman, dan bunga bank menunjukkan seberapa baik manajemen mengelola keuangan perusahaan (Kasmir, 2012). Rumus berikut digunakan untuk menghitung margin laba bersih (Hanafi & Halim, 2016):

$$\text{NPM} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{penjualan}}$$

Contoh:

Dengan biaya produksi 130.000, Indomie menghasilkan 160.000 penjualan. Berapa besar net profit margin Perusahaan Indomie?

Penyelesaian:

NPM = laba bersih setelah pajak / penjualan

$$= (200.000 - 130.000) / 200.000$$

$$= 70.000 / 200.000$$

$$= 0,35 \text{ atau } 35\%$$

Jadi, *net profit margin* Perusahaan Indomie adalah 35%.

### 3) GPM (*Gross Profit Margin*)

Tingkat keuntungan kotor atas penjualan bersih dihitung dengan menggunakan rasio ini (Hery, 2016b). Untuk menghitung margin laba kotor atau margin laba bersih, rumus berikut digunakan (Hery, 2016a):

$$\text{GPM} = \frac{\text{Laba kotor}}{\text{penjualan bersih}}$$

Contoh:

Menurut laporan laba rugi terbaru, PT. Jaya memiliki penjualan bersih Rp. 76.000.000 dan harga pokok penjualan Rp. 69.000.000. Berapa margin laba kotor PT Jaya?

Penyelesaian:

$$\begin{aligned} \text{GPM} &= \text{penjualan} - \text{harga pokok penjualan} / \text{penjualan} \\ &= (\text{Rp. } 76.000.000 - \text{Rp. } 69.000.000) / \text{Rp. } 76.000.000 \\ &= 7.000.000 / 76.000.000 \\ &= 10,85\% \end{aligned}$$

## B. **BANKRUPTCY BASIC**

Masalah likuiditas pada suatu perusahaan dapat menjadi awal dari kesulitan finansial. Jika situasi ini tidak ditangani dengan segera, perusahaan berisiko mengalami kebangkrutan. Untuk mencegah kebangkrutan, memerlukan dukungan, kebijakan, dan strategi dari pihak eksternal dan internal perusahaan. Masalah likuiditas yang sangat serius adalah stres keuangan dan membutuhkan perubahan signifikan dalam operasional atau struktur bisnis untuk diselesaikan. Jika ada masalah keuangan, itu bisa menjadi peringatan dini kebangkrutan bagi manajemen untuk menghentikannya (Nosita & Jusman, 2019). Perusahaan sering kali menyatakan bangkrut karena tidak mampu mengelola operasinya secara menguntungkan, yang dapat bermanifestasi dalam berbagai cara, mulai dari masalah sederhana dengan likuiditas hingga masalah yang lebih serius dengan solvabilitas (utang melebihi aset) (Sumolang et al., 2021). Perusahaan yang bangkrut juga dapat disebut sebagai likuidasi, penutupan, atau insolvabilitas.

Kebangkrutan didefinisikan sebagai kegagalan melakukan sesuatu dengan cara tertentu (Widjajanto et al., 2020) yaitu:

### a. Kegagalan ekonomi (*economic failure*)

Ketika sebuah perusahaan merugi, artinya pendapatannya tidak cukup untuk membayar pengeluarannya, kita katakan bahwa perusahaan tersebut telah gagal secara ekonomi. Di sini, biaya modal lebih besar daripada laba yang diperoleh perusahaan atau kewajibannya lebih besar daripada arus kas yang diharapkan di masa mendatang.

### b. Kegagalan keuangan (*financial failure*)

Keruntuhan keuangan dibedakan dari arus kas dan saham dalam keadaan kebangkrutan. Dua jenis insolvensi berdasarkan arus kas adalah:

- 1) **Insolvensi Teknis:** Bisnis berada dalam kondisi gagal bayar teknis jika mereka gagal membayar tagihan pada tanggal jatuh tempo. Hal ini terjadi ketika tidak ada cukup uang yang masuk ke bisnis untuk menutupi pembayaran bunga dan pokok pada tanggal jatuh tempo.
- 2) **Insolvensi dalam Kasus Kepailitan:** Dalam kasus ini, korporasi dianggap bangkrut jika kewajibannya melebihi nilai arus kas saat ini, atau jika kekayaan bersihnya negatif menurut neraca tradisional.

Harta sisa debitor pailit ditangani dan diselesaikan oleh Kurator di bawah pengawasan Hakim Pengawas sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan ini, sebagaimana dimaksud dalam Pasal 1 ayat (1) Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004, yang juga dikenal dengan istilah kepailitan. Apabila debitor memiliki beberapa kreditor dan tidak mampu melunasi sekurang-kurangnya satu kewajiban yang masih harus dibayar dan yang masih harus diterima, maka akan diajukan pernyataan pailit, sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 ayat (1).

Perusahaan biasanya menyatakan bangkrut ketika mereka tidak mampu menghasilkan laba (Melia et al., 2020). Sesuai dengan Undang-Undang No. 4 Tahun 1998, seorang debitor dianggap pailit apabila ia mempunyai dua atau lebih kreditor dan tidak mampu melunasi satu pun kewajiban yang telah jatuh tempo dan dapat ditagih.

Pengajuan kebangkrutan sering kali merupakan krisis keuangan jangka pendek yang dapat dikelola. Namun, jika Anda tidak menanganinya dengan benar, masalah ini dapat membesar menjadi krisis keuangan yang besar (Halim et al., 2009). Kebangkrutan adalah ketika sebuah perusahaan tidak dapat lagi memenuhi tanggung jawabnya (Pihadi, 2011). Tanda-tanda kondisi ini biasanya muncul sejak awal dan dapat ditemukan melalui analisis laporan keuangan. Melihat rasio keuangan adalah salah satu teknik untuk mengevaluasi apakah suatu perusahaan kemungkinan akan bangkrut. Menurut para ahli, kebangkrutan menunjukkan ketidakstabilan perusahaan dalam menjalankan operasinya karena tidak dapat memenuhi kewajibannya, yang pada akhirnya mengakibatkan penurunan profitabilitas. Salah satu cara untuk menentukan apakah suatu bisnis bangkrut adalah dengan melihat rasio keuangannya.

## **1. Faktor Kebangkrutan**

Menurut Nurcahyanti (2015) berikut ini adalah penyebab kegagalan bisnis:

### **a. Faktor umum**

- 1) Sektor ekonomi: Kebangkrutan dapat disebabkan oleh sejumlah faktor, termasuk perubahan kebijakan moneter (inflasi atau deflasi), suku bunga, nilai mata uang relatif terhadap mata uang lainnya, surplus atau defisit dalam perdagangan internasional, dan perubahan neraca pembayaran.
- 2) Sektor Sosial: perubahan gaya hidup memiliki dampak signifikan terhadap permintaan produk dan layanan serta cara perusahaan terhubung dengan karyawannya, yang pada gilirannya memengaruhi kemungkinan kebangkrutan.

- 3) Sektor Teknologi: Perusahaan mengeluarkan lebih banyak biaya saat memanfaatkan TI, sebagian besarnya disebabkan oleh masalah integrasi sistem yang tidak terduga, manajer pengguna yang tidak kompeten, serta pemeliharaan dan penerapan yang tidak terjadwal.
  - 4) Sektor pemerintah: Kebijakan yang ditetapkan pemerintah untuk menaikkan tarif ekspor dan impor serta menghapus subsidi bagi korporasi dan industri.
- b. Faktor eksternal Perusahaan
- 1) Sektor pelanggan: Agar pelanggan tidak berpindah ke pesaing, mengidentifikasi pelanggan baru, dan memanfaatkan pelanggan yang sudah ada, bisnis perlu memahami dengan baik apa yang membuat pelanggan mereka tertarik.
  - 2) Sektor pemasok: Sebagai hasil dari berbagai tingkat komitmen pemasok terhadap perdagangan bebas, perusahaan dan pemasok di sektor ini perlu berkolaborasi secara efektif untuk menjaga harga tetap tinggi dan keuntungan pembeli tetap rendah.
  - 3) Sektor pesaing: Perusahaan juga harus memperhatikan persaingan. Jika masyarakat mulai menyukai produk pesaing, pelanggan akan berhenti membeli produk perusahaan, sehingga mengurangi keuntungan mereka.
- c. Faktor Internal Perusahaan
- Klien menunggak pembayaran hingga mereka tidak dapat membayar kembali karena jumlah kredit yang terlalu besar. Banyak orang menyatakan bangkrut karena berbagai alasan. Saat melihat laporan keuangan, Anda mungkin dapat mengetahui alasannya. Namun, saat bisnis jatuh, mungkin sulit untuk memahami beberapa angka dalam laporan keuangan. Berikan perhatian Anda untuk mencapai kesuksesan jangka pendek. (Kordestani, 2011). Beberapa perusahaan mengalami kebangkrutan, tetapi yang lain tidak.

## 2. Indikator Terjadinya Kebangkrutan

Ketika suatu bisnis dinyatakan bangkrut, biasanya ada sejumlah faktor yang berperan, yang sebagian besar berkaitan dengan seberapa baik bisnis tersebut berjalan. Menurut (Harnanto, 2000), manajer harus memperhatikan indikator-indikator berikut:

- a. Penurunan volume penjualan akibat perubahan kebiasaan pembelian.
- b. Meningkatnya biaya produksi.
- c. Tingkat daya saing yang menjadi semakin ketat.
- d. Ketidakmampuan untuk memperluas.
- e. Kegagalan dalam menagih piutang secara efektif.

- f. Tidak adanya dukungan atau sumber daya keuangan (kredit).
- g. Ketergantungan yang sangat tinggi pada piutang usaha Akan sulit bagi bisnis yang menggunakan utang sebagai sumber utama modal operasinya. Alasannya adalah bahwa perusahaan akan menghadapi tantangan dalam memenuhi komitmennya jika hasil dari kegiatan mereka menurun. Selain itu, tanda-tanda yang terlihat oleh mereka yang berada di luar kelompok, seperti:
  - 1) Pemotongan dividen pemegang saham
  - 2) Penurunan profitabilitas yang menyebabkan kerugian dari waktu ke waktu.
  - 3) Beberapa perusahaan tutup atau dijual.
  - 4) Anggota staf diberhentikan.
  - 5) Pensiunnya eksekutif senior.
  - 6) Indeks harga saham pasar modal telah jatuh selama beberapa waktu.

Seseorang dapat menggunakan berbagai ukuran untuk memperkirakan kemungkinan kebangkrutan sesungguhnya. (Hanafi, 2003) yaitu:

- a. Studi arus kas baik saat ini maupun di masa mendatang.
- b. Pemeriksaan rencana bisnis perusahaan dengan fokus pada perusahaan pesaing yang dihadapinya.
- c. Struktur biaya dibandingkan dengan pesaing.
- d. Kualitas manajemen.
- e. Keefektifan manajemen biaya

### **C. LIQUIDATION**

Dalam situasi likuidasi, perusahaan dan bisnisnya dibubarkan sepenuhnya (Yunus, 2009). Penunjukan likuidator atau para likuidator merupakan langkah pertama dalam proses likuidasi, yang mengikuti pemenuhan syarat pembubaran. Meskipun direksi sering memilih ahli luar di industri untuk bertindak sebagai likuidator, dalam kasus tertentu penunjukan likuidator dilakukan oleh manajemen perusahaan. Kekuasaan likuidator sangat luas, dan mencakup kemampuan untuk mengumpulkan tim likuidator lain dan menyewa penasihat untuk membantu proses likuidasi. Definisi di atas membuat orang percaya bahwa pembubaran badan hukum merupakan motivasi utama untuk likuidasi. Sebaliknya, badan hukum tidak bubar ketika diajukan kepailitan; bahkan, yang terjadi justru sebaliknya. Definisi: "pembubaran perusahaan sebagai badan hukum yang meliputi pembayaran kewajiban kepada kreditor dan pembagian sisa aset kepada pemegang saham (Persero)" menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia. Berdasarkan definisi yang diberikan di atas, likuidasi adalah:

- a. Tindakan menetapkan jumlah yang pasti, seperti hutang atau biaya, melalui kesepakatan atau litigasi.
- b. Tindakan untuk menyelesaikan hutang piutang melalui pembayaran atau metode lain.
- c. Penyelesaian piutang dengan konversi aset menjadi kas.

### 1. Alasan / syarat

Proses likuidasi melibatkan pembubaran organisasi atau bisnis, penjualan asetnya, dan distribusi hasil kepada kreditornya dan pihak lain yang memiliki klaim terhadap bisnis tersebut. Ketika perintah pengadilan memulai proses tersebut, likuidasi tidak dapat dihindari. Selain itu, jika pemilik perusahaan memutuskan untuk menghentikan operasi, proses likuidasi sukarela akan diikuti. Pengajuan kebangkrutan, menghadapi masalah hukum, atau sekadar tidak ingin menjalankan perusahaan lagi merupakan beberapa penyebab likuidasi yang paling umum.

Perusahaan, pemiliknya, atau kreditornya sering kali dapat memulai proses likuidasi yudisial, meskipun peraturan yang mengatur hal ini berbeda-beda di seluruh dunia. Jika pengawas perusahaan tidak membagikan sertifikat saham kepada pemegang saham atau tidak bekerja sama dengan penyelidikan administrator yang ditunjuk pengadilan atas klaim terhadap aset entitas, pengadilan dapat memerintahkan likuidasi bisnis. Merupakan praktik umum bagi kreditor untuk membayar pemegang saham terlebih dahulu karena klaim ditetapkan berdasarkan urutan senioritas.

Likuidasi biasanya dikaitkan dengan kebangkrutan, namun di yurisdiksi tertentu, perusahaan yang pailit tetapi tidak bangkrut juga wajib untuk memulai prosesnya. Sebuah perusahaan benar-benar bangkrut jika pendapatannya tidak cukup untuk membayar tagihannya. Likuidasi wajib sering kali menjadi satu-satunya pilihan bagi bisnis yang mengalami kesulitan keuangan seperti asuransi dan bank.

### 2. Prosedur

(Pasal 142 ayat (1) Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, atau UU 40/2007), pembubaran Perseroan dapat terjadi:

- a. Sesuai dengan keputusan yang diambil oleh RUPS
- b. Karena jangka waktu yang ditentukan dalam anggaran dasar telah lewat
- c. Sesuai dengan putusan pengadilan
- d. Karena adanya putusan pengadilan niaga yang telah mempunyai kekuatan hukum tetap yang membatalkan kepailitan, maka harta kekayaan Perseroan tidak cukup untuk menutupi biaya kepailitan.

- e. Undang-Undang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang secara tegas menyatakan bahwa pailitnya harta kekayaan Perseroan yang pailit merupakan salah satu faktornya.
- f. Likuidasi wajib dilakukan oleh Perseroan dengan mematuhi semua peraturan perundang-undangan yang berlaku karena izin usahanya telah dicabut.

Berdasarkan alasan-alasan pembubaran di atas, kami berasumsi bahwa keputusan RUPS adalah dasar pembubaran perusahaan Anda. Perlu diingat bahwa, menurut Pasal 142 ayat (2) UU 40/2007, pembubaran wajib diikuti dengan likuidasi.

#### **D. REORGANIZATION**

Dalam situasi ekonomi yang tidak menguntungkan, perusahaan dapat melakukan reorganisasi untuk mempertahankan diri atau mengurangi atau memperkecil jumlah usaha mereka. Perusahaan menganggap bahwa mereka masih memiliki kemampuan operasional yang cukup baik dalam kondisi ekonomi yang kurang menguntungkan, yang merupakan alasan utama untuk reorganisasi. Adanya efisiensi biaya, terutama biaya tetap, dalam struktur biaya perusahaan adalah fokusnya. Jika efisiensi biaya sudah tidak memungkinkan lagi, perusahaan harus melakukan reorganisasi operasional. Ini disebut reorganisasi finansial dalam istilah reorganisasi. Tujuan dari reorganisasi operasional ini adalah untuk menghemat biaya, meningkatkan efisiensi, dan mengurangi tenaga kerja dengan mengganti mesin dan peralatan yang sudah tua dan kurang efektif. Pilihan untuk merestrukturisasi operasi jelas akan berdampak luas bagi bisnis, salah satunya adalah investasi awal yang besar yang diperlukan. Penggabungan perusahaan, yang berarti membuatnya lebih "ramping" secara operasional, sering kali merupakan tujuan yang menyertai reorganisasi keuangan. Berikut ini adalah beberapa metode yang digunakan untuk melakukan restrukturisasi dan penggabungan:

- a. Menunda atau membatalkan pengeluaran yang tidak penting.
- b. Membuang aset yang tidak terpakai.
- c. Membubarkan atau menggabungkan divisi yang tidak menguntungkan.
- d. Menunda rencana ekspansi hingga situasi saat ini dinilai secara memadai.

Menggunakan uang tunai yang ada, menjaga likuiditas tetap tinggi, dan menahan diri untuk tidak mengambil utang lebih lanjut (jika hal itu dapat dicapai melalui likuidasi aset yang tidak penting). Ada risiko kehilangan keuntungan jangka pendek.

### LATIHAN SOAL

1. Apa yang dimaksud dengan *financial distress*? Dan hitunglah ROA dari Perusahaan Garam 2023. Diketahui dari data Laporan keuangan Perusahaan Gudang Garam mengungkapkan bahwa perusahaan tersebut memiliki total aset sebesar Rp. 990.000.000 dan laba bersih sebesar Rp. 110.000.000!
2. Apa saja faktor penyebab *financial distress*?
3. Bagaimana cara mencegah *financial distress*?
4. Apa yang dimaksud dengan kebangkrutan (*bankruptcy*)?
5. Apa saja faktor penyebab kebangkrutan?
6. Apa saja indikator terjadinya kebangkrutan?
7. Apa yang dimaksud dengan likuidasi?
8. Apa saja alasan atau syarat terjadinya likuidasi?
9. Apa yang dimaksud dengan reorganisasi?
10. Apa saja bentuk-bentuk reorganisasi yang dapat dilakukan perusahaan?



# BAB 11

## **DERIVATIF AND RISK MANAGEMENT**

### **Indikator:**

1. Mahasiswa mampu menjelaskan *Derivative securities*
2. Mahasiswa mampu memahami *fundamentals of risk management*
3. Mahasiswa mampu memahami *using derivatives*

### **A. DERIVATIVE SECURITIES**

Tim Pengelola Investasi, yang terdiri dari setidaknya dua pengelola dana terdaftar, mengambil keputusan mengenai investasi pada reksa dana. Untuk mendapatkan hasil terbaik, tim ini senantiasa mengkaji dan mencari strategi investasi terbaik. Selama ini, analisis investasi perseroan memberikan pendampingan kepada tim. Analisis ini menggunakan penelitian untuk menemukan kemungkinan investasi. Salah satu tantangan yang dihadapi perusahaan sekuritas dalam mengelola aset reksa dana adalah menentukan instrumen mana yang akan dibeli, dalam jumlah berapa, dan pada waktu berapa. Untuk mendapatkan hasil terbaik dalam skenario ini, perusahaan akan menggabungkan dan mengelola berbagai produk keuangan. Manajemen portofolio, yang sering digambarkan sebagai kombinasi seni dan ilmu, adalah cara mengemas dan menjaga portofolio ini.

Menurut (Misra et al., 2020), sekuritasderivatif adalah sekuritas yang nilainya bergantung pada aset utama lainnya. Nilai instrumen keuangan derivatif didasarkan pada nilai aset dasar. Salah satu aset yang dapat digunakan sebagai derivatif adalah aset antara lain saham, obligasi, mata uang, komoditas, indeks harga saham, dan lain-lain. Nilai aset dasar menentukan nilai sekuritas derivatif. Secara matematis, jika nilai aset dasarnya adalah  $X$  dan nilai derivatif adalah  $Y$ , maka  $Y = f(X)$ , dan  $Y$  adalah fungsi dari  $X$ . Derivatif juga kadang digunakan untuk melakukan perlindungan nilai terhadap suatu posisi, melindungi aset dari risiko pergerakan yang merugikan, atau untuk berspekulasi tentang bagaimana instrumen yang mendasarinya akan bergerak di masa depan. Investor menggunakan derivatif untuk melindungi saham atau bahkan seluruh portofolio mereka, yang dikenal sebagai hedging (Niansyah et al., 2018).

## 1. Contoh Lindung Nilai

Mengambil posisi pada sekuritas yang terkait dan tidak melemah, yang berfungsi untuk membantu memitigasi pergerakan harga yang berlawanan dengan maksudnya, yang dikenal sebagai hedging. Misalnya, seorang investor membeli 500 saham Ferrari dengan harga \$30 per saham selama lebih dari dua tahun. Saat ini mereka khawatir bahwa Ferrari akan kehilangan laba per saham (EPS) dan ekspektasi pendapatan, yang menyebabkan harga saham turun dan mengembalikan sebagian dari keuntungan yang mereka peroleh selama dua tahun tersebut.

Investor ingin memulai strategi perlindungan dengan membeli lima kontrak opsi jual di Ferrari dengan harga kesepakatan \$115 dan tanggal berakhir September. a bulan April 2019, harga saham Ferrari adalah \$119,5, yang mewakili nilai \$119.500 dan laba yang belum direalisasi sebesar \$87.000 dari 500 saham.

### Pengganda Sama dengan 100

Seperti saham, opsi dikutip dalam dolar dan sen, tetapi investor membayar \$500 per kontrak jika harga jualnya \$5 per kontrak, yang sama dengan premi \$5 dikali pengganda (100).

Investor mendapatkan hak dari kontrak opsi jual untuk menjual saham ferrari miliknya dengan harga \$115. Karena satu kontrak opsi saham memanfaatkan 100 lembar saham yang mendasarinya, investor memiliki hak untuk menjual 500 saham Ferrari dengan 5 opsi jual hingga September. Produk protektif adalah strategi pembelian saham dan produk.

## 2. Instrumen

### a. *Forward*

Jenis instrumen derivatif yang paling tua adalah *forward*. Contoh kurs spot standar dan kontrak *forward* dalam valuta asing. Baik lindung nilai (menjaga nilai) dan manajemen risiko dapat dilakukan dengan *forward*. Posisi gabungan berikut ini merupakan hasil penggabungan posisi *forward* dan spot. Menurut posisi gabungan, jika posisi spot merugi, posisi *forward* akan mendapat untung; jika posisi spot menghasilkan uang, posisi *forward* akan kehilangan uang.

### b. Opsi

Misalnya, Kami akan mengeksekusi opsi kami, sehingga kami dapat membeli satu dolar AS seharga Rp.18.000 melalui kontrak opsi, jika kami membeli opsi beli dolar dengan harga pelaksanaan Rp.18.000/\$. Karena harga pasar dolar AS adalah Rp.20.000, kita bisa membelinya dengan harga lebih murah dari itu. Pada kenyataannya, pembeli opsi harus membayar biaya transaksi, terkadang disebut sebagai harga premium atau harga opsi. Misalnya, opsi beli di atas memiliki harga atau premium Rp.400. Penjual opsi akan mengalami kerugian sebesar Rp.1.600, sedangkan pembeli opsi akan memperoleh keuntungan bersih sebesar Rp.1.600 ( $\text{Rp.20.000} - \text{Rp.18.000}$ ) – Rp.400. Kontrak opsi akan berakhir jika nilai tukar turun menjadi Rp.8.000 dan opsi tersebut pembeli tidak menggunakan haknya. Oleh karena itu, opsi terkadang disebut permainan *zero-sum*, yaitu permainan yang jumlahnya nol. Dalam hal ini, keuntungan dan kerugian opsi bagi penjual dan pembeli digabungkan, menghasilkan nilai nol.

### 3. Pengertian dan Karakteristik Opsi

Salah satu instrumen derivatif yang diperkenalkan BEJ adalah opsi. Kontrak opsi memberikan hak kepada pemegang kontrak, namun bukan tanggung jawab, untuk membeli (*call*) atau menjual (*put*) aset tertentu dalam jangka waktu tertentu dan pada harga tertentu (harga kesepakatan, harga pelaksanaan, harga target, atau pengembalian dana) (Darmawan, 2022). Opsi tersebut dikenal sebagai opsi saham jika saham merupakan aset yang mendasarinya. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa kontrak berjangka, nilai mata uang, atau indeks harga saham semuanya dapat berfungsi sebagai aset opsi yang mendasarinya. Hanya hak jual dan beli yang dapat diperjualbelikan, bukan kontrak opsi saham. Opsi jual adalah kontrak yang memberikan hak kepada pemiliknya, baik sebelum atau setelah kontrak jatuh tempo, untuk membeli atau menjual aset yang mendasarinya pada harga yang telah ditentukan. *Opsi call* dan *put* adalah dua jenis opsi yang paling sering bermasalah. Opsi ini akan menjadi batal pada saat habis masa berlakunya. Hak untuk membeli suatu aset, biasanya saham, pada harga tertentu dalam jangka waktu yang telah ditentukan diberikan kepada pemilik opsi beli. Pembeli opsi panggilan mengantisipasi bahwa harga saham akan naik sebelum opsi berakhir, memungkinkan mereka membeli saham dalam jumlah yang ditentukan dalam kontrak opsi dan kemudian menjual saham tersebut secepat mungkin untuk mendapatkan keuntungan di pasar terbuka. Hak untuk menjual saham sesuai dengan nilai kontrak diberikan kepada pemilik opsi jual.

Dalam proses membuat strategi perdagangan atau portofolio, opsi adalah alat yang dapat digunakan. Seseorang yang mengambil risiko dapat mengambil lebih banyak risiko atau seseorang yang mengambil risiko dapat mengambil lebih sedikit risiko. Investor harus memahami mekanisme pasar opsi (*strike price, expiry, volatilitas, atau beta*) sebelum memasuki pasar. Setelah itu, Anda baru bisa memikirkan pilihan apa yang akan dilakukan. Sebuah derivatif atau produk turunan dari opsi adalah sekuritas yang nilainya berasal dari ekuitas yang mendasarinya. Perbedaan antara pemegang opsi (pemegang opsi) dan penulis opsi (penulis opsi) adalah konsep penting yang harus diingat. Pemegang opsi mempunyai waktu tertentu untuk memutuskan apakah akan membeli saham pada harga tertentu.

#### 4. Faktor – faktor yang mempengaruhi nilai opsi

Berbagai faktor menentukan nilai suatu opsi, menurut Fabozzi, (2003), sebagai berikut:

- a. Nilai opsi beli meningkat seiring dengan nilai aset yang mendasarinya; semakin tinggi harga aset dasar, semakin besar nilai opsi beli.
- b. Harga pelaksanaan: Nilai opsi beli meningkat seiring dengan harga kesepakatan yang lebih rendah.
- c. Opsi beli memberikan peluang untuk membeli suatu aset di kemudian hari; ini dikenal sebagai nilai waktu dari uang. Opsi adalah pembelian yang dapat dilakukan di masa depan, sehingga nilainya meningkat seiring dengan biaya peluang.
- d. Volatilitas yang diinginkan: Opsi saham memiliki nilai yang lebih tinggi ketika nilai aset yang mendasarinya lebih fluktuatif.
- e. Waktu jatuh tempo: Nilai opsi meningkat seiring dengan semakin lamanya waktu jatuh tempo.

#### 5. Tipe Opsi

Dua jenis opsi saat ini diperdagangkan di pasar opsi global: Opsi Eropa, juga dikenal sebagai opsi gaya Eropa, adalah kontrak opsi yang hanya dapat dilaksanakan pada hari kadaluwarsanya. Opsi Amerika, di sisi lain, adalah kontrak opsi yang dapat dilaksanakan kapan saja antara tanggal pembelian dan tanggal kedaluwarsa. Opsi Amerika merupakan mayoritas opsi yang dijual, dan karena merupakan transkripsi jaminan selama jangka waktu kontrak, opsi ini sangat direkomendasikan.

## 6. Keuntungan dan kerugian opsi

Meskipun opsi memiliki banyak risiko, namun jika digunakan dengan benar opsi ini dapat berfungsi sebagai alat lindung nilai yang bisa menaungi kita dari perubahan harga saham yang sudah kita punya. Dalam kata lain, mereka dapat memangkas risiko kita.

Opsi hadir dengan sejumlah manfaat:

- a. Anda dapat meningkatkan leverage saham saat Anda berspekulasi.
- b. Membeli 100 opsi akan jauh lebih murah dibandingkan membeli 100 saham.
- c. Opsi dapat digunakan sebagai lindung nilai terhadap posisi Anda saat ini asalkan opsi tersebut digunakan dengan benar.

Adapun kerugian opsi:

- a. Karena pilihan-pilihan mempunyai leverage yang tinggi dan kompleks, maka berspekulasi dengan pilihan-pilihan tersebut memerlukan pengamatan yang hati-hati dan toleransi risiko yang tinggi.
- b. Posisi tertentu, seperti "menulis pilihan", memerlukan pemahaman yang lebih mendalam tentang pasar modal dibandingkan sekadar pemahaman dasar.
- c. Yang terakhir, kemungkinan rugi lebih tinggi.

## B. FUNDAMENTALS OF RISK MANAGEMENT

Berbagai definisi manajemen risiko organisasi adalah sebagai berikut: Menurut (SBC Warburg, 2004), manajemen risiko organisasi adalah seperangkat kebijakan dan pedoman yang dikembangkan oleh suatu organisasi untuk memantau, mengelola, dan mengendalikan risiko yang mungkin terjadi. itu menghadap. Komponen manajemen risiko organisasi adalah sebagai berikut: Menurut Lam. et al., (2004) manajemen risiko organisasi adalah sistem yang menyeluruh dan terintegrasi untuk mengelola risiko kredit, risiko pasar, risiko modal ekonomi, dan transfer risiko dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Elemen-elemen Manajemen Risiko Organisasi adalah:

1. Identifikasi Tujuan: Menentukan Tujuan untuk Manajemen Risiko
2. Penilaian Risiko dan Ketidakpastian: Identifikasi dan kuantifikasi potensi bahaya
3. Pengendalian risiko melibatkan penggabungan penghindaran risiko, lindung nilai, asuransi, dan diversifikasi, dan metode lainnya.

Proses organisasi untuk mengidentifikasi, menilai, dan mengendalikan berbagai ancaman dan hambatan yang dapat menghambat tercapainya tujuan dikenal sebagai risiko manajemen. Bencana alam, pengelolaan yang salah, ketidakpastian keuangan, dan kewajiban hukum merupakan beberapa sumber risiko. Perlindungan data dan ancaman terhadap keamanan informasi teknologi sangat penting bagi bisnis digital. Oleh karena itu, dunia usaha perlu mempunyai strategi manajemen risiko untuk mengidentifikasi dan menangani berbagai ancaman terhadap informasi. Bisnis internasional sangat penting bagi perusahaan global dan tidak mengambil risiko terhadap masalah pendapatan. Melalui penggunaan perangkat lunak yang memiliki nilai risiko yang rendah, manajemen risiko memiliki kemampuan untuk mempersiapkan dan menerapkan berbagai kejadian yang tidak memerlukan antisipasi.

Konsep manajemen harus diterapkan dalam resiko manajemen (Outreville, 1998). Manajemen risiko adalah proses yang dilakukan melalui pemanfaatan material, moneter, dan sumber daya manusia guna mengidentifikasi, memulai, mengendalikan, dan membiayai bisnis. Para ahli telah mengembangkan banyak definisi manajemen risiko. Spanakis et al., (2021), mendefinisikan manajemen risiko sebagai cara suatu organisasi menangani risiko yang terkait dengan operasinya. Untuk memandu, mengidentifikasi, mengawasi, menetapkan solusi, melaporkan bahaya, dan mengelola organisasi untuk mengatasi berbagai risiko, manajemen risiko bertujuan untuk mengelola risiko secara metodis dan logistik (As Sajjad. et al., 2020). Keputusan strategis yang dibuat oleh manajemen risiko membantu mencapai tujuan melalui penerapan tujuan, penggunaan sumber daya yang efektif, pelaporan dan kepatuhan terhadap persyaratan hukum dan peraturan yang relevan (Balkevicius et al., 2019).

Dalam implementasi bisnis, manajemen risiko adalah bagian dari prediksi dan evaluasi risiko keuangan atau modal yang dilakukan secara bersamaan dengan mengatur metode untuk menghindari atau meminimalkan efek yang terjadi. Ketidakpastian keuangan, kewajiban hukum, kesalahan manajemen, bencana alam, dan kecelakaan lainnya merupakan beberapa sumber ancaman atau risiko. Jika sebuah organisasi ingin berkembang, penerapan manajemen risiko sangatlah penting, karena ancaman keamanan siber dapat mengancam informasi teknologi. Rencana pengembangan manajemen risiko meliputi upaya perusahaan guna menemukan dan mengelola berbagai ancaman kepada setiap aspek bisnis, serta kepemilikan data, informasi pelanggan, dan kekayaan intelektual. Ini dilakukan untuk mengurangi risiko. Setiap bisnis, baik besar maupun kecil, akan menghadapi risiko yang dapat membahayakan keuangan mereka. Untuk mencegah krisis, manajemen risiko digunakan untuk mengidentifikasi, menilai, dan memperkenalkan tanggapan

terhadap risiko (Spanakis et al., 2021). Hal ini memungkinkan organisasi untuk mengidentifikasi, merencanakan, dan mempersiapkan berbagai skenario dalam menghadapi situasi yang buruk, dan memungkinkan mereka untuk melindungi mereka dalam jangka panjang. Dengan memberikan informasi tentang ancaman bagi bisnis dan memungkinkannya untuk mengurangi risiko, risiko manajemen sangat penting. Manajemen risiko sangat penting bagi bisnis karena mereka tidak akan pernah mempertimbangkan berapa banyak risiko yang akan mereka hadapi. Jika tidak, perusahaan akan menghadapi masalah yang lebih besar. Beberapa keuntungan yang dapat dirasakan perusahaan setelah menerapkan manajemen risiko adalah sebagai berikut:

1. Membangun prosedur untuk mencegah ancaman yang mungkin, mengurangi dampak, dan menangani hasil.
2. Optimis dalam pengambilan keputusan karena organisasi perlu memahami risiko dan memahami cara menghindarinya.
3. Sesuai dengan konsep tata kelola perusahaan yang menekankan manajemen risiko sebagai sarana untuk mencapai tujuan organisasi.
4. Menghasilkan tempat kerja yang aman dan terjamin.
5. Tanggung jawab hukum yang lebih rendah dan stabilitas operasional yang lebih baik.
6. Perlindungan dari situasi yang tidak menguntungkan.
7. Menyampaikan rencana dan menentukan kebutuhan perlindungan.

Beberapa langkah penting yang dapat diambil untuk mendorong pengembangan manajemen risiko adalah sebagai berikut:

#### 1. Identifikasi risiko

Ada empat kategori risiko: risiko bahaya, seperti kebakaran atau cedera; risiko operasional, seperti pergantian pemasok; dan risiko strategis, seperti pesaing baru dan reputasi merek. Selama proses manajemen risiko, mengetahui jenis risiko yang dihadapi sangatlah penting. Melalui konsultasi dengan profesional dan penelitian eksternal, organisasi dapat mengidentifikasi risiko berdasarkan sejarah internal dan pengalaman. Wawancara dan diskusi kelompok juga dapat digunakan untuk mengidentifikasi risiko organisasi. Setelah mengidentifikasi bahaya dalam setiap kategori, organisasi dapat menganalisis tingkat risiko secara lebih rinci. Proses penting dalam memberi kemampuan bisnis untuk menemukan dan menangani potensi risiko adalah risiko manajemen.

#### 2. Analisis risiko

Seringkali penyelesaian masalah berarti menemukan masalah dan menemukan solusinya. Menentukan penyebab risiko, namun, harus dilakukan sebelum menemukan cara terbaik untuk menangani risiko. Hal

ini dapat dicapai dengan mengajukan pertanyaan tentang dampak potensial terhadap pekerjaan dan asal usul bahaya. Jumlah aktivitas bisnis yang dapat dipengaruhi oleh risiko harus dievaluasi untuk menentukan seberapa besar dan serius risiko tersebut. Kaitkan risiko dengan kebijakan, prosedur, dokumentasi, dan proses lainnya adalah langkah penting yang harus diperhatikan saat menerapkan solusi manajemen risiko. Hal ini menunjukkan bahwa sistem memiliki struktur risiko yang sudah ditetapkan untuk memancarkan risiko dan memberikan informasi tentang dampak dari setiap risiko yang dialami.

### 3. Evaluasi risiko

Penting untuk memprioritaskan dan mengurutkan setiap risiko berdasarkan tingkat kepentingannya. Bahaya terbesar mungkin merupakan bencana besar bagi perusahaan yang paling rendah, sementara risiko yang paling rendah hanya akan menyebabkan ketidaknyamanan. Dengan mengetahui tingkat risiko dan dampaknya terhadap organisasi, manajemen dapat menentukan cara terbaik untuk menangani risiko dan memutuskan apa yang perlu dilakukan jika terjadi suatu rangkaian risiko.

### 4. Memperlakukan risiko

Setelah organisasi menemukan risiko dan mengurutkannya dari yang paling berbahaya ke yang paling rendah, setiap risiko harus dihilangkan atau dikelola. Hal ini biasanya dicapai dengan melibatkan para ahli di setiap departemen atau bidang tanggung jawab. Untuk memahami cara mengurangi atau mengelola berbagai risiko, penting untuk mengadakan pertemuan untuk membicarakan bahaya dan mengidentifikasi solusi.

### 5. Memantau dan meninjau risiko

Manajemen risiko bukanlah sesuatu yang memiliki awal dan hasil akhir; ada beberapa risiko yang tidak dapat dihilangkan. Dalam organisasi yang terus berubah, manajemen risiko adalah proses yang harus diperiksa secara berkala. Jika suatu perusahaan dapat menciptakan budaya dan melakukan standarisasi prosedur manajemen risikonya seiring berjalannya waktu, organisasi tersebut akan lebih kuat dan lebih mudah menyesuaikan diri dengan perubahan. Bisnis dapat bertahan di masa depan dengan menggabungkan risiko.

Perlu diingat bahwa setiap risiko itu berbeda dan mungkin ada pendekatan manajemen risiko yang berbeda untuk menanganinya. Setelah organisasi risiko diidentifikasi secara khusus dan prosedur manajemen risiko telah ditetapkan, terdapat sejumlah pendekatan berbeda yang perlu digunakan untuk menangani berbagai jenis risiko.

## 1. Proses Manajemen Risiko

Menurut Qintharah, (2019), proses manajemen risiko yaitu tindakan penting yang mencakup penerapan prinsip dan struktur yang telah dibuat untuk menerapkan manajemen risiko. Salah satu ciri bisnis internasional adalah perlunya menerapkan proses manajemen risiko, yang memerlukan beberapa perencanaan. Perencanaan yang diperlukan untuk menerapkan proses manajemen risiko antara lain mencakup:

### a. Menetapkan konteks

Untuk menciptakan konteks untuk proses manajemen risiko, penting untuk memahami situasi dan kondisi yang relevan. Sebelum memulai evaluasi risiko, kriteria yang akan digunakan harus ditetapkan terlebih dahulu. Selain itu, analisis struktur yang akan digunakan juga harus ditetapkan sehingga konteks dapat disesuaikan dengan kebutuhan.

### b. Mengidentifikasi risiko

Perusahaan harus mengidentifikasi semua risiko yang mungkin ditimbulkannya agar tidak menjadi batu sandungan atau berdampak negatif pada pekerjaan dan pendapatan.

### c. Menganalisis risiko

Mengikuti identifikasi potensi risiko yang dilakukan perusahaan, mereka perlu memahami kemungkinan terjadinya dan menganalisis tingkat risiko kegagalan dan kerusakan yang mungkin terjadi. Tujuan utama dari analisis risiko adalah untuk mendapatkan gambaran tentang setiap risiko dan bagaimana hal itu berdampak pada pekerjaan dan tujuan perusahaan.

### d. Menilai dan mengevaluasi risiko

Setelah menentukan potensi risiko dan konsekuensi yang mungkin terjadi, perusahaan harus berkonsentrasi pada kesiapannya untuk menerima risiko dan mencari cara untuk menghadapinya. Hal ini harus dilakukan dengan memberikan penilaian dan evaluasi terhadap risiko yang dihadapinya.

### e. Mengurangi risiko

Perusahaan memberikan peringkat risiko berdasarkan tingkat keparahannya dan menemukan cara untuk mengatasinya dengan segera. Untuk mencapai tujuan, perusahaan harus menggunakan berbagai jenis pengendalian risiko dalam rencana mereka. Rencana ini harus mencakup proses mitigasi risiko, strategi untuk mengurangi dan mencegah risiko, dan rencana kontinjensi.

### f. Risiko pemantauan

Perusahaan harus menyusun rencana pengurangan risiko secara teratur untuk mengetahui apakah ada perubahan yang perlu dilakukan. Mereka juga harus selalu memperhatikan risiko baru yang mungkin muncul.

g. Komunikasi dan konsultasi

Sebelum setiap langkah dalam proses manajemen risiko dapat dilakukan, proses harus dikomunikasikan dan didiskusikan dengan pemangku kepentingan.

## 2. Prinsip Manajemen Risiko

Metode identifikasi, analisis, dan pengelolaan dampak harus digunakan untuk mengantisipasi potensi bahaya bagi program operasi. Pengelolaan risiko sangat penting karena memberi organisasi kemampuan untuk mengambil risiko dengan tepat dan meminimalkan kerugian. Perusahaan dan organisasi harus mematuhi aturan manajemen risiko agar manajemen risiko berhasil.

a. Dasar-Dasar Manajemen Risiko (Leo & Susilo, 2018)

1) Menciptakan dan Melindungi Nilai

Manajemen Risiko Menciptakan dan Melindungi Nilai. Manajemen risiko meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk mencapai sasarnya dan meningkatkan persepsi publik, kualitas produk, kepemimpinan bisnis, efisiensi, operasi, keselamatan, kesehatan tempat kerja, kepatuhan hukum, dan perlindungan lingkungan.

2) Pengelolaan Risiko

Manajemen risiko merupakan komponen penting dalam operasi bisnis organisasi dan berada di bawah lingkup tanggung jawab manajemen. Ini adalah komponen penting dari prosedur proyek, organisasi, dan manajemen perubahan. Manajemen risiko merupakan bagian integral dari operasi dan tindakan organisasi yang membantu mencapai tujuannya.

3) Pengambilan keputusan melibatkan pertimbangan risiko

Ini membantu para pengambil keputusan menggunakan informasi yang selengkap mungkin untuk membuat pilihan yang lebih baik.

4) Manajemen Risiko Khususnya Mengatasi Masalah Terkait Ketidakpastian

Manajemen risiko berfokus pada cara proses pengambilan keputusan berinteraksi dengan dirinya sendiri. Jenis benda tajam dan cara penanganannya tercermin dalam pengelolaannya.

5) Manajemen risiko dilakukan secara tepat, terorganisir, dan sistematis

Pendekatan manajemen risiko ini menggunakan sifat sistematis, terstruktur, dan tepat waktu, sehingga efektif dan konsisten. Dengan melakukan ini, hasilnya dapat dibandingkan dengan hasil yang telah diberikan dan diperbaiki.

- 6) Manajemen risiko berdasarkan informasi terbaik yang tersedia  
Data dari berbagai sumber, termasuk penilaian ahli, pengamatan, pengalaman, dan perkiraan. Namun perlu diingat bahwa semua data ini memiliki kekurangan yang harus dipertimbangkan ketika membuat penilaian, terutama ketika mengembangkan model risiko dan mempertimbangkan pendapat para ahli.
  - 7) Manajemen Risiko Disesuaikan untuk Setiap Pengguna  
Tujuan organisasi, risiko yang dihadapi, dan lingkungan internal dan eksternal tempat organisasi beroperasi memerlukan penyesuaian manajemen risiko.
  - 8) Manajemen Risiko Mempertimbangkan Faktor Manusia Dan Budaya  
Manajemen risiko harus mempertimbangkan bagaimana individu baik di dalam maupun di luar bisnis memandang bisnis dan tujuannya, terutama jika mereka menghalangi atau menghambat keberhasilannya.
  - 9) Manajemen risiko harus inklusif dan transparan. untuk menjamin bahwa manajemen risiko terkini dan relevan  
Di setiap tingkat organisasi, pengambil keputusan dan pemangku kepentingan harus dilibatkan secara efektif. Hal ini penting karena hal ini dapat memberikan suara kepada para pemangku kepentingan dan memberi mereka kesempatan untuk mengungkapkan pemikiran dan kekhawatiran mereka, terutama ketika menyangkut pengembangan kriteria risiko.
  - 10) Manajemen risiko bersifat responsif terhadap perubahan, berulang, dan dinamis  
Pemahaman dan kerangka kerja manajemen risiko yang ada juga bergeser seiring dengan peristiwa-peristiwa baru yang terjadi di dalam dan di luar perusahaan. Manajemen risiko senantiasa sadar, peka, dan mampu beradaptasi terhadap perubahan.
  - 11) Manajemen risiko perlu mendukung perbaikan organisasi dan perbaikan berkelanjutan  
Perusahaan manajerial perlu terus membuat dan menerapkan rencana manajemen risiko yang lebih efektif, serta meningkatkan tingkat kematangan implementasi pada elemen organisasi lainnya.
- b. Prinsip Manajemen Risiko Menurut Leo J. & Susilo, (2018)  
Untuk meningkatkan manajemen risiko, bisnis harus mematuhi prinsip-prinsip yang diuraikan dalam ISO 31000:2018. Berikut adalah beberapa pedoman untuk manajemen risiko:

- 1) Terintegrasi  
Komponen penting dari setiap aktivitas organisasi adalah manajemen risiko terintegrasi. Tampaknya masuk akal bahwa tujuan perusahaan perlu dicapai, meningkatkan output, dan merangsang kreativitas.
- 2) Terorganisir dan Luas  
Dirancang secara menyeluruh dan terorganisir untuk manajemen risiko, sehingga menghasilkan hasil yang dapat diandalkan dan sebanding. Gagasan ini berlaku untuk bahaya yang dibawa ke dalam organisasi kita oleh organisasi lain dan juga yang ada di dalamnya.
- 3) Dapat Disesuaikan  
Prosedur dan kerangka manajemen risiko yang dapat disesuaikan dapat disesuaikan dengan kondisi internal dan eksternal perusahaan. Penyesuaian harus dilakukan terhadap tuntutan organisasi dan risiko yang harus dikendalikan untuk mencapai tujuannya.
- 4) Mencakup segalanya  
Pembenaran untuk mempertimbangkan pendapat, informasi, dan persepsi pemangku kepentingan melalui keterlibatan yang tepat dan cepat. Hasilnya, manajemen informasi dan kesadaran meningkat. Mereka perlu dilibatkan agar dapat berpartisipasi dalam proses pemantauan, peninjauan, dan konsultasi.
- 5) Dinamis  
Ketika kondisi internal dan eksternal suatu organisasi berubah, manajemen risiko mengantisipasi, mendeteksi, mengakui, dan bereaksi terhadap perubahan dan kejadian dengan baik.
- 6) Tersedia Informasi Luar Biasa  
Semua data manajemen risiko didasarkan pada pengetahuan saat ini dan kejadian di masa depan yang diantisipasi. Informasi yang tepat waktu, dapat dimengerti, dan tersedia perlu diberikan kepada pihak-pihak yang tepat. Konsep yang paling mendasar adalah bahwa penciptaan nilai mungkin menjadi tujuan manajemen risiko. Hal ini terjadi ketika kita tidak yakin tentang cita-cita yang harus dicapai oleh suatu organisasi.
- 7) Faktor Budaya dan Manusia  
Setiap tahapan manajemen risiko dipengaruhi secara signifikan oleh budaya dan perilaku manusia. Manusia dan budaya saling bergantung dan signifikan. Budaya organisasi, terkadang disebut sebagai budaya risiko, sangat penting karena mempengaruhi cara perusahaan menjalankan operasinya sehari-hari. Karena mereka harus menginspirasi semua orang di organisasi dan memberikan contoh, para pemimpin memainkan peran penting dalam situasi ini.

#### 8) Peningkatan Berkelanjutan

Ide ini meningkatkan kinerja pekerjaan terkait manajemen risiko. Buatlah rencana dan periksa. Kemajuan yang berkelanjutan ini dijadikan sebuah siklus dengan Metode Tindakan.

#### c. Prinsip Manajemen Risiko Menurut Jody Moses

Manajemen risiko bertujuan untuk meminimalkan bahaya untuk kita sendiri dan orang lain dalam berbagai situasi. Beberapa prinsip manajemen risiko yang harus diperhatikan oleh perusahaan dalam melakukan aktivitas organisasinya, diantaranya:

##### 1) *Risk Identification*

Proses mengidentifikasi potensi risiko atau kerugian terhadap hutang, aset, dan personel perusahaan dilakukan secara metodis dan berkelanjutan. Karena prosedur ini mengatasi setiap risiko yang ada atau mungkin timbul pada suatu proyek, prosedur ini bisa dibilang yang paling penting.

##### 2) *Risk Analysis*

Analisis risiko mencakup penentuan sumber risiko serta kemungkinan dan konsekuensi terjadinya risiko, serta pengumpulan data dan persiapan bantuan untuk penanganan risiko.

##### 3) *Risk Control*

Upaya untuk menerapkan pengendalian yang tepat untuk mengembalikan suatu perusahaan ke tingkat keamanan, utilitas, dan keuangan yang seimbang.

##### 4) *Risk Financing*

Cara untuk menutupi kerugian finansial yang tidak dapat dicegah oleh metode pengendalian risiko.

##### 5) *Claims Management*

Mengendalikan kerugian dengan cara mengajukan klaim untuk memulihkan kerusakan jika terjadi kerugian.

#### d. Prinsip Manajemen Risiko Menurut Leo J. & Susilo, (2018)

Sumber daya, reputasi, dan karyawan perusahaan dapat dilindungi dengan memiliki rencana manajemen risiko yang baik. Selain itu, setiap organisasi mengkomunikasikan risiko dengan cara yang berbeda, dan setiap organisasi memiliki budaya dan protokol manajemen risikonya sendiri. Namun, ketika merencanakan risiko, konteks internal dan eksternal harus diintegrasikan ke dalam proses manajemen risiko. Bagaimana setiap perusahaan atau organisasi yang mengelola risiko agak berbeda. Namun demikian, ada tujuh prinsip manajemen risiko utama

yang dapat digunakan perusahaan ketika ingin memasukkan rencana manajemen risiko ke dalam operasinya. Berikut ini adalah beberapa prinsip tersebut:

- 1) **Pastikan Risiko Diidentifikasi Sejak Dini**  
Identifikasi sumber risiko potensial dan rencanakan tindakan untuk mencegah dan menanggapi jika risiko terjadi. Setelah risiko diidentifikasi dan sumbernya ditemukan, risiko harus diukur.
- 2) **Faktor Dalam Tujuan Dan Sasaran Organisasi**  
Setiap organisasi memiliki hasil dan prioritas yang berbeda, dan ini harus dimasukkan ke dalam rencana manajemen risiko. Strategi risiko harus sesuai dengan tujuan dan budaya organisasi.
- 3) **Kelola Risiko Dalam Konteks**  
Karena setiap organisasi memiliki tingkat toleransi yang berbeda terhadap risiko, konteks sangat penting dalam mempertimbangkan risiko. Faktor-faktor seperti politik, teknologi, hukum, dan sosial, antara lain, akan mempengaruhi industri dan organisasi yang berbeda-beda. Selain itu, setiap organisasi berkomunikasi tentang risiko dengan cara yang berbeda, dan setiap organisasi memiliki budaya dan protokol manajemen risiko yang unik. Ketika suatu risiko direncanakan, proses manajemen risiko harus menggabungkan konteks internal dan eksternal.
- 4) **Melibatkan Pemangku Jabatan**  
Para pemangku kepentingan harus dilibatkan dalam proses pengambilan keputusan sepanjang proses risiko manajemen. Dengan menggunakan pemangku kepentingan untuk merencanakan risiko, perusahaan akan mengidentifikasi dan mengetahui potensi risiko yang mungkin tidak terbayangkan sebelumnya.
- 5) **Tanggungjawab dan Peran**  
Meskipun risiko manajemen dapat dilakukan oleh satu orang, seperti manajer proyek atau manajer perubahan, hal itu harus dilakukan dengan cara yang jelas dan terbuka. Selama proses manajemen risiko, semua orang harus menyadari tanggung jawab mereka untuk mengurangi risiko. Semakin banyak orang yang berpartisipasi, semakin besar peluang untuk mengelola risiko dengan cara yang inovatif dan efisien. Setiap anggota tim harus fleksibel, dinamis, dan responsif. Semua orang harus berdaya untuk menghadapi risiko pada tingkat yang sesuai dengan kemampuan mereka.

- 6) **Buat Siklus Tinjauan Risiko**  
Setelah mengidentifikasi risiko dan menetapkan strategi atau rencana untuk mengelolanya, penting untuk tidak membangun atau melupakan mentalitas. Semua risiko harus dievaluasi selama setiap langkah proses, dan jika diperlukan, intervensi atau tindakan pencegahan harus diambil, dan pemangku kepentingan harus segera diberitahu tentang perubahan.  
Berusaha Untuk Perbaiki Terus-Menerus
- 7) **Berusaha untuk mengubah cara perusahaan mengelola risiko dan memanfaatkan pengetahuan ini untuk penggunaan lebih lanjut.**
- e. **Prinsip Manajemen Risiko Menurut SBC Warburg, (2004)**  
Prinsip risiko manajemen telah ditetapkan oleh berbagai organisasi. Organisasi Standar Internasional dan Badan Pengetahuan Manajemen Proyek (PMBOK) masing-masing menetapkan dua belas prinsip manajemen risiko, yaitu:
- 1) *Organizational Context*  
Berbagai faktor lingkungan (politik, sosial, hukum, teknologi, dan sosial, dll.) mempengaruhi setiap organisasi pada tingkat yang berbeda. Misalnya, sebuah organisasi mungkin tidak terpengaruh oleh perubahan yang masuk, tetapi organisasi lain dalam industri dan lingkungan yang sama mungkin menghadapi risiko yang signifikan. Selain itu, terdapat perbedaan yang mencolok dalam hal saluran komunikasi, budaya internal, dan metode manajemen risiko. Akibatnya, manajemen risiko harus membawa nilai tambahan dan harus menjadi bagian penting dari operasi organisasi.
  - 2) *Involvement of Stakeholders*  
Pemangku kepentingan harus terlibat dalam setiap langkah proses pengambilan keputusan dalam risiko manajemen. Mereka harus diberitahu tentang semua keputusan yang dibuat, bahkan yang paling kecil sekalipun. Selain itu, penting bagi organisasi untuk memahami peran yang dapat dimainkan oleh pemangku kepentingan di setiap tahap proses.
  - 3) *Organizational Objectives*  
Ketika menghadapi risiko, penting untuk mengingat tujuan organisasi. Proses manajemen risiko harus mengatasi intimidasi. Untuk melakukannya, Anda harus menjadi terorganisir, sistematis, dan mengingat konteksnya yang luas.

#### 4) *Reporting*

Komunikasi dalam manajemen risiko adalah penting. Informasi harus divalidasi. Keputusan harus dibuat berdasarkan informasi terbaik yang tersedia, hal tersebut juga mesti dilaksanakan dengan cara yang jelas dan terbuka.

#### 5) *Roles and Responsibilities*

Untuk menjadi transparan dan inklusif, manajemen risiko harus mempertimbangkan faktor manusia dan memastikan bahwa setiap orang mengetahui peran mereka pada setiap tahap proses.

#### 6) *Support Structure*

Struktur yang mendukung pentingnya pentingnya tim manajemen risiko . Anggota tim harus aktif, rajin, dan responsif terhadap perubahan. Setiap anggota harus memiliki pemahaman yang mendalam tentang intervensinya pada setiap tahap siklus hidup proyek manajemen.

#### 7) *Early Warning Indicators*

Observasi tanda-tanda awal risiko sampai masalah menjadi masalah aktif. Hal ini dapat dicapai melalui komunikasi terus-menerus antara satu dan semua individu di setiap tingkat. Untuk menghadapi ancaman di tingkatnya, masing-masing harus diaktifkan dan diaktifkan.

#### 8) *Early Warning Indicators*

Terus memeriksa masukan untuk setiap tahap manajemen risiko: identifikasi, nilai, respons, dan pengamatan. Pengamatan yang sangat berbeda di setiap siklus membantu menemukan intervensi yang masuk akal dan menghapus yang tidak perlu.

#### 9) *Supportive Culture*

Orang akan lebih termotivasi untuk lebih berpartisipasi jika Anda memulai diskusi dan budaya pertanyaan.

#### 10) *Continual Improvement*

Menggunakan pengetahuan untuk meningkatkan dan memperluas strategi dan manajemen risiko.

### **C. USING DERIVATIVES**

Perusahaan menghadapi banyak risiko, termasuk perubahan tingkat bunga, harga saham, dan nilai tukar di pasar keuangan. Memiliki portofolio yang sangat terdiversifikasi dari saham dan utang, termasuk utang dari berbagai waktu, adalah salah satu cara paling mudah bagi seorang investor untuk mengurangi risiko keuangan mereka. Namun, untuk menurunkan risiko

yang terkait dengan komoditas dan pasar keuangan, derivatif juga dapat digunakan.

### 1. Eksposur Harga Efek

Saat efek yang dimiliki dalam portofolio investasi dan diterbitkan, perusahaan mengalami kerugian karena perubahan harga efek. Selain itu, jika mereka menggunakan utang dengan tingkat bunga mengambang untuk menambah investasi yang menghasilkan pendapatan tetap, perusahaan juga terpapar risiko. Seperti yang disebutkan sebelumnya, derivatif adalah efek yang diturunkan dari nilai aset lainnya. Dengan demikian, kontrak opsi dan futures merupakan derivatif karena nilai keduanya bergantung pada harga beberapa aset dasar. Pada bagian berikutnya, kami akan membahas lebih lanjut manfaat dari kedua jenis derivatif, yaitu futures dan swap, yang membantu mengelola risiko tertentu.

### 2. *Futures*

Untuk mendapatkan instrumen keuangan derivatif yang lebih baik, beberapa fitur depan perlu diperbaiki. Pertama, instrumen *forward* memiliki banyak kesalahan (variasi), termasuk besarnya nilai kontrak dan waktu jatuh tempo. Kedua, sampai dengan jatuh tempo, kemungkinan kerugian dan keuntungan akan diakumulasikan. Fleksibilitas ini memiliki keuntungan di satu sisi (karena dapat memenuhi berbagai kebutuhan) dan kerugian di sisi lain. Likuiditas cenderung terhambat oleh jenis kegagalan ini. Dua kekurangan ini dikurangi oleh instrumen keuangan berjangka. Secara khusus, Bursa Keuangan memperdagangkan instrumen keuangan berjangka dengan fitur standar dan mekanisme mark-to-market untuk mengurangi kerugian.

### 3. *Swap*

Pertukaran arus kas antara dua pihak disebut *swap*. Aset dapat ditata ulang melalui *swap* sehingga dapat dilakukan manajemen risiko (risiko dapat diturunkan). *swap* dapat ditingkatkan lebih lanjut untuk menghasilkan variasi *swap* yang sangat beragam. *swap* dapat dibangun, misalnya, untuk mempertukarkan arus kas yang mencakup beberapa periode waktu. Untuk menukar arus kas yang melibatkan berbagai mata uang, *swap* juga dapat dilakukan.

### 4. Eksposur Harga Komoditas

Seperti disebutkan sebelumnya, beberapa komoditas telah menciptakan pasar berjangka jauh sebelum pasar berjangka untuk instrumen keuangan digunakan. *Porter Electronics* adalah contoh yang baik dari lindung nilai inventaris karena menggunakan banyak tembaga dan sedikit logam mulia.

Asumsikan bahwa pada awal Juni 2013, *Porter* memproyeksikan bahwa 50.000 pon tembaga akan dibutuhkan pada bulan April 2014 untuk memenuhi kontrak harga tetap yang memerlukan penjualan panel surya kepada pemerintah AS. Para pemimpin porter khawatir bahwa pemogokan yang dilakukan oleh penambang tembaga *Chile* akan segera terjadi, yang dapat menaikkan harga tembaga di pasar internasional dan menyebabkan hilangnya pendapatan panel surya.

Porter harus membayar uang, tapi dia bisa membeli tembaga yang dia butuhkan untuk menyelesaikan pekerjaannya yang besar untuk penyimpanan persediaan jika hal itu dilakukan. Perusahaan juga dapat melindungi nilai mereka dari kenaikan harga tembaga di pasar berjangka. Kontrak berjangka tembaga standar sebesar 12.500 pon perdagangan di Chicago Mercantile Exchange. Oleh karena itu, Porter memiliki kemampuan untuk membeli 4 kontrak pengiriman pada bulan April 2014. Pada awal bulan Juni, kontrak-kontrak ini dijual seharga \$1,52825 per pon, dan harga spotnya adalah \$1,5265 pada hari yang sama. Jika harga tembaga terus meningkat selama sebelas bulan berikutnya, nilai posisi jual Porter dalam tembaga akan meningkat, menghapus sebagian dari kenaikan harga. Porter pasti akan kehilangan kontrak pasar berjangka jika harga tembaga turun. Namun, bisnis ini akan menghasilkan lebih banyak uang daripada yang diperkirakan dari penjualan panel surya karena akan membeli tembaga di pasar spot pada harga yang lebih murah. Dengan demikian, melindungi nilai tembaga di pasar berjangka akan mengunci harga bahan baku dan menghilangkan risiko yang mungkin dihadapi perusahaan jika tidak. Banyak perusahaan manufaktur lainnya, seperti Alcoa yang memproduksi aluminium dan Archer Daniels Midland yang memproduksi gandum, secara teratur menggunakan pasar berjangka untuk mengurangi risiko yang disebabkan oleh volatilitas harga input.

##### 5. Penggunaan Dan Penyalahgunaan Derivatif

Sebagian besar berita baru tentang derivatif dikaitkan dengan malapetaka ekonomi. Keuntungan derivatif jarang dibicarakan. Tetapi karena keuntungan disebarkan, lebih dari sembilan puluh persen perusahaan besar di Amerika Serikat menggunakan derivatif secara teratur. Para investor dan analis yang berpengalaman di pasar saat ini menuntut agar bisnis menggunakan derivatif untuk melindungi mereka dari risiko tertentu. Misalnya, karena Cone Mills, perusahaan tekstil yang berbasis di Carolina Utara, tidak melakukan lindung nilai eksposurnya terhadap perubahan harga kapas, Prudential Securities mengurangi perkiraan labanya untuk perusahaan tersebut. Contoh ini mengarah pada kesimpulan bahwa sebuah perusahaan

harus melakukan melindungi nilai atas risikonya jika dapat melakukannya dengan aman dan tidak mahal.

Peningkatan nilai sering disebut sebagai penggunaan derivatif yang "baik", ekonometrik yang menggunakan derivatif sering kali dianggap sebagai penggunaan "buruk". Orang-orang dan lembaga-lembaga tertentu mempunyai kemampuan untuk menghadapi bahaya yang terkait dengan ekonometrik dengan derivatif, tetapi orang lain tidak cukup sadar tentang risiko yang mereka ambil atau tidak seharusnya mereka ambil sejak awal. Sebagian besar orang akan setuju bahwa bisnis hanya harus menggunakan derivatif untuk melindungi nilai atas risiko, bukan berharap untuk meningkatkan keuntungan. Ingatlah bahwa Procter & Gamble menunjukkan dalam laporan tahunannya bahwa ia menggunakan derivatif untuk melindungi perusahaan dari berbagai risiko. Ini ditampilkan dalam sketsa pembukaan bab ini. Perusahaan menekankan bahwa mereka tidak menggunakan derivatif untuk tujuan spekulatif. Dengan melindungi nilai, manajer dapat fokus pada bisnis utama mereka tanpa khawatir tentang tingkat bunga, mata uang, dan harga komoditas. Namun, jika perlindungan nilai tidak dilakukan dengan benar atau jika departemen keuangan perusahaan ingin melaporkan pengembalian yang tinggi dengan menggunakan derivatif untuk tujuan spekulasi, masalah akan muncul dengan cepat.

#### **LATIHAN SOAL:**

1. Apa arti istilah "lindung nilai"? Dan berikan ilustrasinya!
2. Jelaskan apa yang dimaksud dengan sekuritas derivatif!
3. sebutkan 2 instrumen yang ada pada sekuritas derivatif!
4. sebutkan keuntungan dan kerugian opsi!
5. Apa kegunaan derivatif bagi perusahaan?
6. Apa perbedaan antara penggunaan derivatif untuk lindung nilai dan untuk tujuan spekulatif?
7. Apa yang dimaksud dengan manajemen resiko? dan Bagaimana manfaat dari mengimplementasi manajemen resiko terhadap Perusahaan?
8. Bagaimana proses manajemen resiko?
9. Jelaskan dasar-dasar Manajemen Risiko Leo J. Susilo, Victof Riwu Kaho ISO 31000?
10. Apa tujuan manajemen risiko Menurut Jody Moses?



## DAFTAR PUSTAKA

- Adnyana, I. M. (2020). *Manajemen Investasi Dan Portofolio*. Lembaga Penerbitan Universitas Nasional (LPU-UNAS).
- Ahmed, R., & Kausar, A. M. (2015). *Investment\_Banking. The Institute of Bankers, Bangladesh (IBB)*.
- Alexandri. (2008). *Menejemen Keuangan Bisnis*. Alfabeta.
- Aprita, S. (2021). *Hukum Surat-Surat Berharga (Cetakan 1)*. CV. Amanah.
- Arifin, A. Z. (2018). *BUKU Manajemen Keuangan*. <https://doi.org/10.17605/OSF.IO/83U7Z>
- Armiyati, L. (2022). *Depresi Hebat Di Amerika Serikat*.
- Arniwita, Kurniasih, E. T., Abriyoso, O., & Wijayantini, B. (2021). *Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi (Cetakan 1)*. Insan Cendekia Mandiri.
- Astawinetu E. (2020). *Teori dan Praktek Manejemen Keuangan*.
- Atmaja, L. S. (2008). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Jakarta: Andi.
- Azwad, A. N. (2021). *Aspek Hukum Atas Penerbitan Waran Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu Sebagai Cara Pembayaran Utang Emiten Pasar Modal Indonesia*. <https://scholarhub.ui.ac.id/dharmasisya>
- Balkevicus, A., Sanctuary, M., & Zvirblyte, S. (2019). *Fending off waste from the west: The impact of China's Operation Green Fence on the international Waste Trade*.
- Blocher, E. J., Chen, & Lin. (1999). *Manajemen Biaya (Buku 1)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance (13th ed.)*. McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2007). *Intermediate financial management*. Thomson/South-Western.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2012). *Intermediate Financial Management (Edisi 8)*. Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1997). *Financial Management Theory and Practice*. The Dryden Press.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2018). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Edisi 14)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Dasar - Dasar Manajemen Keuangan (M. Masykur & Y. Setyaningsih, Eds.; 14th-Buku 2nd ed.)*. Salemba Empat.

- Brigham, E. F., & Houtson, J. F. (2011). *Buku Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Essential of Financial Management*. Salemba Empat.
- Case, K. E., & Fair, R. C. (2021). *Prinsip-Prinsip Ekonomi edisi 8, jilid 1*. Erlangga.
- Darmawan. (2021). *Keuangan Perusahaan*. FEBI UIN Sunan Kalijaga.
- Darmawan. (2022). *Manajemen Keuangan Internasional* (Amalia Shendy, Ed.; 2nd ed.).
- Douglas, Emery., & John, F. (1997). *Corporate Financial Management, International Edition*. New Jersey, Prentice Hall.
- Dr. Mahmud M. Hanafi, M. B. A. (2018). *Manajemen Keuangan Edisi 2* (2nd ed.). BPFE-YOGYAKARTA.
- Draho, J. (2004). *The IPO Decision: Why and how Companies Go Public*. Edward Elgar Publishing.
- Efendi, M. J., & Dewianawati, D. (2021). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Bintang Pustaka Madani.
- Fabozzi, F. J. (2003). *Manajemen Investasi* (2nd ed.).
- Fahmi, I. (2014). *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Fahmi, I. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Fajri, M. B., Putro, G. M. H., Bait, J. F., & Meigasyara, I. (2023). What Factors Affect Hedging? Empirical Evidence from Indonesia. *MEIC-J (Management and Economics Journal)*, 7(1), 21–42. <https://doi.org/10.18860/meic-j.v7i1.19277>
- Firmansyah, A., Andriani, A. F., Mahrus, M. L., Febrian, W., & Jadi, H. P. (2021). Biaya Modal Perusahaan di Indonesia: Tanggung Jawab Sosial dan Tata Kelola Perusahaan. *Jurnal Ekonomi*, 26(3), 361. <https://doi.org/10.24912/je.v26i3.796>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles Of Managerial Finance* (Edisi 14). Global Edition.
- Halim, A., Mamduh, M., & Hanafi. (2009). *Analisis Laporan Keuangan*. UPP STIM YKPN.
- Hanafi, M. M. (2015). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFEYogyakarta.
- Hanafi, M. M. (2018). *Manajemen Keuangan* (Edisi 1). Yogyakarta: BPFE UGM.
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2016). *Analisis Laporan Keuangan Edisi ke5*. UPP STIM YKPN.
- Hanafi, Mamduh, M., & Halim, A. (2014). *Analisis Laporan Keuangan, Edisi Tujuh*. UPP STIM YKPN.
- Hanafi. (2003). *Analisa Laporan Keuangan. Edisi Revisi*. UPP AMP YKPN.
- Harahap, A. P., Hasibuan, R. R., & Candanni, L. R. (2020). Peluang dan Tantangan Initial Public Offering (IPO) Pada Perusahaan Start-Up di

- Indonesia. *IJIEB: Indonesian Journal of Islamic Economics and Business*, 5(2), 30–45.
- Hariato, F., & Sudomo, S. (2001). *Perangkat dan Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT. Bursa Efek Indonesia.
- Harnanto, H. Y. (2000). *Akuntansi Keuangan Lanjutan, Edisi pertama*. BPFE.
- Herispon, H., Tinggi, S., & Riau, I. E. (2018). *Manajemen Keuangan li (Financial Management li) Edisi Revisi*. <https://www.researchgate.net/publication/326414074>
- Hery. (2016a). *Analisis Laporan Keuangan*. PT Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Indira, I., Nisa, L., Dedyansyah, A.F., Salukh, A. and Putro, G.M.H. (2024). Ukuran perusahaan memoderasi pengaruh leverage pada tax avoidance. *Jurnal Ilmiah Raflesia Akuntansi* 10(1), pp. 256–264. doi: <https://doi.org/10.53494/jira.v10i1.392>.
- Irawati, S. (2006). *Manajemen Keuangan*. Bandung: Pustaka.
- Kadafi, M., & Rimawan, B. M. (2021). *Analisis Pengaruh Degree of Operating Leverage (Dol) Terhadap Return On Asset (Roa) Pada PT. Indo Kordsa TBK. 3*.
- Kasmir. (2010). *Pengantar Manajemen Keuangan edisi dua*. Prenada Media.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. PT Raja Grafindo Persada.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. PT Raja Grafindo Persada.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2018). *Intermediate Accounting (16th ed.)*. Wiley.
- Kordestani, G. (2011). Ability of Combinations of Cash Flow Components to Predict Financial Distress. *Business: Theory and Practice*, 12(3).
- Lam., James., & Wiley. (2004). *Enterprise Risk Management*.
- Lariba, A. R.-J. of I. E. (2011). Analisis Kerangka Regulasi Model Syariah Governance Lembaga Keuangan Syariah di Indonesia. *Uii.Ac.Id*, 19(1). <https://journal.uii.ac.id/JIELariba/article/view/3711>
- Leo J., & Susilo, V. R. Kaho. (2018). Risk Management. *BSI Standards Limited: BS ISO 31000*.
- Lizal, L. (2002). *Determinants of Financial Distress: What Drives Bankruptcy in a Transition Economy? The Czech Republic Case*. 451.
- Margaretha, F. (2011). *Manajemen Keuangan Untuk Manajer Non Keuangan*. Erlangga.
- Melia, Y., Bisnis, R. D.-J., & A. K. D. (2020). Analisis Predeksi Kebangkrutan dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score. *Pcr.Ac.Id*.
- Mellynia, M. A., Nugroho, A. A., & Zuhri, N. (2023). Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham, Abnormal Return dan Trading Volume Activity pada Perusahaan Jasa Sub Sektor Telekomunikasi yang

- Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *SINOMIKA Journal: Publikasi Ilmiah Bidang Ekonomi Dan Akuntansi*, 1(5), 1041–1056. <https://doi.org/10.54443/sinomika.v1i5.558>
- Misra, I., Hakim, S., & Pramana, A. (2020). *Manajemen risiko pendekatan bisnis ekonomi syariah*.
- Mudrika Berliana As Sajjad., Salsabila Dea Kalista., Mualif Zidan., & Johan Christian. (2020). Analisis Manajemen Risiko Bisnis. *Jurnal Akuntansi Universitas Jember*, 18(1).
- Mutammimah, M., Bisri, A. S., Hariyanto, A., & Malik, N. M. (2021). MERGER DAN AKUISISI. *Muhasabatuna: Jurnal Akuntansi Syariah*, 3(2), 001–009. <https://doi.org/https://doi.org/10.54471/muhasabatuna.v3i2.1171>
- Niansyah, F. I. W., Indriana, P., & Firmansyah, A. (2018). Pemanfaatan Instrumen Derivatif Di Indonesia Dan Perbandingan Standar Akuntansi Terkait Derivatif . *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 6(2), 140-152., 6(2), 140–152.
- Nindi, L. R., Puspita, V., & Yuliari, K. (2020). Analisis Struktur Modal Yang Optimal Pada Perusahaan Rokok Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2018. *Jurnal Cendekia Akuntansi*, 1(2).
- Nosita, F., & Jusman, J. (2019). Financial Distress Dengan Model Altman Dan Springate. *Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis*, 20(2).
- Noviananda, R., & Juliarto, A. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Corporate Governance Terhadap Harga Pasar Saham. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 8(4), 1–12.
- Nurchayanti, W. (2015). Studi Komparatif Model Z-score Altman, Springate, dan Zmijewski Dalam Mengindikasikan Kebangkrutan Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Artikel Ilmiah Akuntansi FE Universitas Negeri Padang*.
- Outreville, J. F. (1998). Theory and Practice of Insurance. 1st editions. *Springer Science, Business Media*, 15–40.
- Patria, A. (2020). S\_SEJ\_1703142\_Chapter1 (1). *Krisis Malaise Amerika Serikat: Kebijakan Pemerintahan Herbert Hoover Mengatasi Krisis 1929-1933*.
- Pihadi, T. (2011). *Analisis Laporan Keuangan Lanjutan Proyek dan Valuasi*. PPM.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2007). Predicting corporate Financial Distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2). <https://doi.org/10.1007/bf02755985>
- PSAK 73. Dewan Standar Akuntansi Keuangan, Ikatan Akuntan Indonesia.
- Putri, R. A. P., & Nefi, A. (2024). Keabsahan Akta Notaris Melalui Tindakan Hostile Takeover Pada Perseroan Terbatas Terbuka. *JUSTISI*, 10(1), 202–224. <https://doi.org/10.33506/js.v10i1.2884>

- Putro, G. M. H., Bait, J. F., & Kusumaningtyas, D. P. (2022). Harga Saham : Efek Likuiditas dan Leverage. *Journal of Economics, Management, and Business Research*, 3(1), 366–372.
- Putro, G.M.H., Astuti, S.Y., Mas’adah, N., Imawan, A., Febrianti, D., Megasyara, I. and Wany, E. (2023). Faktor yang mempengaruhi harga saham: bukti empiris dari Indonesia. *Journal of Culture Accounting and Auditing* 2(2), pp. 105–112. Available at: <http://journal.umg.ac.id/index.php/jcaa>.
- Putro, G.M.H., Febrianti, D., Imawan, A., Megasyara, I., Mas’adah, N. and Astuti, S.Y. (2024). Taxpayers comply in paying land and building taxes (case study in Lamongan Regency). *Sang Pencerah* 10(1). Available at: <https://jurnal-umbuton.ac.id/index.php/Pencerahhttps://doi.org/10.35326/pencerah.v10i1.4900>.
- Putro, G.M.H. and Wany, E. (2021). Dividend policy sebagai intervening hubungan rasio keuangan terhadap firm value di BEI. *Jurnal Akuntansi Integratif* 7(1), pp. 44–63.
- Putro, G.M.H.P., Fajri, M.B. and Indira, I. (2022). Tax aggressiveness: peran moderasi CSR pada Perusahaan Manufaktur. *Moneter: Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 9(2),
- PWC: Equipment Lease Tax Benefits (2022).
- Qintharah, Y. N. (2019). Perancangan Penerapan Manajemen Risiko. *JRAK: Jurnal Riset Akuntansi Dan. Komputerisasi Akuntansi*, 10(1).
- Riau I. (2019). *Cost Of Capital (Biaya Modal)*.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE.
- Riyanto, B. (2013). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan* (Edisi 4). Yogyakarta: BPFE.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2018). *Fundamentals of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Rudianto. (2013). *Akuntansi Manajemen Informasi untuk Pengambilan Keputusan Strategis*. Erlangga.
- Rukmawanti, L., Enas, E., Lestari, M. N., Ekonomi, F., & Galuh, U. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Suatu Studi Pada PT. Indofood Sukses Makmur Tbk Tahun 2008-2017). *Bussines Management and Entrepreneurship Journal*, 1.
- Rustam, M. (2015). Penentuan Struktur Modal Optimal Pada Perusahaan Sektor Properti, Real Estate, dan Kontruksi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. In *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan* (Vol. 4, Issue 1).
- Saad, B., & Abdillah, A. F. (2019). Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Audit Tenure, Dan Financial Distress Terhadap Integritas Laporan Keuangan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 15(1).

- Sartono, R. M. A. (2001). *Manajemen keuangan : Teori dan Aplikasinya: Vol. xii* (Edisi 1). Yogyakarta: BPFE.
- Sawir, A. (2003). *Analisis kinerja keuangan dan perencanaan keuangan perusahaan*. Gramedia pustaka utama.
- SBC Warburg. (2004). *The Practice of Risk Management, Euromoney Book*.
- Setiyono, E., Riset, L., & A.-J. I. (2016). Pengaruh kinerja keuangan dan ukuran perusahaan terhadap return saham. *Jurnal Mahasiswa Stiesia. Ac. Id*. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/329>
- Sholikhadi, L. M., & Yahya. (2016). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Kosmetik Dan Keperluan Rumah Tangga Di BEI. *Jurnal Riset Dan Ilmu Manajemen*.
- Siswanto, E. (2021). *Manajemen Keuangan Dasar: Vol. x* (Cetakan 1). Malang: Universitas Negeri Malang.
- Sjahrial, D. (2015). *Manajemen Keuangan Lanjutan. Edisi Revisi*. Mitra Wacana Media.
- Spanakis, M., Patelarou, A., Patelarou, E., & Tzanakis, N. (2021). Drug interactions for patients with respiratory diseases receiving covid-19 emerged treatments. *In International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(21).
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sulistio, T. (2015). *Panduan IPO (Go Public)*.
- Sumolang, R. J., Mangindaan, J. V., & Keles, D. (2021). Analisis Prediksi Kebangkrutan Perusahaan Properti Yang Terdaftar di BEI Dengan Model Altman Z-Score. *In Productivity*, 2(1). <http://www.idx.co.id>.
- Suseno, P. (2021). *Modul 1: Konsep Dasar Manajemen Risiko* (Edisi 1). EKSA4401.
- Syamsuddin, L. (2016). *Manajemen Keuangan Perusahaan: Vol. xviii* (Cetakan 12). Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Triyonowati, & Maryam, D. (2022). *Buku Ajar Manajemen Keuangan II*. Indomedia Pustaka. [www.indomediapustaka.com](http://www.indomediapustaka.com)
- Untung, B. (2019). *Hukum Merger* (G. Rizky, Ed.; 1st ed.). Andi.
- Van Horner, J. C., & Wachowicz, Jr., J. M. (2017). *Prinsip - Prinsip Manajemen Keuangan* (E. S. Suharsi & T. E. Selemba, Eds.; 13th-Buku 2nd ed.). Salemba Empat.
- Weston, J. F., & Eugene F. B. (2000). *Dasar-Dasar- Manajemen Keuangan, terjemahan Jaka Wasana & Korbrandoko*. Liberti.
- Wibowo, A. (2022). *Penganggaran Belanja (Budgeting)*. Yayasan Prima Agung Teknik.

- Widiarti, S. (2020). *Artikel Ilmiah Analisis Konsep Biaya Modal (Cost of Capital)*.
- Widioatmodjo, S. (2015). *Pengetahuan Pasar Modal Untuk Konteks Indonesia*. Elex Media Komputindo.
- Widiyanti, W. (2020). Pengaruh Kemanfaatan, Kemudahan Penggunaan dan Promosi terhadap Keputusan Penggunaan E-Wallet OVO di Depok. *Moneter. Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 7(1). <https://doi.org/10.31294/moneter.v7i1.7567>
- Widjajanto, F. N., Kristanto, A. B., & Rita, M. R. (2020). Forward Looking Disclosure Index: Komparasi Prediksi Kebangrutan Perusahaan. *Jurnal Benefita*, 5(1).
- Wiyono, W. M. (2021). Dampak Merger 3 (Tiga) Bank Syariah Bumh Terhadap Perkembangan Ekonomi Syariah. *Cakrawala Hukum: Majalah Ilmiah Fakultas Hukum Universitas Wijayakusuma*, 23(1), 65–73. <https://doi.org/https://doi.org/10.51921/chk.v23i1.142>
- Yunus, H. (2009). *Akuntansi Keuangan Lanjutan*. BPFE.



## GLOSARIUM

- *After tax cost*: Biaya setelah pajak
- *Average tax rate*: Tarif pajak rata-rata
- *Average brokerage cost*: Biaya perantara rata-rata
- *Average tax rate of stock holders*: Tarif pajak rata-rata pemegang saham
- *Business risk*: Resiko bisnis
- *Before tax cost*: Biaya sebelum pajak
- *Brokerage cost*: Biaya perantara
- *Book value weighth*: Bobot nilai buku
- *Capital gain*:Keuntungan dalam bentuk uang
- *Cost of debt*:Biaya hutang
- *Capital structure*:Struktur modal
- *Capital budgeting*:Penganggaran modal
- *Cost of preferred stock*:Biaya saham preferen
- *Cost of common stock*:Biaya saham biasa
- *Cost of retained earning*:Biaya penghasilan yang dilatih ulang
- *Dividen income*:Pendapatan dividen
- *Depreciated-generated funds*:Dana yang dihasilkan disusutkan
- *Earnings per share*: Laba per saham
- *Earnings before interest and taxes*: Laba sebelum bunga dan pajak
- *Financial risk*:Resiko keuangan
- *Floatation cost*:Biaya pengapungan
- *Hurdle cost* :Biaya rintangan
- *Historical weighth*:Bobot sejarah
- *Interest rate risk*:Resiko suku bunga
- *Leverage*:Manfaat
- *Market value*:Nilai pasar
- *Marginal weighth*:Berat marjinal
- *Marketability risk*:Resiko pemasaran
- *Market value weighth*:Bobot nilai pasar
- *Marginal Weigth Cost of Capital*:Biaya modal bobot marjinal
- *Net proceeds*:Hasil bersih

- *Personal income tax rate*: Tarif pajak penghasilan pribadi
- *Rate of return*: Tingkat pengembalian
- *Risk-free rate*: Tingkat bebas resiko
- *Risk premium*: Premi resiko
- *Rate of growth*: Tingkat pertumbuhan
- *Stock market index* : Indeks pasar saham
- *Trade-off*: Menjualkan
- *Term of bond*: Jangka waktu obligasi
- *Under pricing cost*: Dibawah biaya penetapan harga
- *Under writing cost*: Dibawah biaya penulisan
- *Weighted average cost of capital*: Biaya rata-rata tertimbang
- *Yield*: Menghasilkan

## PROFIL PENULIS

### **Guruh Marhaenis Handoko Putro, S.Ak., M.Ak., CPTT.**



Penulis lahir di Lamongan, 13 Desember 1995. Melanjutkan S1 Akuntansi pada tahun 2019-2021, kemudian menempuh pendidikan Magister Akuntansi di Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Wijaya Kusuma Surabaya. Pada Tahun 2024 penulis memperoleh sertifikasi dari Lembaga Sertifikasi Profesi dalam bidang Certified Profesional Tax Technician. Saat ini penulis menjadi Dosen S1 Akuntansi di Universitas Muhamamdiyah Lamongan sejak tahun 2022 sampai sekarang. Penulis memiliki konsentrasi dalam beberapa bidang ilmunya diantaranya Akuntansi Keuangan, Perpajakan dan Akuntansi Sektor Publik. Selain berfokus dalam kegiatan pengajaran peneliti juga aktif melakukan kegiatan penelitian dan pengabdian masyarakat. Email Penulis: [guruhputra127@gmail.com](mailto:guruhputra127@gmail.com) & [guruhmhp@umla.ac.id](mailto:guruhmhp@umla.ac.id)

### **Dr. Eva Wany, S.E., M.Ak., CSRS.**



Penulis lahir di Maluku Tengah, 13 Agustus 1981. Penulis menyelesaikan pendidikan Strata 1 (S1) di Universitas Gajayana Malang pada tahun 2003, Strata 2 (S2) di Universitas Airlangga Surabaya tahun 2010 dan Strata 3 (S3) di Universitas Airlangga pada tahun 2022. Saat ini penulis adalah peneliti aktif yang telah menerbitkan hasil buah pemikirannya baik ditingkat nasional dan internasional, serta menjadi reviewer di beberapa jurnal yang terindeksasi nasional dan internasional. Penulis adalah Dosen Dpk. Lldikti Wilayah VII Surabaya di Univeritas Wijaya Kusuma Surabaya sejak tahun 2004. Selain berfokus dalam kegiatan tri dharma perguruan tinggi, penulis juga merupakan seorang praktisi bidang sustainability lingkungan dengan ikut serta dalam mengkaji dan membuat laporan CSR dan SR beberapa perusahaan di Indonesia, sebagai Asesor kompetensi perpajakan BNSP, dan memiliki sertifikasi di bidang keuangan dari lembaga internasional. Email Penulis: [evawany@uwks.ac.id](mailto:evawany@uwks.ac.id) & [evawany.winarto@gmail.com](mailto:evawany.winarto@gmail.com)

**Iman Supriadi, S.T., M.M.**

Penulis lahir di Tegal, 26 Oktober 1983. Mendapat gelar Sarjana Teknik Industri dari Universitas W.R. Supratman. Menempuh pendidikan magister di STIE Mahardhika Surabaya untuk Program Studi Magister Manajemen Keuangan. Saat ini, menjadi Dosen Tetap Program Studi Akuntansi, STIE Mahardhika Surabaya. Saat ini penulis juga aktif dalam bidang penelitian dan olah data baik yang

berkaitan dengan data riset keuangan dan data non keuangan.

Email Penulis: [supriiman91@gmail.com](mailto:supriiman91@gmail.com) & [iman@stiemahardhika.ac.id](mailto:iman@stiemahardhika.ac.id)

**Devi Febrianti, S.E., M.S.A., CTA., ACPA.**

Penulis lahir di Pasuruan, 9 Februari 1992. Penulis lulus tahun 2010 di SMAN 2 Pasuruan dan melanjutkan S1 Akuntansi di Universitas Muhammadiyah Malang. Tahun 2015 penulis melanjutkan pendidikan Magister Sains Akuntansi di Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya. Riwayat pekerjaan penulis, pernah bekerja di PT Jati Propertindo Nusantara sebagai *accounting* pada tahun 2015 – 2016 dan bekerja di STIE Surakarta

sebagai Dosen Akuntansi pada tahun 2019. Penulis juga pernah menjadi Trainer dalam kegiatan Short Course Akuntansi Keuangan Pendidikan tahun 2023. Saat ini penulis menjadi Dosen S1 Akuntansi Universitas Muhammadiyah Lamongan sejak tahun 2019 sampai saat ini. Sertifikasi profesi yang penulis miliki adalah *Certified Teaching Auditing* (CTA) dan *Associate Certified Public Accountant of Indonesia* (ACPA). Penulis memiliki konsentrasi dalam beberapa bidang ilmunya diantaranya Sistem Informasi Akuntansi, Akuntansi Keprilakuan, Akuntansi Keuangan, Perpajakan dan Akuntansi Manajemen. Selain berfokus dalam kegiatan pengajaran penulis juga aktif melakukan kegiatan penelitian dan pengabdian masyarakat. Email Penulis: [devifebrianti92@gmail.com](mailto:devifebrianti92@gmail.com)

**Ira Megasyara, S.E., M.Ak.**

Penulis lahir di Bojonegoro, 25 Agustus 1992. Saya lulus tahun 2010 di Madrasah Aliyah Negeri 1 Model Bojonegoro dan melanjutkan S1 Akuntansi di Universitas Negeri Surabaya. Tahun 2015-2017 menempuh pendidikan Magister Akuntansi di Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Jatim. Riwayat pekerjaan Saya pernah bekerja di Kantor Akuntan

Publik Drs. Gunardi Noerwono pada tahun 2015 - 2017 sebagai konsultan pajak junior. Dan Bekerja di Institut Akuntan Publik Indonesia (IAPI) tahun 2019-2020. Menjadi Trainer dalam kegiatan Short Course Akuntansi Keuangan Pendidikan tahun 2023. Saat ini Saya menjadi Dosen S1 Akuntansi Universitas Muhammadiyah Lamongan sejak tahun 2020 sampai sekarang dan menjadi Anggota Divisi Audit di Lembaga Pembina dan Pengawasan Keuangan (LPPK) Jatim periode 2023-2027.

Email Saya: [iramegasyara@gmail.com](mailto:iramegasyara@gmail.com)

**Amrizal Imawan, S.E., MSA.**

Penulis lahir di Lamongan, 10 Januari 1992. Penulis menempuh pendidikan Magister Akuntansi di Pascasarjana Fakultas ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang Pada Tahun 2019. Saat ini penulis menjadi Dosen S1 Akuntansi di Universitas Muhammadiyah Lamongan sejak tahun 2019 sampai sekarang. Penulis memiliki konsentrasi dalam beberapa bidang ilmunya diantaranya Akuntansi Keuangan,

Akuntansi Manajemen dan Akuntansi Sektor Publik. Selain berfokus dalam kegiatan pengajaran peneliti juga aktif melakukan kegiatan penelitian dan pengabdian masyarakat. Email Penulis: [amrizal.imawan10@gmail.com](mailto:amrizal.imawan10@gmail.com)

**Ninik Mas'adah, S.E., M.Ak.**



Penulis lahir di Lamongan, 22 Februari 1987. Penulis lulus tahun 2005 di SMA Pancamarga Lamongan dan melanjutkan S1 Akuntansi di STIE KH. AKHAD DAHLAN Lamongan. Tahun 2010-2012 menempuh pendidikan Magister Akuntansi di Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Wijaya Kusuma Surabaya. Saat ini penulis menjadi Dosen S1 Akuntansi di Universitas Muhammadiyah Lamongan sejak tahun 2019 sampai sekarang. Penulis memiliki konsentrasi dalam beberapa bidang ilmunya diantaranya Akuntansi Keuangan dan Ilmi Ekonomi. Selain berfokus dalam kegiatan pengajaran peneliti juga aktif melakukan kegiatan penelitian dan pengabdian masyarakat. Email Penulis: [ninikmasadah6@gmail.com](mailto:ninikmasadah6@gmail.com)

**Suryani Yuli Astuti, S.E., M.M.**



Penulis terlahir 47 tahun yang lalu sebagai anak kedua seorang guru sekaligus pendakwah dari Kota Soto Lamongan Jawa Timur dengan beberapa rancangan tulisan buku namun sampai akhir hayat ayahnya belum pernah mempublikasikan karya tulisnya. Bermotivasi tekad dan keinginan untuk bergabung dalam penulisan buku berharap dapat belajar dan berbagi ilmu bersama sebagai upaya mewujudkan cita-cita sang ayah. Menjalani profesi sebagai seorang dosen pada Universitas Muhammadiyah Lamongan mendapatkan dukungan penuh dari pimpinan bagi dosen yang berkarya tulis, melakukan penelitian dan pengabdian kepada masyarakat. Beberapa kali menerima hibah penelitian dan pengabdian masyarakat menjadikan tantangan untuk selalu berkarya dan bermanfaat untuk orang lain. Email Penulis: [9suryani1976.ya@gmail.com](mailto:9suryani1976.ya@gmail.com)

# *Manajemen* **KEUANGAN TERAPAN**

**B**uku ini menggali konsep-konsep inti dalam manajemen keuangan yang relevan dengan dunia nyata. Mulai dari dasar-dasar perencanaan keuangan hingga strategi pengelolaan risiko dan investasi, pembaca akan dibimbing melalui langkah-langkah praktis untuk mengelola keuangan secara efektif dalam berbagai konteks bisnis. Penulis tidak hanya membahas teori, tetapi juga memberikan studi kasus dan aplikasi praktis yang mengilustrasikan bagaimana teori dapat diterapkan dalam keputusan keuangan sehari-hari. Buku ini cocok sebagai panduan bagi profesional keuangan, manajer, dan siapa pun yang ingin memperdalam pemahaman mereka tentang bagaimana mengelola keuangan perusahaan dengan cara yang tepat dan efisien.