

Atma Hayat Hamdani Iqlima Azhar  
M Nur Yahya Cut Delsie Hasrina Yuli Ardiany  
Yessi Rinanda Nurlaila Arfan Ikhsan Muhamad Yamin Noch

# MANAJEMEN KEUANGAN

BUKU SATU



Kata Sambutan  
Dr. Lilis Maryasih., SE., M.Si., Ak., CA  
Sekretaris Dewan Pimpinan Wilayah (DPW) ADAI Aceh

# MANAJEMEN KEUANGAN 1

Atma Hayat  
Hamdani  
Iqlima Azhar  
M Nur Yahya  
Cut Delsie Hasrina  
Yuli Ardiany  
Yessi Rinanda  
Nurlaila  
Arfan Ikhsan  
Muhamad Yamin Noch

Manajer Penerbitan dan Produksi : Dedi Hendrawan  
Koordinator Penerbitan dan Produksi : Fahrurrozi  
Editor : Hendra Harmain  
Copy Editor : Wasidi  
Tata Letak : Arfan Ikhsan  
Desain Sampul : Tim Madenatera



**MADENATERA**

email : madenateranews@gmail.com  
website: www.madenatera.org

Hak Cipta © 2021, Pada Penerbit  
Jl. Bromo Komplek Bromo Bisnis Center (BBC) No. 43 Medan  
Website : <http://www.penerbitmadenatera.co.id>  
Email: arf\_79lbs@yahoo.com; madenateranews@gmail.com  
Contact person: 081370062009 ; 08566202573; 085270361300

**Hak cipta di lindungi undang-undang.** Dilarang memperbanyak sebagian atau seluruh isi buku ini dalam bentuk apapun, baik secara elektronis maupun mekanis, termasuk tidak terbatas pada memfotokopi, merekam, atau dengan menggunakan sistem penyimpanan lainnya, tanpa izin tertulis dari Penerbit.

## UNDANG-UNDANG NOMOR 28 TAHUN 2014 TENTANG HAK CIPTA

1. Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta yang meliputi penerjemahan dan pengadaptasian Ciptaan untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama **3 (tiga) tahun** dan/atau pidana denda paling banyak **Rp500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah)**.
2. Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta yang meliputi penerbitan, penggandaan dalam segala bentuknya, dan pendistribusian Ciptaan untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama **4 (empat) tahun** dan/atau pidana denda paling banyak **Rp1.000.000.000,00 (satu miliar rupiah)**.
3. Setiap Orang yang memenuhi unsur sebagaimana dimaksud pada poin kedua di atas yang dilakukan dalam bentuk pembajakan, dipidana dengan pidana penjara paling lama **10 (sepuluh) tahun** dan/atau pidana denda paling banyak **Rp4.000.000.000,00 (empat miliar rupiah)**.

Manajemen Keuangan 1 : Atma Hayat; Hamdani; Iqlima Azhar; M Nur Yahya; Cut Delsie Hasrina; Yuli Ardiany; Yessi Rinanda; Nurlaila; Arfan Ikhsan; Muhamad Yamin Noch

—Medan: Madenatera, 2021  
1 jil., 202 hlm., 17,5 × 25,5 cm

I S B N 978-602-

1. Akuntansi  
I. Judul

2. Manajemen Keuangan 1  
II. Atma Hayat; Hamdani; Iqlima Azhar; M Nur Yahya; Cut Delsie Hasrina; Yuli Ardiany; Yessi Rinanda; Nurlaila; Arfan Ikhsan; Muhamad Yamin Noch

## **KATA SAMBUTAN**

Seiring dengan perkembangan ilmu pengetahuan di Bidang Akuntansi dan Bidang Manajemen khususnya Manajemen Keuangan maka sangatlah dibutuhkan adanya buku-buku baru yang berkaitan dengan Manajemen Keuangan untuk digunakan oleh Dosen dan Mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis baik tingkat sarjana maupun diploma.

Dengan terbitnya buku Manajemen Keuangan yang ditulis oleh Atma Hayat dan kawan-kawan dapat menambah referensi buku Manajemen Keuangan yang sudah ada. Buku ini bertujuan untuk menambah wawasan bagi para pembacanya tentang bagaimana memaksimalkan nilai perusahaan dengan sumber daya yang sudah tersedia di Perusahaan.

Oleh karena itu, saya menyambut dengan gembira atas terbitnya buku ini dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada para Penulis yang telah berupaya dengan keras hingga bisa diselesaikan buku Manajemen Keuangan ini. Bagi para Dosen dan Mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis dapat menggunakan buku ini untuk memahami lebih lanjut tentang Manajemen Keuangan. Akhir kata saya ucapkan selamat membaca buku ini semoga bermanfaat bagi para pembacanya.

Banda Aceh, 12 Januari 2021

Dr. Lilis Maryasih, SE., Ak., M.Si., CA  
Sekretaris DPW Asosiasi Dosen Akuntansi Indonesia (ADAI) Aceh

## KATA PENGANTAR

Pertama sekali pujian bagi Allah dengan pujian yang banyak serta tiada tertera (tak berkesudahan), walaupun segala pemuji itu sangat sedikit dari yang sewajarnya atas kebesaran, keagungan, kemuliaan, kesucian Allah Taalaa Ilaahi Qodlya Robbul Jaliil...yang memberikan keindahan, kesempurnaan serta keadilan yang Haq. Sholawat dan salam sejahtera kepada dan untuk junjungan yang Mulia penghulu segenap para Nabi Allah [segenap Rasul-Rasul Allah] serta penghulu segenap manusia, dialah Muhammad S.A.W.

Banyak usaha baik yang beskala besar maupun kecil, apakah yang bersifat profit motif maupun nonprofit motif akan mempunyai perhatian besar dibidang keuangan. Keberhasilan ataupun kegagalan usaha hampir sebagian besar sangat ditentukan oleh kualitas keputusan keuangan. Dengan kata lain masalah yang biasa timbul di dalam setiap organisasi berimplikasi terhadap bidang keuangan. Dengan kata lain masalah yang biasa timbul dalam setiap organisasi berimplikasi terhadap bidang keuangan.

Adapun masalah yang sering timbul dan dihadapi oleh seorang manajer keuangan adalah: apakah investasi itu *profitable*? Darimanakah dana yang diperlukan untuk pembiayaan investasi yang diperoleh? Seberapa besar uang kas yang harus dipertahankan untuk menjaga kontinuitas usaha? Kredit macam apa yang akan diberikan kepada para langganan? Berapa besar persediaan yang harus dipertahankan? Haruskah laba yang diperoleh itu dibagikan atau ditahan untuk di investasikan kembali? Bagaimana kebijakan dividen yang optimal dan apa implikasinya terhadap nilai usaha? Bagaimana keseimbangan antara resiko dan tingkat keuntungan yang optimal?.

Buku manajemen keuangan ini merupakan buku pelengkap khasanah literatur akuntansi di Indonesia. Tujuan utama manajemen keuangan adalah membantu manager memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, konsep penilaian dan menjelaskan ketergantungannya pada arus kas masa depan dan risikonya, sekaligus menunjukkan mengapa memaksimalkan nilai adalah baik bagi masyarakat secara umum.

Pengetahuan yang baik dalam bidang keuangan adalah hal penting bagi keberhasilan usaha, tanpa melihat pekerjaan seseorang, baik itu dari bagian pemasaran maupun jasa pasti akan berhubungan dengan masalah keuangan. Penting artinya bagi setiap orang yang berencana melakukan usaha mempelajari dasar-dasar keuangan. Namun, membaca buku tentang keuangan berbeda dengan membaca sebuah novel, kita harus memusatkan perhatian pada konsep-konsep dasar, kemudian mengerjakan masalah yang berhubungan untuk melihat bagaimana mereka saling terkait.

Buku ini dirancang dengan topik pembahasan yang disusun secara sistematis dengan harapan memudahkan mahasiswa dan pembaca dalam memahami setiap topik bahasan yang di diskusikan. Adapun bab yang dibahas dalam buku ini terdiri dari:

1. Tinjauan atas manajemen keuangan
2. Nilai waktu dari uang
3. Laporan Keuangan, Arus Kas dan Perpajakan
4. Analisis Laporan Keuangan
5. Biaya Modal
6. Teori Struktur Modal
7. Kebijakan Dividen
8. Manajemen Modal Kerja
9. Manajemen Kas
10. Manajemen Piutang Dagang

11. Manajemen Persediaan
12. Sumber Dana Jangka Pendek
13. Perencanaan Keuangan Jangka Panjang

Mahasiswa terkadang menemukan keuangan relatif yang bersifat abstrak dan tidak melihat adanya relevansi dengan mereka. Ini membuat pada dosen kesulitan meminta mahasiswa melakukan pekerjaan yang dibutuhkan untuk melihat betapa menarik dan relevannya masalah ini. Berdasarkan pengalaman kami dan rekan-rekan, kami mengambil beberapa tindakan berikut untuk mengatasi masalah tersebut.

1. Meningkatkan minat mahasiswa;
2. Menerangkan dengan jelas;
3. Memberikan uji mandiri di dalam bab;
4. Memperjelas penganggaran modal;
5. Menyusun kembali pembahasan tentang lingkungan keuangan;
6. Merampingkan pembahasan modal kerja.

Penulis menyadari bahwa buku ini masih memerlukan penyempurnaan, sehingga berbagai kritik dan saran sangat diharapkan dari pembaca demi perbaikan isi buku ini.

Akhirnya penulis mengucapkan banyak terimakasih kepada penerbit yang bersedia membantu memproduksi dan mengedarkan buku ini. Penulis juga mengucapkan terimakasih kepada berbagai dosen dan mahasiswa yang memberikan banyak masukan dalam proses penulisan buku ini.

Kampus, 18 Januari 2021  
Tim Penulis

Atma Hayat  
Hamdani  
Iqlima Azhar  
M Nur Yahya  
Cut Delsie Hasrina  
Yuli Ardiany  
Yessi Rinanda  
Nurlaila  
Arfan Ikhsan  
Muhamad Yamin Noch

## DAFTAR ISI

Kata Pengantar .....	iv
Daftar Isi.....	vi
<b>BAB 1 KONSEP DASAR MANAJEMEN KEUANGAN .....</b>	<b>1</b>
Pengantar .....	2
Pengertian Dan Bentuk Korporasi .....	3
Pentingnya Manajemen Keuangan Dalam Korporasi .....	5
Tujuan Dan Tanggungjawab Manajemen Keuangan.....	7
Peran Manajer Keuangan Dalam Korporasi.....	9
Hubungan Korporasi Dan Pasar Uang.....	12
Harga Saham Dan Nilai Pemegang Saham .....	15
Nilai Intrinsik, Harga Saham Dan Kompensasi .....	17
Etika Usaha.....	18
Konflik Antara Manajer Dan Pemegang Saham ( <i>Agency Conflicts</i> ) .....	21
Perubahan Peranan Dalam Manajemen Keuangan.....	24
Prinsip Dasar Manajemen Keuangan.....	27
Pertanyaan.....	28
<b>BAB 2 KLASIFIKASI PENELITIAN ILMIAH .....</b>	<b>30</b>
Garis Waktu .....	31
Nilai Masa Depan ( <i>Future Value</i> ) .....	33
Nilai Sekarang ( <i>Present Value</i> ) .....	36
Menghitung Tingkat Bunga, I .....	38
Menghitung Jumlah Tahun, N .....	39
Anuitas .....	42
Nilai Masa Depan Dari Anuitas Biasa .....	43
Nilai Masa Depan Dari Anuitas Jatuh Tempo .....	44
Nilai Sekarang Dari Anuitas Biasa .....	46
Perpetuitas .....	48
Arus Kas Yang Tidak Sama .....	51
Nilai Masa Depan Dari Aliran Kas Yang Tidak Sama .....	53
Menghitung Dengan Arus Kas Yang Tidak Sama .....	54
Pemajemukan Setengah Tahunan Dan Periode Pemajemukan Lainnya .....	58
Membandingkan Tingkat Bunga.....	59
Periode Waktu Pecahan.....	62
Pinjaman Yang Diamortisasi .....	63
<b>BAB 3 LAPORAN KEUANGAN, ARUS KAS DAN PERPAJAKAN .....</b>	<b>66</b>
Pengertian Laporan Keuangan .....	67
Fungsi Dan Tujuan Laporan Keuangan .....	69
Komponen Laporan Keuangan .....	72
Market <i>Value Added</i> (Mva) Dan <i>Economic</i> .....	75

<i>Value Added</i> (Eva) .....	77
Sistem Pajak Indonesia .....	81
<b>BAB 4 ANALISIS LAPORAN KEUANGAN</b> .....	<b>83</b>
Pengertian Rasio Keuangan .....	84
Perbandingan Rasio Keuangan .....	86
Penggunaan Rasio.....	88
Pembagian Analisis Rasio .....	91
Rasio Likuiditas ( <i>Liquid Asets</i> ) .....	93
Rasio Manajemen Aset .....	94
Rasio Profitabilitas.....	96
Rasio Nilai Pasar .....	97
Rasio Harga/Laba .....	99
Analisis Tren.....	102
Persamaan Du Pont .....	105
Penggunaan Dan Keterbatasan Analisis Rasio .....	107
<b>BAB 5 BIAYA MODAL</b> .....	<b>109</b>
Pengertian Biaya Modal.....	110
Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang .....	112
Menghitung Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang ( <i>Wacc</i> ) .....	115
Menghitung Biaya Modal Untuk J.C. Penney .....	117
<b>BAB 6 TEORI STRUKTUR MODAL</b> .....	<b>121</b>
Pendekatan Tradisional .....	122
Beberapa Pendekatan Teori Struktur Modal .....	127
Teori Trade-Off Dalam Struktur Modal .....	131
<b>BAB 7 KEBIJAKAN DIVIDEN</b> .....	<b>133</b>
Teori Kebijakan Deviden.....	134
Kebijakan Dividen Dalam Praktek .....	137
Pertimbangan Manajerial Dalam Menentukan <i>Dividen Pay Out Ratio</i> .....	140
<i>Stock Dividen</i> .....	142
<i>Stock Split</i> .....	145
<i>Repurchase Of Stock</i> .....	146
<b>BAB 8 MANAJEMEN MODAL KERJA</b> .....	<b>147</b>
Pengertian Manajamen Modal Kerja .....	148
Utang Jangka Pendek .....	150
Penentuan Kebutuhan Modal Kerja .....	153
Anjak Piutang ( <i>Factoring</i> ) .....	156
Pihak-Pihak Yang Terlibat Dalam Anjak Piutang.....	157
Jasa-Jasa Anjak Piutang .....	159
Manfaat Anjak Piutang .....	160
Jenis Anjak Piutang .....	163
Pabrikasi International .....	164

Biaya Anjak Piutang.....	167
Penilaian Risiko Anjak Piutang.....	168
Konsep Modal Kerja Nol.....	171
<b>BAB 9 MANAJEMEN KAS.....</b>	<b>172</b>
Pengantar Manajemen Kas.....	173
Budget Kas.....	175
Menentukan Saldo Kas Optimal.....	178
Model Random Aliran Kas (Model Miller-ORR).....	181
<b>BAB 10 MANAJEMEN PIUTANG DAGANG.....</b>	<b>183</b>
Pertimbangan Pemberian Kredit.....	184
Kebijakan Pengumpulan Piutang.....	186
Faktor Yang Mempengaruhi Piutang.....	188
Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi.....	189
Besarnya Piutang.....	191
Kebijakan Piutang.....	193
Perputaran Piutang.....	195
Pengendalian Piutang.....	198
Penilaian Risiko Kredit Dan Penyaringan Pelanggan.....	201
<b>BAB 11 MANAJEMEN PERSEDIAAN.....</b>	<b>202</b>
Jenis Dan Pentingnya Persediaan.....	203
Biaya Persediaan Optimal.....	206
Model <i>Economic Ordering Quantity</i> (Eoq) Dalam Manajemen.....	209
Persediaan Pengaman.....	210
Reorder Point (Rop).....	213
Manajemen Persediaan Dengan.....	214
Klasifikasi Abc.....	217
<b>BAB 12 SUMBER DANA JANGKA PENDEK.....</b>	<b>219</b>
Tipe Pendanaan Jangka Pendek.....	221
Pendanaan Spontan ( <i>Spontaneous Financing</i> ).....	224
Pendanaan Tidak Spontan.....	227
<b>BAB 13 PERENCANAAN KEUANGAN JANGKA PANJANG.....</b>	<b>229</b>
Pengertian Perencanaan Keuangan.....	230
Tujuan Perencanaan Keuangan.....	232
Model-Model Perencanaan Keuangan.....	236
Model Sederhana Perencanaan Keuangan.....	239
Pendekatan Persentase Penjualan.....	241
Pendanaan Eksternal Dan Pertumbuhan.....	243
Faktor-Faktor Determinan Pertumbuhan.....	245
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>247</b>



# **KONSEP DASAR MANAJEMEN KEUANGAN**

## **Tujuan Pembelajaran**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pengertian Dan Bentuk Korporasi
2. Pentingnya Manajemen Keuangan Dalam Korporasi
3. Tujuan Dan Tanggungjawab Manajemen Keuangan
4. Peran Manajer Keuangan Dalam Korporasi
5. Hubungan Korporasi Dan Pasar Uang
6. Harga Saham Dan Nilai Pemegang Saham
7. Nilai Intrinsik, Harga Saham Dan Kompensasi
8. Etika Usaha
9. Konflik Antara Manajer Dan Pemegang Saham (*Agency Conflicts*)
10. Perubahan Peranan Dalam Manajemen Keuangan
11. Prinsip Dasar Manajemen Keuangan

---

## PENGANTAR

The Samsung Group adalah salah satu konglomerat terbesar di dunia. Perusahaan ini merupakan bisnis internasional yang terletak di Korea Selatan, semua kesatuan merk Samsung, termasuk Samsung *Electronics* (perusahaan elektronik terbesar saat ini di dunia), *Samsung Heavy Industries* (salah satu *ship builders* terbesar di dunia), *Samsung Chemicals* (perusahaan bahan kimia), *Samsung Financial Services* (perusahaan jasa keuangan) dan *Samsung Service and Others* (perusahaan dibidang pelayanan jasa dan lain-lain). Nama Samsung sendiri dalam bahasa Korea Selatan berarti tiga bintang. Dalam logo awalnya, lambang Samsung memang menampilkan tiga buah bintang. Tiga mewakili arti besar, banyak dan *powerful*. Sedangkan bintang diartikan sebagai keabadian. Hal ini menjadi nama yang terkait dengan berbagai jenis dunia usaha di Korea Selatan dan diberbagai bagian dunia. Secara internasional, konsumen mengasosiasikan nama dengan elektronik, teknologi informasi, dan pengembangan.

Di tanggal 19 November 1987, Pendiri Samsung Byung-Chull Lee meninggal dunia setelah hampir lima puluh tahun memimpin perusahaan. Anak laki-laknya, Kun-Hee Lee menggantikannya sebagai *Chairman* baru. Selama periode ini, Samsung memiliki tantangan untuk merestrukturisasi bisnis lama dan memasuki bisnis baru dengan tujuan untuk menjadi salah satu dari lima perusahaan elektronik teratas dunia. Tahun 1990an, menghadirkan tantangan besar untuk bisnis teknologi tinggi. Merger, koalisi dan pembelian adalah hal biasa ketika persaingan dan konsolidasi semakin berkembang. Perusahaan Samsung ditekan untuk memikirkan kembali teknologi dan penawaran layanannya. Bisnis mulai melintasi perbatasan antar negara dan perusahaan. Perusahaan Samsung telah membuka sebagian besar peluang ini dengan memfokuskan kembali strategi bisnisnya untuk merespon keinginan pasar dengan lebih baik.

Pada pertengahan 1990an, Perusahaan Samsung merevolusi usahanya melalui dedikasi untuk membuat produk berkelas dunia, dengan memberikan kepuasan pelanggan sepenuhnya, dan menjadi perusahaan yang bersih—semua di bawah visi "*kualitas adalah yang utama*". Meskipun pada tahun 1997 terjadi krisis keuangan yang mempengaruhi hampir semua bisnis di Korea, Samsung menjadi salah satu perusahaan yang dapat terus bertumbuh, berkat kepemimpinannya di bidang teknologi digital dan jaringan, dan konsentrasinya pada bidang elektronik, keuangan dan layanan terkait.

Samsung merespons krisis dengan mengurangi jumlah perusahaan afiliasi menjadi 45 (jumlah yang sesuai dengan aturan pada Peraturan Monopoli dan Hukum Perdagangan Bebas), mengurangi hampir 50.000 orang karyawan, menjual 10 unit bisnis, dan meningkatkan struktur keuangan, menurunkan rasio utang pada tahun 1997 sebesar 365% menjadi 148% pada akhir tahun 1999. Pada awal tahun 2000-an Era digital telah membawa perubahan dan kesempatan yang revolusioner bagi bisnis secara global, dan Samsung telah menjawabnya dengan teknologi yang canggih, produk yang kompetitif, dan inovasi yang konstan.

Sebagai pemimpin global, Samsung ada di garis terdepan perubahan, mengantisipasi apa yang diinginkan oleh pelanggan diseluruh dunia pada hari esok. Dengan penjualan bersih yang terus meningkat, pada tahun 2013 mencapai angka \$ 305,0 milyar dengan aset dan kewajiban total pada tahun 2013 sebesar \$ 529,5 milyar dan \$ 298,3 milyar. Memperkerjakan 489.000 karyawan, dengan kantor 673 di 90 negara, tersebar diseluruh dunia dengan memanfaatkan

kekuatan revolusi digital untuk menciptakan terobosan produk dan layanan yang akan membawa konsumen dan bisnis di luar imajinasi mereka.

Pada tahun 2014 dengan keberhasilan bisnis elektroniknya, Samsung diakui oleh dunia sebagai pemimpin industri dalam bidang teknologi dan kini menempati peringkat 10 merek teratas di dunia. Di antara keberhasilannya pada tahun 2014 sebagai berikut: Samsung *Electronics* mulai memproduksi massal DRAM seluler LPDDR4 8 Gigabit pertamanya, Peringkat Samsung naik ke nomor 7 pada laporan '*Best Global Brands 2014*' *Interbrand*, Samsung menyumbangkan 3.000 ponsel pintar untuk mendukung perlawanan terhadap Ebola, Samsung *Electronics* mengumumkan ekspansi seri *Galaxy Note* dengan *Galaxy Note 4* dan *Galaxy Note Edge* baru, BMW Group dan Samsung SDI memperluas kemitraan mereka dengan Penanda tangan MOU untuk pengiriman sel baterai lebih lanjut, Samsung SDI menyelesaikan merger dengan *Cheil Industries*, Samsung *Electronics* mengumumkan pengoperasian fasilitas memori di Xi'an Tiongkok, Samsung *Electronics* membuka *Samsung Innovation Museum (SIM)* di kantor pusatnya, Suwon, Korea, Samsung *Electronics* mengumumkan peluncuran komersial perangkat *Galaxy S5* dan *Samsung Gear* di 125 negara.

Apa yang menyebabkan Samsung begitu cepat berkembang? Bagaimana keputusan Samsung ini diambil? Seperti apa pengelolaan keuangan Samsung? Dari beberapa pertanyaan tersebut, kita akan melihat banyak sekali hubungan antara keuangan, pemasaran, manajemen, dan akuntansi. Karena keuangan berkaitan dengan pengambilan keputusan, hal itu menjadi penting, tidak peduli apapun jurusan Anda. Apalagi, alat-alat, teknik-teknik dan pemahaman yang akan Anda dapatkan dari keuangan tidak hanya membantu Anda dalam karir usaha, tetapi juga akan membantu dalam mengambil keputusan investasi pribadi yang tepat dimasa depan.

---

## **PENGERTIAN DAN BENTUK KORPORASI**

Korporasi adalah suatu organisasi yang didirikan oleh seseorang atau sekelompok orang atau badan lain yang kegiatannya adalah melakukan produksi dan distribusi guna memenuhi kebutuhan ekonomis manusia saat ini. Kegiatan produksi pada umumnya dilakukan untuk memperoleh laba. Namun demikian, banyak juga kegiatan produksi yang tidak bertujuan mencari laba, misalnya yayasan sosial, keagamaan dan lain-lain. Hasil suatu produksi dapat berupa barang atau jasa. Bila dilihat dari sudut Yuridis Ekonomis, bentuk-bentuk korporasi dapat dibedakan ke dalam beberapa kepemilikan berikut.

Kepemilikan Perseorangan (*proprietorship*) adalah suatu usaha yang dijalankan oleh satu orang yang bertujuan untuk mencapai keuntungan atau laba. Berbeda dengan Perusahaan Badan Hukum, jumlah pengusaha yang menjalankan Perusahaan Perseorangan hanya satu orang saja dan demikian pula dengan sumber modal usahanya. Dalam setiap Perusahaan Perseorangan, tindakan pemilik usaha tidak terlalu dibatasi oleh peraturan, baik peraturan yang bersifat perjanjian dengan rekan usahanya maupun peraturan yang bersifat perundang-undangan. Dapat dikatakan bahwa Perusahaan Perseorangan merupakan bentuk perusahaan yang paling sederhana karena baik aset maupun keuntungan perusahaan akan menjadi milik pemilik usaha sepenuhnya (seperti juga halnya kewajiban perusahaan akan menjadi tanggung jawab pribadi pengusaha sampai dengan harta pribadinya). Contoh Perusahaan Perseorangan misalnya Usaha

Dagang (UD) toko material bangunan. Usaha Dagang merupakan Perusahaan Perseorangan yang dibentuk berdasarkan kehendak pribadi seorang pengusaha untuk melakukan usaha dagang dengan modalnya sendiri dan menarik juga keuntungan untuk dirinya sendiri. Keuntungan mendirikan Perusahaan Perseorangan adalah selain organisasi yang sederhana, Perusahaan Perseorangan juga mudah untuk dijalankan karena segala keputusan perusahaan dikendalikan oleh pemilik usaha secara individual. Keleluasaan bergerak ini juga diikuti dengan keleluasaan menerima keuntungan, yaitu seluruh keuntungan akan menjadi pemilik usaha. Ongkos organisasi yang murah juga merupakan keuntungan tersendiri dalam Perusahaan Perseorangan.

Disisi lain, bentuk Perusahaan Perseorangan juga memiliki keterbatasan-keterbatasan. Dalam hal tanggung jawab, pengusaha pemilik perusahaan bertanggung jawab bukan hanya sebatas harta/aset perusahaan tapi juga sampai dengan harta pribadinya. Harta pribadi pemilik perusahaan merupakan jaminan atas hutang-hutang perusahaan. Demikian pula dalam hal aset atau modal Perusahaan Perseorangan, besarnya terbatas, sehingga sulit untuk mengembangkan usaha sampai pada tingkat perdagangan besar. Hal ini berbeda dengan misalnya Perseroan Terbatas, dimana tanggung jawab pemegang saham terbatas pada modal yang disetorkannya, dan modal tersebut dapat dikembangkan lebih lanjut dalam jumlah besar.

Persekutuan (*partnership*) dapat didefinisikan sebagai suatu gabungan atau asosiasi dari dua individu atau lebih untuk memiliki dan menyelenggarakan suatu usaha secara bersama dengan tujuan untuk memperoleh laba. Persekutuan dapat didirikan baik oleh dua orang atau lebih yang semuanya mempunyai usaha atau pun belum memiliki usaha. Firma merupakan salah satu bentuk dari persekutuan dan pendiri-pendirinya merupakan pemilik dari firma tersebut yang disebut dengan anggota-anggota atau sekutu-sekutu firma. Tujuan pendirian persekutuan biasanya adalah untuk memperluas usaha dan menambah modal agar lebih dapat bersaing dengan perusahaan-perusahaan lain serta meningkatkan laba.

Perseroan Terbatas (*Corporation*), kata “perseroan” dalam pengertian umum adalah perusahaan atau organisasi usaha atau badan usaha. Sedangkan “perseroan terbatas” adalah suatu bentuk organisasi yang ada dan dikenal dalam sistem hukum dagang Indonesia. Kata “perseroan” menunjuk kepada modalnya yang terdiri atas sero (saham). Sedangkan “terbatas” menunjuk kepada tanggung jawab pemegang saham yang tidak melebihi nilai nominal saham yang diambil bagian dan dimilikinya. Sebutan atau bentuk PT datang dari hukum dagang Belanda (WvK) dengan singkatan NV atau *Naamlooze Vennootschap*, yang singkatannya juga lama digunakan di Indonesia sebelum diganti dengan singkatan PT. Sebenarnya bentuk ini berasal dari Perancis dengan singkatan SA atau *Societe Anonyme* yang secara harfiah artinya “perseroan tanpa nama”. Maksudnya adalah bahwa PT itu tidak menggunakan nama salah seorang atau lebih diantara para pemegang sahamnya, melainkan memperoleh namanya dari tujuan perusahaan saja. Undang-Undang No.40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas dalam Pasal 1 angka (1), yang dimaksud perseroan terbatas adalah sebagai berikut:

“Perseroan Terbatas, yang selanjutnya disebut Perseroan, adalah badan hukum yang merupakan persekutuan modal, didirikan berdasarkan perjanjian, melakukan kegiatan usaha dengan modal dasar yang seluruhnya terbagi dalam

saham dan memenuhi persyaratan yang ditetapkan dalam Undang-Undang ini serta peraturan pelaksanaannya”.

---

## **PENTINGNYA MANAJEMEN KEUANGAN DALAM KORPORASI**

Manajemen keuangan merupakan suatu bidang pengetahuan yang menyenangkan sekaligus menantang. Akhir-akhir ini bidang manajemen keuangan mengalami perkembangan yang sangat pesat terutama karena teknologi informasi. Individu dan perusahaan dapat melakukan transaksi keuangan secara cepat dimanapun mereka berada. Informasi menjadi sangat berharga meskipun hanya untuk yang sangat singkat. Perubahan tersebut tidak hanya mempengaruhi keputusan investasi yakni bagaimana menggunakan dana yang terkumpul secara optimal, melainkan pula menyangkut keputusan pemilihan sumber dana atau pembayaran investasi. Sebagai contoh, globalisasi pasar modal akan memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk lebih leluasa memperoleh dana. Selain itu, terbuka kesempatan untuk melakukan diversifikasi investasi secara lebih baik. Dengan kata lain tugas para manajer keuangan menjadi semakin kompleks dan semakin besar.

Bayangkan perusahaan Samsung yang didirikan untuk memproduksi serangkaian elektronik mulai dari Handphone, TV, Kultas, AC, Alat-alat dapur lainnya dan sebagainya harus memperoleh peralatan untuk membentuk elektronik tersebut dari bahan-bahan dasarnya. Samsung memerlukan sebuah bangunan untuk menyimpan peralatan itu. Samsung harus membeli bahan-bahan baku. Samsung memerlukan pekerja dan tenaga penjual. Saat membuat produk-produknya Samsung akan memiliki persediaan bahan baku, barang dalam proses, dan barang jadi. Samsung memerlukan dana untuk mendapatkan manfaat dari bangunan dan peralatan, untuk bahan baku, dan untuk melaksanakan operasi manufaktur. Ia harus membayar pekerjanya. Samsung menyadari perusahaan harus menunggu sebelum penjualan yang dilakukannya benar-benar dibayar dalam bentuk tunai, sementara menunggu ia mempunyai piutang-piutang dagang. Semakin pesat Samsung tumbuh, semakin banyak dana yang dibutuhkannya. Manajer keuangan Samsung harus dapat menerjemahkan tujuan strategi kedalam tujuan jangka pendek. Mereka dituntut fleksibilitasnya dalam menangkap dan mengantisipasi perubahan dimasa datang untuk secara dini melakukan penyesuaian dan mengambil keputusan secara cepat dan akurat. Sebagai pemilik perusahaan, Anda selalu dihadapkan pada masalah keuangan. Sebagai contoh: Anda ingin membeli bahan baku atau membeli mesin-mesin untuk mengolah bahan baku tersebut, Anda akan selalu berhubungan dengan keuangan. Disamping itu Anda juga menghadapi masalah keuangan lain, seperti dari mana sumber dana akan diperoleh, misalnya untuk membeli bahan baku dan membeli mesin-mesin akan didanai oleh pinjaman atau modal Anda sendiri. Masalah-masalah itu semua adalah masalah keuangan yang sering muncul dalam kegiatan usaha dan perlu juga diatur sedemikian rupa sehingga tidak terjadi hambatan dalam operasional sehari-hari. Masalah pengaturan bagaimana penggunaan dana dan bagaimana memperoleh sumber dana sering disebut Manajemen Keuangan.

Manajemen keuangan dapat diartikan sebagai manajemen dana baik yang berkaitan dengan pengalokasian dana dalam berbagai bentuk investasi secara

efektif maupun usaha pengumpulan dana untuk pembiayaan investasi ataupun pembelanjaan secara efisien. Manajemen keuangan berkepentingan dengan bagaimana cara menciptakan dan menjaga nilai ekonomis atau kekayaan. Demikianlah kita akan berhadapan dengan keputusan keuangan seperti ketika memperkenalkan produk baru, kapan melakukan pinjaman dari bank, kapan menerbitkan saham atau obligasi, kapan memperluas kredit ke pelanggan dan berapa banyak kas harus dipertahankan.

Dari penjelasan mengenai pengertian Manajemen Keuangan, dapat disimpulkan bahwa ada dua kegiatan pokok dari Manajemen Keuangan yaitu: (1) Bagaimana menggunakan dana dan (2) bagaimana mencari sumber dana. Dua kegiatan pokok ini disebut Fungsi Manajemen. Orang yang bertanggung jawab dalam melaksanakan fungsi manajemen keuangan ini adalah Manajer Keuangan atau bagian keuangan. Walaupun demikian tanggung jawab ini tidak terbatas hanya pada Manajer Keuangan atau bagian keuangan saja, tetapi pada kenyataannya juga tanggung jawab dari bagian-bagian lain dalam perusahaan, misalnya bagian produksi, pemasaran dan sumberdaya manusia.

Manajer keuangan Samsung harus mampu mengambil ketiga keputusan secara efektif dan juga efisien. Efektif dalam keputusan investasi akan tercermin dalam pencapaian tingkat keuntungan yang optimal. Efisien dalam pembiayaan investasi akan tercermin di dalam perolehan dana dengan biaya minimum. Sedangkan kebijakan deviden yang optimal akan tercermin dalam peningkatan kemakmuran pemilik perusahaan Samsung. Ketiga keputusan tersebut secara simultan akan turut menyumbang pencapaian tujuan perusahaan dan peningkatan pertumbuhan ekonomi nasional.

---

## **TUJUAN DAN TANGGUNGJAWAB MANAJEMEN KEUANGAN**

Meskipun fungsi manajer keuangan untuk setiap organisasi belum tentu sama, namun pada prinsipnya setiap fungsi utama seorang manajer keuangan meliputi: pengambilan keputusan investasi, pengambilan keputusan pembelanjaan, dan kebijakan deviden.

Dalam rangka mencapai tujuan perusahaan secara keseluruhan, yakni kemakmuran yang maksimal, manajer keuangan harus menjabarkan tujuan perusahaan itu ke dalam tujuan-tujuan yang lebih terperinci. Begitu pula pada manajer-manajer dari bagian yang lain seperti : bagian produksi maupun pemasaran. Bagian pemasaran mungkin akan menjabarkan tujuan itu menjadi peningkatan penjualan atau usaha memasuki daerah pasar baru. Bagi bagian produksi dapat dijabarkan menjadi penurunan biaya produksi atau usaha untuk mempercepat proses produksi sehingga timbul kenaikan efisiensi. Sedangkan bagi bagian keuangan penjabaran tujuan tersebut dapat dilakukan dengan dua cara pendekatan, yaitu :

### **PENDEKATAN RISIKO HASIL**

Dalam pendekatan ini menekankan agar manajer keuangan harus menciptakan laba yang maksimum tetapi dengan tingkat risiko yang minimum. Untuk memperoleh keseimbangan tersebut, maka perusahaan harus melakukan

pengawasan yang ketat terhadap aliran dana dengan memberikan kemungkinan perusahaan lingkungan usaha. Dalam hal ini meliputi 4 (empat) tujuan :

- a. Laba yang maksimal
- b. Risiko yang minimal
- c. Melakukan pengawasan aliran dana  
Dalam hal ini pengawasan harus dilakukan terhadap aliran dana, laporan harus selalu dibuat dengan cermat sehingga memungkinkan manajer untuk dapat mengetahui dengan cepat tanpa harus tertunda-tunda, segala kekeliruan yang dilakukan dalam penggunaan dan pencarian dana.
- d. Menjaga fleksibilitas  
Apabila sebuah perusahaan telah ditempatkan pada posisi keuangan yang cukup guna membelanjai aktivitasnya, maka dapat terjaga adanya fleksibilitas apabila sewaktu waktu dibutuhkan. Untuk itu perusahaan harus selalu mengadakan analisa investasi potensial, sehingga akan terjaga fleksibilitas usaha bila diperlukan.

## **PENDEKATAN LIKUIDITAS PROFITABILITAS**

Dengan pendekatan ini para manajer keuangan harus berusaha menjaga likuiditas dan profitabilitas bersama-sama secara serasi, selaras dan seimbang. Likuiditas berarti harus dijaga agar selalu tersedia uang kas guna memenuhi kewajiban-kewajiban finansialnya, baik ekstern maupun intern. Disamping itu juga harus disediakan pula dana untuk keperluan darurat. Tujuan profitabilitas berarti harus diusahakan tercapainya laba jangka panjang.

Memaksimalkan kesejahteraan atau kemakmuran meliputi aspek yang lebih luas yang tidak tercakup didalam maksimal laba. Dalam hal yang tertuang dalam fungsi dan tujuan manajemen keuangan terkandung aspek pertumbuhan, pengendalian risiko, peningkatan atau paling tidak stabilisasi harga saham dan pembagian deviden kepada para pemegang saham sebagai pedoman suatu perusahaan yang memaksimalkan kemakmuran, oleh karena seorang manajer keuangan harus melakukan tindakan-tindakan sebagai berikut :

### **a. Menghindari risiko yang tinggi**

Bila perusahaan sedang melaksanakan operasi yang berjangka panjang, maka harus dihindarkan tingkat risiko yang tinggi. Proyek-proyek yang memiliki kemungkinan laba yang tinggi tetapi mengandung risiko yang tinggi perlu dihindarkan. Menerima proyek-proyek yang tersebut dalam jangka panjang akan berarti bahwa suatu kegagalan dapat mematahkan kelangsungan hidup perusahaan.

### **b. Membayarkan deviden**

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. Dividen harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan (*growth*), dividen mungkin kecil, agar memungkinkan perusahaan untuk menumpuk dana yang diperlukan pada saat tahap pertumbuhan itu. Akan tetapi pada saat perusahaan sudah berada pada masa *maturity* di mana pada saat itu penerimaan yang diperoleh sudah cukup besar, sedangkan kebutuhan pemupukan dana tidak begitu besar maka deviden yang dibayarkan dapat diperbesar. Dengan mem-

bayarkan deviden secara wajar, maka perusahaan dapat menarik para investor untuk mencari deviden dan hal ini dapat membantu mereka untuk memelihara nilai perusahaan.

### **c. Mengusahakan pertumbuhan**

Apabila perusahaan dapat mengembangkan penjualan *market share*, hal ini dapat berakibat terjadinya keselamatan usaha di dalam persaingan di pasar. Volume penjualan yang luas, stabil dan deversifikasi yang luas dapat menghindarkan perusahaan dari resesi dunia bisnis, perubahan preferensi konsumen maupun penurunan permintaan. Dari alasan-alasan tersebut maka setiap perusahaan yang berusaha memaksimalkan kemakmuran harus secara terus menerus mengusahakan pertumbuhan dari penjualan dan penghasilannya.

### **d. Mempertahankan tingginya harga pasar saham**

Harga saham di pasar merupakan persoalan utama yang menjadi perhatian para manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha kearah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan itu. Dengan pemilihan investasi yang tepat, maka perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu mempertinggi nilai dari perusahaan.

Tanggung jawab dari Manajer Keuangan atau bagian keuangan di dalam mengelola fungsi Manajemen Keuangan dapat ditampilkan pada gambar 1.1. dibawah. Dari gambar tersebut dapat dijelaskan bahwa perusahaan dapat memperoleh dana dari Bank, pemilik perusahaan atau pemegang saham. Setelah menerima dana (anak panah 1) dari pihak-pihak penyedia dana, dana tersebut oleh Manajer Keuangan harus dikelola dan digunakan untuk proses produksi, antara lain: digunakan dalam investasi modal kerja dan investasi aktiva tetap (anak panah 2). Tujuan Manajer Keuangan dalam melakukan proses produksi adalah untuk memperoleh keuntungan, sehingga ada aliran dana masuk ke perusahaan (anak panah 3). Dana yang masuk ke perusahaan yang berasal dari keuntungan oleh Manajer Keuangan harus dikelola apakah keuntungan tersebut dibagi semua kepada pemilik dana atau semua digunakan untuk perluasan usaha atau digunakan dengan mengkombinasikan kedua alternatif di atas (anak panah 4a dan 4b).

Dari skema pada gambar 1.1 terlihat bahwa Manajer Keuangan harus mengambil 3 (tiga) keputusan, yaitu:

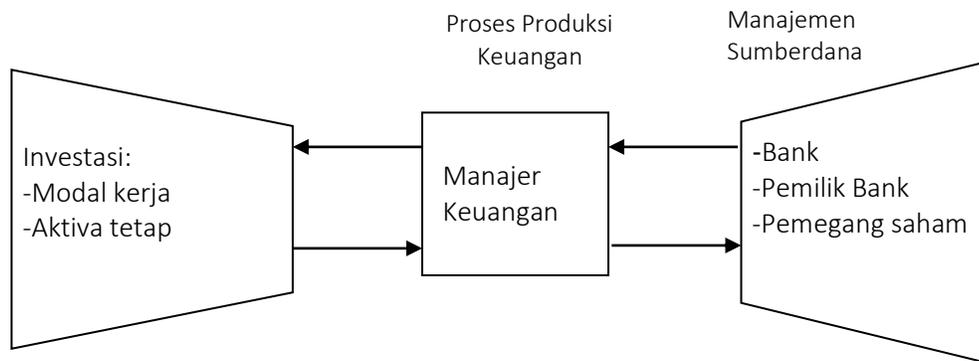
1. Keputusan penggunaan dana (keputusan investasi);
2. Keputusan memperoleh dana (keputusan pembelanjaan);
3. Keputusan pembagian keuntungan (keputusan deviden).

Setelah memahami tugas Manajer Kuangan, mereka harus melaksanakan kegiatan memperoleh dana dan menggunakan dana seefisien mungkin. Selanjutnya timbul pertanyaan apa yang dapat digunakan untuk mengukur efisiensinya?. Jawabannya adalah Manajer Keuangan harus dapat meningkatkan atau memaksimumkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan yang dimaksud di sini adalah harga yang dapat dibayar oleh (calon) pembeli apabila perusahaan tersebut akan dijual, dan tetap akan dioperasional sesuai dengan semula. Contohnya ada dua buah toko kelontong

yang menjual kebutuhan sehari-hari. Satu toko terletak dipinggir jalan raya sedangkan satunya terletak di dalam pemukiman yang kurang padat penduduknya. Kedua toko tersebut mempunyai kekayaan yang sama dan seluruhnya dibelanjai dengan modal sendiri, maka apabila kedua toko tersebut akan dijual dan kedua toko tersebut tetap akan dioperasionalkan.

Calon pembeli akan bersedia membayar toko yang terletak di jalan raya lebih mahal dari toko yang di dalam pemukiman meskipun nilai buku kedua toko tersebut sama. Ini disebabkan karena toko yang terletak di jalan raya lebih diharapkan dapat memberikan keuntungan yang lebih banyak. Penentuan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan ini sangat penting, karena tanpa tujuan ini Anda tidak dapat menyatakan apakah keputusan-keputusan dalam bidang keuangan tepat atau tidak. Semua keputusan harus dapat Anda kaitkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.



**Gambar 1.1. Kegiatan-kegiatan Utama Manajer Keuangan**

Sumber: Hanafi, Mamduh M., 2016. Manajemen Keuangan. Penerbit BPFY Yogyakarta. Edisi Pertama.

---

## **PERAN MANAJER KEUANGAN DALAM KORPORASI**

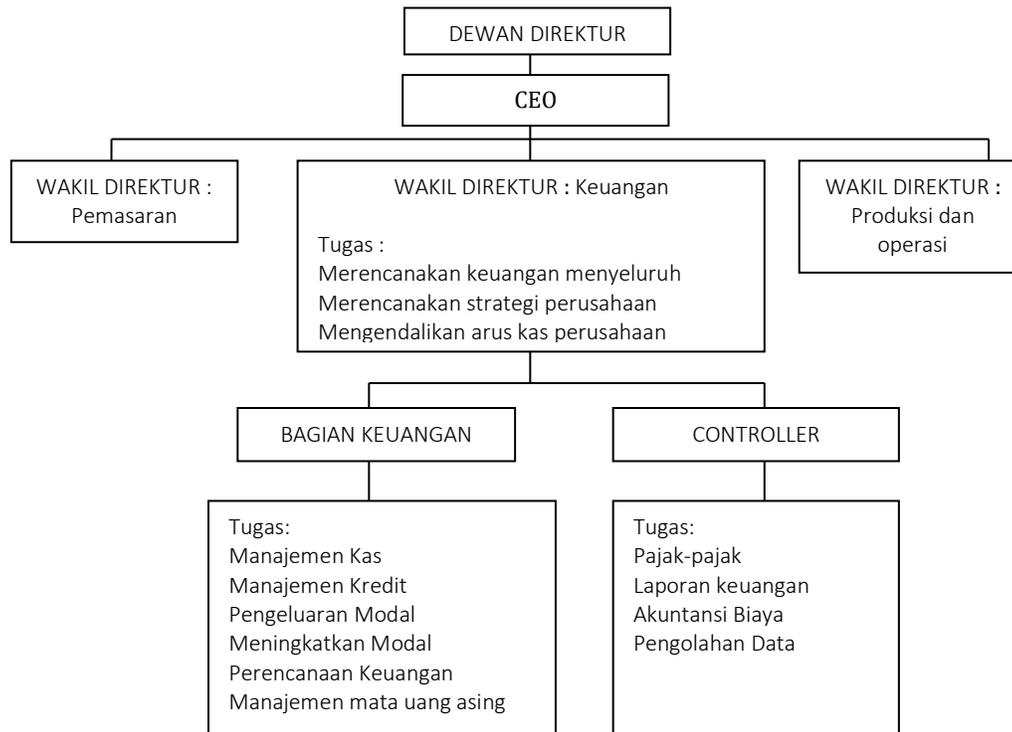
Apapun bidang bisnis yang ditekuni, sangat penting untuk memahami peranan manajemen keuangan dalam kegiatan operasi perusahaan. Walaupun banyak perusahaan memiliki struktur organisasi perusahaan yang berbeda-beda. Gambar 1.2 menunjukkan adanya struktur organisasi pada perusahaan manufaktur yang menekankan pada fungsi keuangannya. Kepala keuangan sebagai kepala dari tiga fungsi utama perusahaan, melapor langsung kepada Presiden atau wakil presiden. Pada perusahaan besar, operasi keuangan yang dipimpin oleh kepala keuangan dibagi menjadi dua cabang, yang masing-masing dikepalai oleh bendahara dan *controller*. Tanggung jawab *controller* pada umumnya berhubungan dengan akuntansi. Untuk kepentingan internal dilakukan perhitungan akuntansi biaya, anggaran dan peramalan. Sedangkan pihak eksternal, laporan dibuat untuk kepentingan perhitungan pajak, bursa efek dan sekuritas serta para pemegang saham.

---

## **HUBUNGAN KORPORASI DAN PASAR UANG**

Tujuan sistem keuangan adalah untuk menjembatani aliran dana dari pihak yang surplus dana kepada pihak yang memerlukan dana. Dalam pengertian yang umum, rumah tangga individu adalah pihak surplus dana sementara perusahaan

adalah pihak yang memerlukan atau defisit dana. Individu secara tidak langsung menyediakan dana bagi perusahaan melalui lembaga perantara keuangan atau *financial intermediary*. Lembaga keuangan tersebut selanjutnya menyalurkan dana kepada perusahaan baik dalam bentuk kredit atau melalui pembelian surat-surat berharga melalui pasar keuangan atau *financial market*. Dengan demikian pasar keuangan atau *financial market* terdiri atas lembaga dan mekanisme yang memungkinkan terciptanya aliran dana dari pihak yang mengalami surplus dana kepada pihak yang memerlukan dana. Untuk itu guna memberikan gambaran yang lebih jelas tentang aliran dana dalam sistem keuangan, perhatikan Gambar 1.3 dibawah. Gambar tersebut menjelaskan bahwa: (1) Pada awalnya korporasi memperoleh dana dengan menjual surat-surat berharga di pasar keuangan, (2) Korporasi kemudian menginvestasikan ke proyek baru yang menghasilkan dan, (3) Kas-nya kemudian diinvestasikan kembali di dalam korporasi, dikembalikan kepada investor, atau digunakan untuk pembelian kembali saham, dimana hal tersebut menyebabkan naiknya harga saham, atau diberikan kepada pihak pemerintah dalam bentuk pembayaran pajak.



Gambar 1.2. Bagaimana Bidang Keuangan Ditempatkan dengan Benar dalam Perusahaan

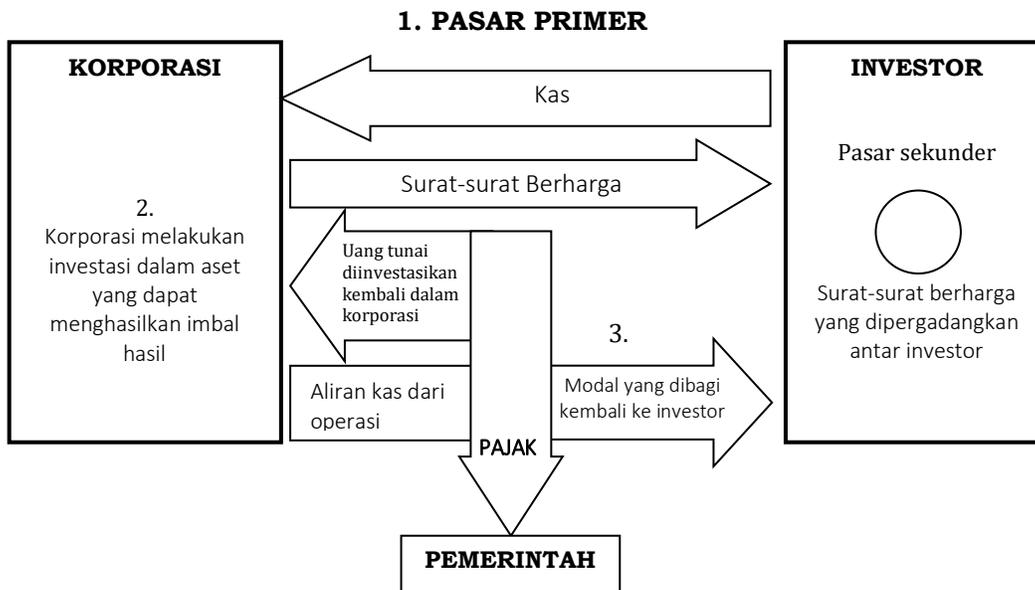
Sumber: Keown, Arthur J. dkk, 2008.

Pasar keuangan mempunyai peranan penting dalam manajemen keuangan, oleh karena itu manajer keuangan harus dapat memahami betul mekanisme pasar keuangan tersebut. Pasar keuangan dapat pula dilihat sebagai tempat berlangsungnya transaksi asset keuangan atau *financial asset* seperti saham, obligasi, *commercial paper*, *letter of credit* dan surat ber harga lainnya. Tujuan utama

dibentuknya pasar keuangan adalah: (a) menjembatani proses pemindahan dana, (b) mendorong pembentukan modal, dan (c) menciptakan harga pasar yang wajar. Secara jelas telah dijelaskan bagaimana transformasi dana dari pihak yang surplus dana kepada pihak yang memerlukan dana.

Pasar keuangan juga berfungsi sebagai media pembentukan modal sehingga dalam jangka panjang memberikan kontribusi yang positif kepada perekonomian negara. Tanpa pembentukan modal yang cukup pertumbuhan ekonomi dan lambat, kesempatan kerja akan terganggu, dan kemakmuran yang diharapkan akan sulit dicapai. Pasar keuangan yang berfungsi secara efisien di mana pihak surplus dan defisit dana dapat mengadakan kerja sama yang saling menguntungkan, tidak saja memberikan keuntungan kepada kedua pihak tetapi juga kepada masyarakat karena ekonomi akan tumbuh lebih baik.

Selain itu, pasar uang yang efisien memungkinkan untuk: (a) terciptanya harga pasar dan tingkat keuntungan yang wajar sehingga transaksi aset keuangan berlangsung secara cepat, (b) memudahkan penilaian prestasi manajemen, dan (c) memudahkan pengukuran nilai perusahaan. Dalam pasar keuangan yang efisien, harga pasar terbentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran. Sementara itu kita sepakat bahwa tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dan sebagai salah satu tolak ukurnya adalah harga pasar saham. Dengan demikian jika prestasi perusahaan atas manajemen baik, maka harga saham akan meningkat dengan asumsi faktor lain tetap.



Gambar 1.3. Hubungan Korporasi dan Pasar Uang

---

## **HARGA SAHAM DAN NILAI PEMEGANG SAHAM**

Dari awal, penting untuk memahami tujuan utama suatu usaha, dimana yang akan kita lihat tujuan suatu kepemilikan perseorangan berbeda dengan tujuan perseorangan terbatas. Diskusi dalam buku ini akan berfokus pada perusahaan yang dimiliki publik. Jadi pembahasan di dasarkan pada asumsi bahwa tujuan utama manajemen adalah maksimalisasi kekayaan pemegang saham (*stockholder wealth maximization*) yang diterjemahkan menjadi memaksimalkan harga saham biasa perusahaan.

Jika manajer ingin memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya, maka mereka harus tahu bagaimana kekayaan itu ditentukan. Pada intinya, kekayaan pemegang saham hanyalah jumlah lembar saham beredar yang dikalikan dengan harga pasar per lembar saham. Jika Anda saat ini memiliki 100 lembar saham Samsung dan harganya adalah Rp. 350 per lembar, maka kekayaan Anda di Samsung adalah Rp. 35.000. Kekayaan seluruh pemegang sahamnya dapat dijumlahkan dan menjadi nilai Samsung, hal yang seharusnya dimaksimalkan oleh manajemen. Jumlah lembar saham yang beredar untuk segala maksud dan tujuan adalah hal yang telah ditentukan, sehingga apa yang sebenarnya menentukan kekayaan pemegang saham adalah harga saham. Oleh karena itu, masalah utama adalah: apa yang menentukan harga saham tersebut?

Jika Samsung sudah mengambil keputusan yang baik, harga saham seharusnya akan meningkat. Sementara, jika mengambil sejumlah keputusan yang buruk, maka harga saham akan turun. Tujuan manajemen adalah mengambil sekumpulan keputusan yang menghasilkan harga saham maksimal karena ini akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Namun, perlu dicatat bahwa faktor diluar kendali manajemen juga dapat mempengaruhi harga saham perusahaan. Sebagai contoh, setelah serangan Bom Bali II, hampir seluruh harga saham turun, seefektif apa pun manajemennya.

---

## **NILAI INTRINSIK, HARGA SAHAM DAN KOMPENSASI**

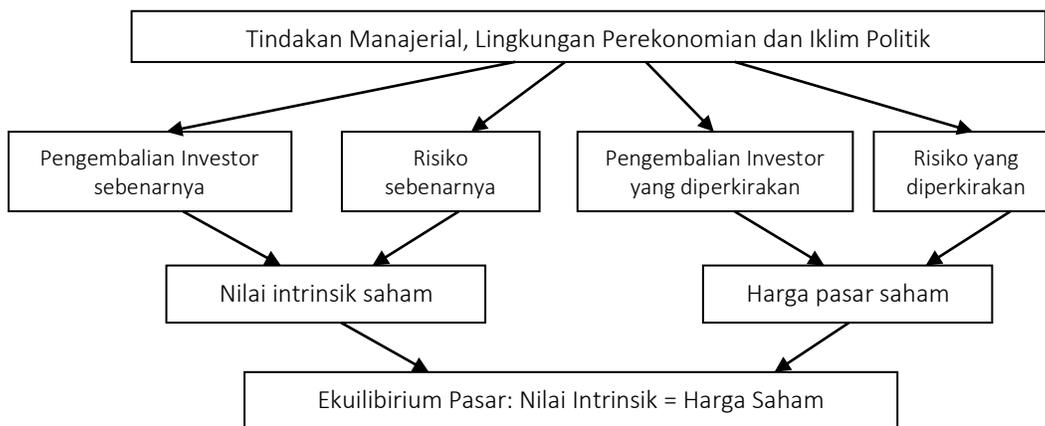
Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, harga saham didasarkan pada arus kas yang diharapkan pada tahun-tahun mendatang, bukan hanya ditahun berjalan. Jadi maksimalisasi harga saham meminta kita untuk melihat operasi secara jangka panjang. Kalangan akademisi selalu berasumsi bahwa setiap manajer mematuhi fokus jangka panjang ini, tetapi fokus untuk banyak perusahaan telah bergeser ke arah jangka pendek selama akhir abad ke 20. Untuk memberikan insentif kepada manajer agar memusatkan perhatiannya pada harga saham, maka pemegang saham (yang bertindak melalui dewan direksi) memberikan opsi saham kepada para eksekutif yang dapat dilaksanakan pada tanggal tertentu dimasa depan. Seorang eksekutif dapat melaksanakan opsi pada tanggal tersebut, mendapatkan saham, dan segera menjualnya kembali sehingga mendapatkan keuntungan. Ini menyebabkan banyak manajer mencoba untuk memaksimalkan harga saham pada tanggal pelaksanaan opsi, dan bukan jangka panjang. Akibatnya, ini akan menimbulkan beberapa penyelewengan yang sangat buruk. Proyek-proyek yang terlihat bagus dalam jangka panjang telah ditolak karena akan mengurangi laba dalam jangka pendek dan selanjutnya harga saham pada hari pelaksanaan opsi. Lebih buruk lagi, beberapa manajer sengaja melaporkan laba lebih saji sehingga mengangkat harga saham untuk sementara. Kemudian, para eksekutif ini

melaksanakan opsi mereka, menjual saham yang nilainya digelembungkan, dan meninggalkan para pemegang saham menanggung akibatnya ketika situasi yang sebenarnya telah terungkap. Enron dan WorldCom adalah contoh-contoh perusahaan dimana para manajernya melakukan hal seperti ini, tetapi terdapat banyak lagi yang lain.

Lebih banyak lagi perusahaan yang menggunakan praktik akuntansi agresif, tetapi diperkenankan untuk meningkatkan laba berjalan dan akan menurunkan laba ditahun-tahun ke depan. Misalnya, manajemen sebenarnya berpendapat bahwa aset seharusnya disusutkan selama 5 tahun, tetapi pelaksanaannya disusutkan selama 10 tahun. Ini mengurangi biaya dan meningkatkan laba yang dilaporkan untuk 5 tahun ke depan, tetapi meningkatkan biaya dan menurunkan laba pada 5 tahun berikutnya. Terdapat lebih banyak lagi prosedur akuntansi lain yang dipertanyakan, tetapi tetap diperkenankan. Semua itu dilakukan sebagai usaha untuk meningkatkan laba yang dilaporkan dan harga saham pada tanggal pelaksanaan opsi sehingga eksekutif mendapat keuntungan ketika mereka melaksanakan opsi mereka. Sudah jelas, semua hal ini membuat investor sulit untuk mengetahui jumlah nilai saham yang sebenarnya.

Gambar 1.4 dapat digunakan untuk menggambarkan situasi ini. Kotak yang paling atas menunjukkan bahwa tindakan managerial, bersama-sama dengan kondisi ekonomi dan politik, menentukan pengembalian investor. Ingat pula bahwa kita tidak tahu secara pasti jumlah pengembalian dimasa depan, kita dapat memperkirakannya, tetapi realisasi dan perkiraan pengembalian seringkali jauh berbeda. Investor menyukai pengembalian yang tinggi, tetapi tidak menyukai risiko. Dengan demikian, maka semakin besar laba yang diharapkan dan makin rendah risiko yang diakui, maka makin tinggi harga saham.

Baris kotak yang kedua membedakan antara apa yang disebut dengan “pengembalian sebenarnya yang diharapkan” dan risiko sebenarnya melawan pengembalian dan risiko yang diperkirakan yang dimaksud sebenarnya adalah pengembalian dari risiko yang diharapkan oleh sebagian besar investor jika mereka memiliki seluruh informasi yang tersedia tentang perusahaan. Diperkirakan artinya apa yang diharapkan oleh investor, mengingat keterbatasan informasi yang sebenarnya mereka miliki.



**Gambar 1.4. Determinan Nilai Intrinsik dan Harga Saham**

Sumber: Brigham Eugene F dan Houston, Joel F, 2012.

Baris kotak yang ketiga menunjukkan bahwa setiap saham memiliki suatu nilai intrinsik (*intrinsic value*) yang merupakan estimasi dari nilai sebenarnya seperti yang dihitung oleh analis yang sepenuhnya memiliki informasi didasarkan pada data risiko dan pengembalian yang akurat. Selain itu, harga pasar (*market value*) yang merupakan nilai pasar berdasarkan informasi yang diperkirakan tetapi memiliki kemungkinan salah seperti yang dilihat oleh investor marginal.

Jika harga pasar aktual saham dengan nilai intrinsiknya, maka seperti yang ditunjukkan pada kotak bagian bawah dalam gambar 1.4, saham tersebut dikatakan berada dalam kondisi ekuilibrium. Tidak terdapat ketidakseimbangan mendasar, sehingga tidak ada tekanan bagi harga saham untuk berubah. Nilai harga pasar dapat dan bisa jadi berbeda dari nilai intrinsik. Namun, pada akhirnya, seiring dengan terungkapnya masa depan, kedua nilai tersebut akan bertemu.

Harga saham aktual mudah ditentukan, harga ini telah diumumkan di surat kabar setiap hari. Namun, nilai intrinsik sepenuhnya di dasarkan atas estimasi, dan analis yang berbeda dengan data dan pandangan akan masa depan yang berlainan akan menghasilkan estimasi nilai intrinsik yang berbeda untuk satu saham tertentu. Tentunya, mengestimasi nilai intrinsik adalah inti dari analisis efek, dan sesuatu yang dikuasai oleh investor yang telah berhasil. Berinvestasi akan mudah, menguntungkan dan hampir tanpa risiko jika kita tahu seluruh nilai intrinsik saham. Namun, kita tentu tidak mengetahuinya, kita dapat mengestimasi nilai intrinsik, tetapi kita tidak akan pernah dapat memastikan kebenarannya. Perlu diperhatikan bahwa manajer suatu perusahaan memiliki informasi terbaik tentang prospek perusahaan dimasa depan sehingga estimasi nilai intrinsik manajer pada umumnya lebih baik dari pada estimasi investor luar. Walaupun begitu, manajer sekalipun dapat melakukan salah.

Nilai intrinsik adalah suatu konsep jangka panjang. Nilai ini mencerminkan baik tindakan yang tidak tepat maupun tindakan yang tepat. Tujuan dari manajemen hendaknya mengambil tindakan yang dirancang untuk memaksimalkan nilai intrinsik perusahaan, bukan dari harga pasarnya saat ini. Namun, perlu dicatat bahwa memaksimalkan nilai intrinsik akan memaksimalkan harga rata-rata dalam jangka panjang dan tidak selalu berarti harga saham saat ini.

---

## **ETIKA USAHA**

Pentingnya etika dalam dunia bisnis adalah superlatif dan global. Tren baru dan masalah timbul setiap hari yang dapat membuat beban penting untuk organisasi dan *end consumers*. Saat ini, kebutuhan untuk perilaku etis di dalam organisasi telah menjadi penting untuk menghindari tuntutan hukum. Banyaknya skandal korporasi yang terjadi belakangan ini menuntut dorongan yang kuat untuk memperbaiki etika bisnis. Skandal publik dan praktik penyimpangan perusahaan menyesatkan, telah mempengaruhi persepsi publik dari banyak organisasi (misalnya, Enron, Arthur Andersen, WorldCom dll).

Etika bisnis dalam perusahaan memiliki peran yang sangat penting, yaitu untuk membentuk suatu perusahaan yang kokoh dan memiliki daya saing yang tinggi pula serta mempunyai kemampuan menciptakan nilai (*value-creation*) yang tinggi, diperlukan suatu landasan yang kokoh. Tidak ada cara yang paling baik untuk memulai penelaahan hubungan antara etika dan bisnis selain dengan

mengamati, bagaimanakah perusahaan riil telah benar-benar berusaha untuk menerapkan etika ke dalam bisnis.

Secara sederhana etika bisnis dapat diartikan sebagai suatu aturan main yang tidak mengikat karena bukan hukum. Tetapi harus diingat dalam praktek bisnis sehari-hari etika bisnis dapat menjadi batasan bagi aktivitas bisnis yang telah dijalankan. Etika bisnis sangat penting mengingat dunia usaha tidak lepas dari elemen-elemen lainnya. Keberadaan usaha pada hakikatnya adalah untuk memenuhi kebutuhan dari masyarakat. Bisnis tidak hanya mempunyai hubungan dengan orang-orang maupun badan hukum sebagai pemasok, pembeli, penyalur, pemakai dan lain-lain.

Sebagai bagian dari masyarakat, tentu bisnis tunduk pada norma-norma yang ada pada masyarakat. Tata hubungan bisnis dan masyarakat yang tidak bisa dipisahkan itu membawa serta etika-etika tertentu dalam kegiatan bisnisnya, baik etika itu antara sesama pelaku bisnis maupun etika bisnis terhadap masyarakat dalam hubungan langsung maupun tidak langsung.

Dengan memetakan pola hubungan dalam bisnis seperti itu dapat dilihat bahwa prinsip-prinsip etika bisnis terwujud dalam satu pola hubungan yang bersifat interaktif. Hubungan ini tidak hanya dalam satu negara, tetapi meliputi berbagai negara yang terintegrasi dalam hubungan perdagangan dunia yang nuansanya kini telah berubah. Perubahan dari nuansa perkembangan dunia itu menuntut segera dibenahinya etika bisnis. Pasalnya, kondisi hukum yang melingkupi dunia usaha terlalu jauh tertinggal dari pertumbuhan serta perkembangan dibidang ekonomi. Jalinan hubungan usaha dengan pihak-pihak lain yang terkait begitu kompleks. Akibatnya, ketika dunia usaha melaju pesat, ada pihak-pihak yang tertinggal dan dirugikan, karena peranti hukum dan aturan main dunia usaha belum mendapatkan perhatian yang seimbang.

Harus diyakini bahwa pada dasarnya praktek etika bisnis akan selalu menguntungkan perusahaan baik untuk jangka menengah maupun jangka panjang, karena:

1. Mampu mengurangi biaya akibat dicegahnya kemungkinan terjadinya friksi, baik intern perusahaan maupun dengan eksternal.
2. Mampu meningkatkan motivasi pekerja.
3. Melindungi prinsip kebebasan berniaga
4. Mampu meningkatkan keunggulan bersaing.

Perusahaan yang melakukan suatu tindakan yang tidak etis akan memancing tindakan balasan dari konsumen dan masyarakat dan akan sangat kontra produktif, misalnya melalui gerakan pemboikotan, larangan beredar, larangan beroperasi dan lain sebagainya. Hal ini akan dapat menurunkan nilai penjualan maupun nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menjunjung tinggi nilai-nilai etika bisnis, pada umumnya termasuk perusahaan yang memiliki peringkat kepuasan bekerja yang tinggi pula, terutama apabila perusahaan tidak mentolerir tindakan yang tidak etis, misalnya diskriminasi dalam sistem remunerasi atau jenjang karier. Perlu dipahami, bahwa karyawan yang berkualitas adalah asset yang paling berharga bagi perusahaan. Oleh karena itu, setiap perusahaan harus semaksimal mungkin mempertahankan karyawannya.

---

## **KONFLIK ANTARA MANAJER DAN PEMEGANG SAHAM (AGENCY CONFLICTS)**

Pengendalian perusahaan dewasa ini sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik dari usaha. Pemilik tidak mampu lagi dikarenakan keterbatasannya untuk mengendalikan perusahaan yang menjadi semakin besar dan lebih kompleks. Telah dibahas sebelumnya bahwa tujuan utama yang harus dicapai adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan. Dengan demikian manajemen dapat dipandang sebagai agen dari pemilik perusahaan yang mempekerjakan mereka, memberikan wewenang dan kekuasaan untuk mengambil keputusan yang terbaik dan menguntungkan pemilik perusahaan. Secara teknis manajer yang memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan dapat dikategorikan sebagai agen pemilik perusahaan.

Secara teoritis kebanyakan manajer keuangan setuju untuk tujuan memaksimalkan pemilik perusahaan. Tetapi dalam kenyataannya, mereka juga berkepentingan terhadap kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup dan keuntungan yang lain seperti kantor yang mewah, keanggotaan profesional, fasilitas telpon, mobil pribadi dan tiket liburan yang kesemuanya dibebankan atas biaya perusahaan. Berbagai kepentingan tersebut membuat manajer jadi enggan untuk mengambil keputusan yang lebih beresiko. Jika mereka mempunyai persepsi resiko yang dihadapi lebih besar dibandingkan dengan kemungkinan kehilangan pekerjaan dan rusaknya reputasi individu. Akibatnya para manajer tidak lagi berusaha untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan mengambil jalan tengah dengan meminimumkan kerugian potensi dari pemilik perusahaan.

Yang dimaksud dengan konflik antar kelompok adalah konflik yang timbul antara pemilik, karyawan, dan manajer perusahaan dimana ada kecenderungan manajer yang lebih mementingkan tujuan individu dari pada tujuan perusahaan. *Agency problem* muncul terutama apabila perusahaan menghasilkan *free cash flows* yang sangat besar. *Free cash flows* adalah aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang profitable. Selain itu konflik antara manajemen dan pemegang saham sering timbul dalam transaksi pembelian sebuah perusahaan oleh perusahaan besar dengan menggunakan utang yang sering disebut dengan *leveraged buy out* (LBO). Dalam *leveraged buy out* biasanya manajemen merasa bahwa perusahaan dinilai terlalu rendah atau *underprice* akan: mengatur perjanjian kredit, melakukan penawaran atau *tender offer* untuk membeli saham perusahaan yang sebelumnya tidak dimiliki oleh group manajemen dan kemudian secara langsung mengendalikan sekaligus memiliki perusahaan. Konflik antara manajemen dan pemegang saham muncul karena dalam praktek pembelian saham tersebut manajemen sering kali dipandang melakukan penawaran yang kurang wajar.

*Agency conflict* yang lain dapat terjadi antara *stackholders* dengan *debtholders*. Hal ini disebabkan karena *debtholders* merasa dijadikan sebagai "kuda pedati" bagi pemegang saham; artinya kreditur dieksploitasi oleh pemegang saham. Pandangan seperti itu terjadi karena apabila perusahaan sukses maka pihak yang lain banyak menikmati keberhasilan itu adalah pemegang saham, tetapi apabila perusahaan mengalami kesulitan atau bangkrut maka resiko akan ditanggung oleh pemegang saham dan kreditur. Logika semacam ini juga

dijelaskan bahwa apabila perusahaan mendapatkan kredit maka tidak ubahnya pemegang saham membeli *call options* atau perusahaan. Apabila kemudian hari nilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan utang, maka pemegang saham akan meng-*exercise call option* yang berarti pemegang saham akan melunasi utang perusahaan. Tetapi apabila investasi yang dilakukan tidak berhasil dan mengakibatkan nilai perusahaan lebih kecil dibandingkan utang maka pemegang saham tidak akan meng-*exercise call option* perusahaan tersebut. Pandangan semacam itu mengakibatkan terjadinya konflik antara pemegang saham dengan kreditur.

Telah dijelaskan sebelumnya *agency conflict* dapat terjadi antar manajemen dengan pemegang saham. Seharusnya manajemen sebagai agen pemegang saham harus mengambil keputusan *on the best of interest of stocholders*. Tetapi dalam kenyataannya sering kali manajer karena kurangnya insentif yang diterima justru lebih mementingkan kepentingan sendiri. Oleh sebab itu cara yang digunakan agar manajer selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham adalah dengan memberikan *stock option*.

Manajer diberi hak untuk membeli saham perusahaan dengan jumlah tertentu dengan harga yang telah ditentukan. Dengan demikian manajer akan berusaha selalu meningkatkan harga saham perusahaan. Karena peningkatan harga saham berarti nilai *stock option* juga akan meningkat. Cara lain yang dapat digunakan adalah dengan meminta pembagian deviden dalam jumlah yang besar sehingga tidak terdapat *free cash flow*. Apabila manajer memerlukan dana untuk investasi maka manajer terpaksa harus mencari sumber dana eksternal. Apabila hal ini dilakukan secara periodik maka secara tidak langsung pemegang saham menempatkan manajer dibawah pengawasan pihak eksternal.

Sekali lagi hubungan keagenan terjadi pada saat principal memperkerjakan agen dan juga memberi wewenang kepada agen untuk mengambil keputusan. Dalam perusahaan dimana manajernya memiliki saham kurang dari seratus persen akan terjadi hubungan keagenan dengan konsekuensi potensial terjadi konflik keagenan. Guna memperkecil konflik keagenan tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya-biaya yang kemudian disebut dengan biaya keagenan atau *agency cost*.

Biaya keagenan tersebut mencakup biaya untuk membuat sistem informasi keuangan yang baik, biaya akuntan publik untuk mengaudit laporan keuangan agar tidak terjadi penyelewengan; pemeriksaan insentif kepada manajemen termasuk karyawan; pengangkatan anggota komisaris dari luar perusahaan agar netral; biaya pengawasan manajemen; pengeluaran untuk menata organisasi agar tidak terjadi penyimpangan dan *Lestariunities cost* yang harus ditanggung karena adanya batasan baik dari pemegang saham maupun kreditur dan secara lebih rinci dijelaskan pada bagian berikut. Terdapat beberapa mekanisme yang dapat memotivasi manajer agar bertindak yang terbaik bagi kepentingan pemegang saham seperti: ancaman kehilangan pekerjaan, ancaman pembelian oleh perusahaan lain atau *take over*, dan kompensasi atau insentif. Dalam usaha meminimumkan *agency problem* maka diperlukan biaya yang disebut dengan *agency cost* yang mencakup :

1. Pengeluaran untuk monitoring seperti halnya biaya untuk pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern. Biaya tersebut harus dikeluarkan

dengan meyakinkan bahwa manajemen bertindak atas dasar kepentingan terbaik bagi pemilik perusahaan.

2. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten memaksimalkan nilai perusahaan. Bentuk insentif yang umum adalah *stock option* yaitu pemberian hak kepada manajemen untuk membeli saham perusahaan dimasa yang akan datang dengan harga yang telah ditentukan. Bentuk kedua adalah *performance shares* yaitu pemberian saham kepada manajemen atas pencapaian tujuan pencapaian tingkat *return* tertentu. Pemberian insentif sering pula berupa pemberian *cash bonus* atau bonus kas yang dikaitkan dengan pencapaian tujuan tertentu.
3. *Fidelity bond* adalah kontrak perusahaan dengan pihak ketiga dimana pihak ketiga-*bonding company* setuju untuk membayar perusahaan jika para manajer telah berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan. *Fidelity bounding* mempunyai pengertian hampir sama dengan asuransi kerugian atas praktek yang tidak jujur.
4. *Golden parachute* dan *posion pill* dapat digunakan pula untuk mengurangi konflik antara manajemen pemegang saham. *Golden parachutes* adalah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi pengendalian perusahaan. dengan demikian manajemen tidak perlu khawatir akan kehilangan pekerjaan.

Sedangkan *posion pill* adalah usaha dari pemegang saham untuk menjaga perusahaan tidak diambil alih oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu atau mengeluarkan obligasi disertai dengan hak penjualan obligasi pada harga tertentu. Sehingga apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain, maka pembeli perusahaan wajib membeli saham dan obligasi yang telah ditentukan sebelumnya.

Seperti telah disinggung sebelumnya, perlu dilakukan usaha mensejajarkan kepentingan pemegang saham, manajemen dan kreditur agar tidak terjadi konflik keagenan. Adapun usaha yang dapat dilakukan guna meminimumkan keagenan tersebut adalah :

1. Pemberian kompensasi yang cukup baik berupa kompensasi minimum, kompensasi tambahan dan pemberian *stock option* hak untuk membeli saham perusahaan dimasa datang dengan jumlah dan harga yang telah ditentukan dimuka. Pemberian *stock option* ini diyakini akan menurunkan konflik keagenan, karena semakin baik kinerja perusahaan maka harga saham semakin tinggi. Hal ini tidak saja meningkatkan kemakmuran pemegang saham tetapi juga meningkatkan nilai opsi bagi manajemen.
2. Intervensi langsung oleh para pemegang saham. Akhir-akhir ini kepemilikan atas saham terkonsentrasi ditangan para investor institusional, hal ini tentu memudahkan bagi investor untuk melakukan intervensi langsung. Karena investor institusional tersebut dapat dengan mudah menempatkan orang-orang di jajaran direksi.
3. Ancaman untuk dipecat atau *threat of firing*. Banyak contoh direksi perusahaan karena kinerja yang jelek. Selain itu mekanisme diyakini dapat mendisiplinkan manajemen karena manajer yang tidak profesional, kinerja jelek tentu tidak akan mendapatkan tempat dan penghargaan yang cukup.

4. Ancaman untuk diambil alih *teared of take overs*. Perusahaan yang kinerjanya jelek maka sahamnya akan jatuh, dan konsekuensi menjadi sasaran untuk diambil alih perusahaan lain. Manajer menyadari bahwa hal itu yang akan berakibat hilangnya posisi sebagai direksi perusahaan. Ungkapan menarik disimak adalah jika direksi tetap menginginkan jabatannya, jangan biarkan harga saham mengalami penurunan.

---

## **PERUBAHAN PERANAN DALAM MANAJEMEN KEUANGAN**

Pada awal tahun 1900-an, ketika bidang keuangan untuk pertama kali tumbuh sebagai bidang studi yang berdiri sendiri, maka penekanannya lebih banyak pada hal-hal yang menyangkut pada hukum seperti penggabungan usaha (merger), konsolidasi perusahaan, pembentukan perusahaan baru dan penerbitan berbagai jenis surat-surat berharga perusahaan. Ketika industrialisasi mulai berkembang pesat, masalah kritis yang dihadapi perusahaan adalah dalam pencarian modal dalam perluasan usaha. Pasar modal saat itu masih primitive, dan pemindahan dana dari pemilik perorangan ke dunia usaha masih mengalami kesulitan. Laporan akuntansi tentang laba usaha dan nilai harta boleh dikatakan tidak handal, dan perdagangan saham oleh orang dalam perusahaan dan para manipulator menyebabkan harga saham sangat berfluktuasi. Sebagai akibatnya, para investor menolak untuk membeli saham obligasi. Pada situasi semacam itu, dengan mudah dapat dimengerti mengapa bidang keuangan memusatkan perhatiannya pada masalah-masalah hukum tentang penerbitan surat berharga.

Perkembangan manajemen keuangan berkembang lebih cepat selama akhir periode tahun 1950-an. Bila pada masa sebelumnya perhatian manajemen lebih banyak ditujukan pada sisi sebelah kanan neraca (yaitu hutang dan modal), maka perhatian mulai beralih pada analisis harta. Perhatian manajemen keuangan juga mulai beralih dari sudut pandang pihak luar ke sudut pandang intern perusahaan, oleh karena keputusan di bidang keuangan di anggap sebagai masalah pokok perusahaan secara keseluruhan. Bahan-bahan yang bersifat deskriptif dan institusional masih terus dipelajari, akan tetapi harus dalam konteks keputusan keuangan perusahaan (Weston dan Copeland, 1995).

### **DAMPAK INFLASI TERHADAP MANAJEMEN KEUANGAN**

Selama periode inflasi, akan banyak isu-isu berkaitan tentang hal tersebut. Nantinya akan sangat mempengaruhi pelaporan keuangan dan perubahan harga. Nilai aktiva yang tercatat sebesar biaya akuisisi awalnya jarang mencerminkan nilai terkininya (yang lebih tinggi). Nilai aktiva yang dinyatakan lebih rendah akan menghasilkan beban yang dinilai lebih rendah dan laba yang dinilai lebih tinggi. Nilai aktiva yang dinyatakan lebih rendah akan menghasilkan beban yang dinilai lebih rendah dan laba yang dinilai lebih tinggi. Dari sudut pandang manajemen, ketidakakuratan ini mendistorsi proyeksi keuangan yang didasarkan pada data seri waktu historis, anggaran yang menjadi dasar pengukuran kinerja, dan data kinerja yang tidak dapat mengisolasi pengaruh inflasi yang tidak dapat dikendalikan. Hal tersebut menyebabkan terjadi kenaikan dalam proporsi pajak, permintaan deviden lebih banyak dari pemegang saham, permintaan gaji dan

upah yang lebih tinggi dari para pekerja, dan tindakan yang merugikan dari negara tuan rumah (seperti pengenaan pajak keuntungan yang sangat besar).

Jika perusahaan telah mendistribusikan labanya maka besar kemungkinan perusahaan tidak dapat melakukan penggantian aktiva tertentu yang mengalami kenaikan harga karena kekurangan sumber daya. Penyajian laporan keuangan yang tidak disesuaikan dengan kemampuan daya beli ini akan mempengaruhi pembaca laporan dalam menginterpretasikan dan membandingkan kinerja operasi perusahaan. Jika pendapatan dicatat sesuai dengan nilai daya beli kini sedangkan biaya dicatat sebesar daya beli historis akan membuat pengukuran laba yang tidak akurat.

Prosedur akuntansi konvensional juga mengabaikan keuntungan dan juga kerugian daya beli yang timbul dari kepemilikan kas (atau ekuivalennya) selama periode inflasi. Inflasi yang telah menyatu dengan lingkungan ekonomi suatu perusahaan harus dipandang sebagai suatu pertimbangan penting pada keputusan-keputusan keuangan perusahaan. Kekhawatiran terhadap berlanjutnya inflasi berpengaruh kuat pada berbagai kebijakan dibidang keuangan. Berikut ini adalah faktor-faktor yang mempengaruhi manajemen keuangan yang terkait dalam inflasi.

### **Suku Bunga**

Suku bunga yang harus dihasilkan dari setiap surat-surat berharga pada kondisi tanpa inflasi disebut "suku bunga sebenarnya" (*real interest rate*). Suku bunga yang diawasi oleh pasar keuangan disebut "suku bunga nominal" yang merupakan suku bunga sebenarnya ditambah dengan "premi inflasi". Premi inflasi mencerminkan laju inflasi yang diharapkan dalam jangka panjang. Akibatnya, kenaikan laju inflasi yang diperkirakan akan diterjemahkan dalam bentuk tingginya suku bunga. Jadi dapat kita ketahui bahwa inflasi menyebabkan biaya untuk memperoleh dana semakin mahal bagi siapapun.

### **Kesulitan-Kesulitan Perencanaan**

Perusahaan bisnis beroperasi atas dasar rencana jangka panjang. Sebagai contoh: sebuah perusahaan yang membangun pabrik, tentu didahului dengan analisis mendalam tentang pendapatan dan biaya, yang diperkirakan sepanjang umur pabrik tersebut. Pada kondisi terbaikpun, membuat perkiraan pendapatan dan biaya bukan merupakan pekerjaan yang mudah. Pada kondisi inflasi yang membumbung cepat, dimana biaya-biaya bahan baku dan upah tidak menentu, sangat diperlukan ramalan-ramalan yang tepat meskipun sulit dilakukan.

### **Permintaan Terhadap Modal**

Inflasi menyebabkan naiknya jumlah modal yang dibutuhkan untuk menjalankan kegiatan bisnis dalam volume tertentu. Jika barang persediaan terjual, maka barang tersebut harus digantikan dengan barang pengadaan yang lebih mahal. Sehingga para manajer keuangan mencari tambahan modal, pengusaha moneter (pemerintah) mencoba membatasi besarnya dana yang biasa dipinjamkan untuk menekan laju inflasi.

### **Harga Obligasi Menurun**

Jika suatu bunga meningkat, maka harga obligasi jangka panjang akan menurun. Dalam usaha menghindari kerugian karena turunnya modal, pemberi pinjaman akan mulai:

1. Meminjam lebih banyak dana dalam jangka pendek ketimbang dalam bentuk hutang jangka panjang
2. Mengharuskan dan memaksa obligasi yang suku bunganya bergerak sesuai dengan "suku bunga umum" yang diukur dengan indeks suku bunga.

### **Masalah Akuntansi**

Jika laju inflasi sangat tinggi, maka laba yang dilaporkan pada perhitungan laba-rugi akan terlalu tinggi. Penjualan persediaan yang biaya pengadaanya rendah menghasilkan laba yang dilaporkan lebih tinggi, akan tetapi arus kas berkurang ketika perusahaan harus mengisi kembali persediaan dengan biaya pengadaan kembali yang lebih mahal. Jika perusahaan merencanakan pembayaran deviden dan menambah mesin berdasarkan apa yang ditulis dalam laporan keuangan, maka hal ini bisa menimbulkan masalah keuangan yang pelik.

## **LINGKUNGAN EKONOMI DAN KEUANGAN YANG TERUS BERUBAH**

Perubahan-perubahan besar dalam lingkungan ekonomi, politik dan keuangan mulai meledak dalam tahun 1980-an. Hal ini pada gilirannya mempunyai dampak yang besar pada praktek keuangan. Perubahan lingkungan ekonomi dan keuangan yang mempengaruhi manajemen keuangan diantaranya adalah persaingan internasional dan keuangan internasional.

### **Persaingan Internasional**

Di zaman sekarang para pengusaha tidak hanya memiliki bisnis di dalam negeri saja tetapi juga pasar internasional. Perusahaan yang memiliki pasar global dipercaya akan mampu memberikan tekanan pada biaya operasional dan mencapai kesuksesan pada produknya. Proteksi hanya dapat memperlambat adanya produk lainnya yang unggul dan pertahanan yang paling baik adalah memasuki pasar di seluruh dunia. Memasuki pasar internasional juga memiliki resiko yang besar tetapi keuntungan yang besar pula yang disebabkan oleh fluktuasi mata uang yang tidak stabil dan juga pembiayaan komunikasi dan produk yang sangat mahal.

### **Keuangan Internasional**

Keuangan Internasional merupakan instrument yang digunakan untuk membahas arus dengan skala yang besar dalam Hubungan Internasional. Terjadi banyak problem-problem yang menyangkut permasalahan keuangan global yang dipengaruhi ekonomi politik sehingga memerlukan perhatian lebih khusus terhadap permasalahan tersebut. Problem-problem yang terjadi menyangkut keuangan internasional sudah terjadi beberapa abad terakhir ini, masalah tersebut timbul dikarenakan terdapat kepentingan-kepentingan dari tiap-tiap negara di dunia sehingga dapat menyebabkan permasalahan yang bersifat global. Pemerintah terus berusaha mencari cara yang efisien untuk mengatur dan menentukan kelancaran dari arus keuangan internasional.

---

## **PRINSIP DASAR MANAJEMEN KEUANGAN**

Setidaknya terdapat 10 (sepuluh) prinsip dasar sederhana yang memerlukan pengetahuan menyangkut keuangan untuk memahaminya. Namun, sementara ini tidak perlu memahami keuangan dalam rangka memahami prinsip-prinsip dasar ini, maka yang diperlukan adalah memahami prinsip keuangan ini untuk memahami keuangan. Perlu dicatat bahwa walaupun prinsip-prinsip dasar ini pada awalnya nampak sederhana atau bahkan sepele, namun akan menyediakan daya penggerak dibelakang semua yang mengikutinya. Prinsip-prinsip dasar ini akan bergerak bersama-sama teknik dan konsep yang dijabarkan dalam buku ini, dengan demikian memungkinkan kita untuk fokus terhadap logika yang mendasari praktik keuangan. Berikut penjelasan dari sepuluh prinsip dasar manajemen keuangan (Keown, Arthur J. dkk, 2008).

### **PRINSIP 1:**

**Adanya Keseimbangan Antara Risiko (Risk) Dengan Tingkat Pengembalian, Jangan Menambah Risiko Kecuali Di Ikuti Oleh Peningkatan Tingkat Pengembalian Investasi.**

Jika ada banyak orang berbeda dan mereka hendak memakai uang kita, bagaimana kita memutuskannya? Pertama, para investor pasti menginginkan suatu tingkat pengembalian minimum yang harus lebih besar dari tingkat inflasi yang diperkirakan atas imbalan dari keputusan menunda konsumsi pada saat ini. Jika mereka tidak menerima pengembalian yang cukup atas perkiraan tingkat inflasi yang mungkin terjadi, maka mereka akan membeli atau menanamkannya pada barang-barang yang mempunyai kenaikan harga yang tinggi. Tabungan yang memiliki daya beli yang terus menerus turun tidak akan memberikan daya tarik bagi individu untuk menunda konsumsinya.

Alternatif-alternatif investasi mempunyai sejumlah risiko dan tingkat pengembalian yang berbeda. Pada investor kadang-kadang lebih senang memilih suatu investasi dengan risiko yang tinggi karena jenis investasi ini menawarkan suatu tingkat pengembalian yang tinggi juga. Semakin tinggi tingkat pengembalian suatu investasi maka semakin tinggi harapan pengembaliannya. Tetaplah ingat bahwa kita selalu menitik beratkan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dari pada tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Kita pasti memiliki suatu harapan atas keuntungan yang akan kita peroleh dimasa yang akan datang, namun kita tidak dapat memastikan kondisi yang akan terjadi kemudian serta menentukan nilai aktual yang akan diterima. Hubungan risiko pengembalian ini merupakan suatu konsep utama seperti kita menilai saham, obligasi, dan proyek baru yang diusulkan melalui teks ini. Kita juga akan menghabiskan waktu untuk menentukan bagaimana cara untuk mengukur risiko.

### **PRINSIP 2:**

**Terdapatnya Nilai Waktu Uang, Uang Yang Diterima Hari Ini Lebih Berharga Bila Dibandingkan Uang Yang Akan Diterima Dimasa Datang.**

Suatu konsep dasar dalam keuangan adalah nilai uang yang dikaitkan dengan waktu. Uang yang kita terima pada saat ini akan jauh lebih berharga dibandingkan dengan uang yang akan diterima tahun depan. Kita bisa mendapatkan bunga atas uang yang diterima sekarang, sehingga kita lebih suka menerimanya sekarang

daripada kemudian. Pada pelajaran ekonomi konsep nilai waktu dari uang mengacu pada biaya kesempatan (*opportunity cost*) dalam rangka menghasilkan pendapatan pada saat sekarang.

### **PRINSIP 3:**

#### **Surplus Kas Yang Utama, Bukan Laba.**

Dalam mengukur kekayaan perusahaan kita menggunakan arus kas (*cash flow*) dan bukan keuntungan akuntansi (*accounting profit*) sebagai alat pengukurannya. Kita akan menekankan perhatian kita terhadap uang yang ada ditangan kita, ketika kita dapat menginvestasikannya dan mulai menghasilkan bunga, dan ketika kita dapat mengembalikannya kepada pemegang saham dalam wujud dividen. Uang kas adalah sesuatu yang secara riil diterima dan dapat diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Sedangkan keuntungan akuntansi, lebih banyak menggambarkan besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan, dari pada besarnya uang kas yang benar-benar ada.

### **PRINSIP 4:**

#### **Pertambahan Arus Kas Merupakan Satu-Satunya Perubahan Yang Harus Diperhatikan.**

Dalam membuat keputusan keuangan, kita berkepentingan dengan hasil keputusan tersebut. Apa yang akan terjadi jika kita memutuskan ya dan apa yang terjadi jika kita memutuskan tidak? Prinsip 3 menyatakan bahwa kita harus menggunakan arus kas sebagai alat pengukur manfaat suatu proyek baru. Proses evaluasi ini akan lebih diperdalam lagi dengan menekankan pada kas yang diterima perusahaan antara dua keputusan, jika perusahaan mengambil dan tidak mengambil proyek tersebut. Yang terpenting adalah apa yang kita pikir tentang kenaikan arus kasnya. Pedoman dalam menentukan apakah arus kas tersebut bersifat *incremental* adalah dengan membandingkan aliran kas perusahaan dengan atau tanpa proyek tersebut. Sebenarnya, kita akan lebih menitik beratkan penggunaan konsep *incremental* dari aliran kas serta mempertimbangkan segala konsekuensi dari semua keputusan berdasarkan kenaikan kasnya.

### **PRINSIP 5:**

#### **Kondisi Persaingan Pasar Merupakan Alasan Mengapa Sangat Sulit Untuk Memperoleh Proyek-Proyek Dengan Keuntungan Yang Luar Biasa.**

Pekerjaan kita sebagai manajer keuangan adalah menciptakan kekayaan. Kita akan melihat lebih jauh lagi mekanisme penilaian dan pengembalian keputusan, dengan menekankan pada cara memperkirakan arus kas, menentukan besarnya hasil yang di dapat dari proyek tersebut serta menilai harta dan proyek baru. Tetapi dalam pelaksanaannya, sangatlah mudah bagi kita untuk menangkap mekanisme penilaian, namun lupa pada proses penciptaan kekayaan. Mengapa sulit untuk mendapatkan proyek dan investasi yang menguntungkan? Jawaban dari pertanyaan ini akan menceritakan banyak hal mengenai bagaimana kondisi persaingan pasar serta tempat dimana kita harus mencari proyek yang menguntungkan.

Pada pasar yang sangat kompetitif, laba yang sangat besar tidak dapat terus menerus diperoleh. Jika dalam keadaan suram, bagaimana kami dapat mendapatkan proyek yang menguntungkan yaitu suatu proyek yang memiliki tingkat pengembalian investasi melebihi yang diharapkan. Kondisi pasar yang mem-

persulit keadaan, menyebabkan kita harus menginvestasikannya di pasar yang kurang kompetitif. Dua cara yang umum digunakan untuk membuat pasar menjadi kurang kompetitif adalah dengan melakukan diferensiasi produk atau membangun keunggulan harga.

Diferensiasi produk dapat melindungi produk dari persaingan, maka dengan demikian memungkinkan sebuah perusahaan untuk membebaskan pada konsumen harga premium. Diferensiasi produk membuat pilihan konsumen tidak lagi hanya berdasarkan harga. Sebagai contoh, banyak orang bersedia membayar dengan harga premium untuk mendapatkan kopi starbucks. Mereka hanya ingin kopi starbucks dan harga tidaklah penting. Dalam industri obat-obatan, hak paten menciptakan hambatan kompetitif.

## **PRINSIP 6:**

### **Pasar Modal Yang Efisien Merupakan Pasar Yang Bereaksi Cepat Dengan Harga Yang Tepat Pula.**

Efisien tidaknya suatu pasar sangat tergantung pada seberapa cepat dampak suatu informasi yang dicerminkan dari harga surat-surat berharga. Ciri khusus suatu pasar yang efisien ditentukan oleh banyaknya jumlah individu yang mencari keuntungan yang bereaksi secara independen. Sebagai tambahan, segala informasi yang berkaitan dengan surat berharga diterima pasar secara random. Jika hal ini terjadi maka para investor akan bereaksi terhadap informasi baru yang diterima dengan cara menjual ataupun membeli surat berharga yang ada sampai mereka merasa bahwa harga pasar yang terjadi benar-benar telah mencerminkan informasi baru itu. Dengan hipotesis pasar yang efisien, informasi akan dicerminkan dari surat-surat berharga secara cepat sehingga tidak ada satu investorpun memiliki kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar. Persaingan para investor untuk mendapatkan laba, menunjukkan pendapatan yang diinginkan serta risiko yang terkandung yaitu nilai perusahaan yang sesungguhnya.

Apakah implikasi dari pasar efisien untuk kita? *Pertama*, harga yang sudah tepat. Harga saham mencerminkan semua informasi yang ada di masyarakat sehubungan dengan nilai perusahaan. Ini berarti kita dapat menerapkan tujuan kita untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham dengan memusatkan semua efek dari keputusan kita pada harga saham dengan kondisi lain diasumsikan tetap. Berupa, pengambilan keputusan yang tepat yang akan meningkatkan harga saham dan sebaliknya. *Kedua*, manipulasi pendapatan melalui perubahan sistem akuntansi tidak akan mengubah harga saham. Pemecahan saham (*stock split*) serta perubahan lain pada metode akuntansi yang tidak mempengaruhi arus kas perusahaan tidak akan tercermin dalam harga saham. Harga pasar mencerminkan aliran kas yang diharapkan mungkin terjadi bagi pemegang saham. Dengan demikian perhatian kita pada arus kas sebagai alat mengukur manfaat keuntungan proyek merupakan hasil yang tepat dan beralasan.

## **PRINSIP 7:**

### **Masalah Keagenan (*Agency Problem*), Manajer Tidak Akan Bekerja Untuk Kepentingan Pemilik Perusahaan Jika Tidak Selaras Dengan Kepentingan Mereka.**

Masalah keagenan terjadi akibat adanya pemisahan tugas manajemen perusahaan dengan para pemegang saham. Sebagai contoh, sebuah perusahaan bisa mungkin

dijalankan oleh para manager profesional yang sedikit atau tidak sama sekali mempunyai kepemilikan dalam perusahaan itu. Karena adanya pemisahan tanggungjawab antara pembuat keputusan dan pemilik perusahaan, para manager bisa saja membuat keputusan yang sama sekali tidak sesuai dengan tujuan memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Mereka mungkin bekerja dengan tidak semangat, mencoba untuk mendapatkan gaji yang hanya menguntungkan mereka dan menambah beban bagi para pemegang saham.

Sebagai awal, agen adalah orang yang diberi kekuasaan untuk bertindak atas nama yang lain, dikenal dengan istilah sebagai prinsipal. Dalam mengatur perusahaan, pemegang saham adalah prinsipal, sebab mereka adalah pemilik nyata dari perusahaan. Dewan direksi, CEO, pada eksekutif perusahaan dan semuanya dengan kekuasaan pengambilan keputusan adalah agen (perantara) dari pemegang saham. Sayangnya, Dewan Direksi, CEO dan eksekutif perusahaan yang lain tidak selalu melakukan apa yang menjadi kepentingan terbaik bagi pemegang saham. Sebagai gantinya, mereka seringkali bertindak untuk kepentingan mereka sendiri. Bukan hanya memungkinkan mereka menguntungkan diri sendiri, dengan penghasilan tambahan dan gaji, tetapi mereka mungkin juga menghindari proyek manapun yang mempunyai risiko yang dihubungkan dengan mereka sekalipun jika proyek besar mereka memberikan pengembalian yang berpotensi dan kemungkinan kegagalannya sangat kecil. Mengapa seperti itu? Sebab jika proyek tidak menghasilkan, agen-agen dari pemegang saham ini akan kehilangan pekerjaan mereka.

### **PRINSIP 8:**

#### **Terdapat Bias Keputusan Bisnis Karena Perpajakan.**

Kebanyakan keputusan sulit dibuat manajer keuangan tanpa mempertimbangkan dampak perpajakan. Pada prinsip 4, hanya tambahan aliran kas perusahaan saja yang diterima yang akan digunakan sebagai pertimbangan dalam proses evaluasi. Secara lebih khusus, tambahan arus kas yang dipertimbangkan adalah tambahan aliran kas (*cash flow*) sesudah pajak bersih yang diterima perusahaan.

Dalam mengevaluasi suatu proyek baru, maka dapat dilihat bahwa pajak penghasilan mempunyai peranan yang cukup berarti. Pada saat perusahaan menganalisis pembelian suatu proyek atau peralatan, besarnya pengembalian investasi harus dihitung berdasarkan nilai bersih sesudah pajak.

### **PRINSIP 9:**

#### **Tidak Semua Risiko Sama, Ada Beberapa Risiko Yang Dapat Di Diversifikasi.**

Kebanyakan masalah keuangan hanya tertuju pada Prinsip 1: Keseimbangan Risiko dan Pengembalian. Namun sebelum kita menggunakan prinsip 1, kita harus memahami terlebih dahulu bagaimana mengukur risiko. Namun demikian, diversifikasi juga dapat menyulitkan kita dalam mengukur risiko sebuah proyek dan aktiva.

### **PRINSIP 10:**

#### **Melakukan Sesuatu Yang Benar Merupakan Perilaku Yang Etis Dan Ada Banyak Dilema Etika Dalam Manajemen Keuangan.**

Masalah etika, atau lebih tepat masalah kekurangan etika, di dalam keuangan selalu muncul dalam pemberitaan. Perilaku etis berarti seseorang melakukan hal

yang benar. Namun kesukaran muncul, ketika seseorang berusaha untuk merumuskan melakukan hal yang benar. Masalahnya adalah bahwa setiap orang mempunyai ukuran nilai masing-masing, yang membentuk dasar pertimbangan pribadi kita tentang kebenaran apa yang harus dilakukan. Namun setiap masyarakat mengadopsi seperangkat peraturan dan hukum yang merumuskan tentang apa yang dipercaya mengenai melakukan hal yang benar. Dalam beberapa hal, kami menganggap bahwa hukum yang ada dapat mencerminkan nilai-nilai yang berlaku dalam masyarakat.

Berbicara tentang etika, pada dasarnya berbicara tentang tanggungjawab sosial. Secara umum, tanggungjawab sosial perusahaan menggambarkan kewajiban perusahaan kepada masyarakat sekitar selain kepada pemegang saham. Hal ini memperjelas bahwa perusahaan bertanggungjawab kepada konstitusi yang lebih luas dari sekedar kepada masyarakat sekitar selain kepada para pemegang saham perusahaan itu sendiri. Pada umumnya, banyak debat dan diskusi yang menyangkut masalah modal dan etika tidak menghasilkan jawaban yang pasti. Salah satu pendapat adalah, manager keuangan hanyalah pegawai dari suatu perusahaan dan perusahaan itu sendiri dimiliki oleh para pemegang saham. Mereka harus menjalankan perusahaan sedemikian rupa sehingga dapat memaksimalkan para pemegang saham, dan menyerahkan keputusan kepada para pemegang saham apakah bersedia mengorbankan sebagian keuntungan perusahaan sebagai tanggungjawab sosial perusahaan.

---

## **PERTANYAAN**

1. Jelaskan dengan singkat pengertian dari manajemen keuangan dan berikan contohnya?
2. Gambarkan dan jelaskan kedudukan manajer keuangan dalam struktur organisasi?
3. Jelaskan dengan singkat dan berikan contoh : a. keputusan pendanaan, b. keputusan investasi dan c. keputusan manajemen aktiva
4. Berikan contoh tugas dan tanggung jawab dari seorang manajer keuangan?
5. Jelaskan dengan singkat apa tugas seorang bendahara?
6. Sebagai tujuan operasi perusahaan, mengapa maksimalisasi modal pemegang saham lebih baik daripada maksimalisasi laba usaha?
7. Apa perbedaan antara maksimalisasi nilai perusahaan dengan maksimalisasi modal pemegang saham?
8. Tugas individu atau kelompok: Anda ditugaskan membuat makalah atau tulisan tentang kedudukan manajemen keuangan dalam struktur organisasi.
9. Jelaskan tujuan dari manajemen keuangan dan berikan contohnya?
10. Apa saja konflik kepentingan potensial antara pemegang saham dengan pemegang obligasi? Bagaimana cara mengatasinya?
11. Sebutkan dan jelaskan beberapa peluang karir dibidang keuangan?
12. Periode perkembangan apa saja yang telah terjadi dibidang keuangan? Situasi apa yang mengakibatkan terjadinya evolusi kepentingan pada setiap periode itu?
13. Jelaskan dengan singkat prinsip-prinsip dasar manajemen keuangan?



# **NILAI WAKTU DARI UANG**

## **Tujuan Pembelajaran**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Garis Waktu
2. Nilai Masa Depan (*Future Value*)
3. Nilai Sekarang (*Present Value*)
4. Menghitung Tingkat Bunga,  $i$
5. Menghitung Jumlah Tahun,  $N$
6. Anuitas
7. Nilai Masa Depan Dari Anuitas Biasa
8. Nilai Masa Depan Dari Anuitas Jatuh Tempo
9. Nilai Sekarang Dari Anuitas Biasa
10. Perpetuitas
11. Arus Kas Yang Tidak Sama
12. Nilai Masa Depan Dari Aliran Kas Yang Tidak Sama
13. Menghitung Dengan Arus Kas Yang Tidak Sama
14. Pemajemukan Setengah Tahunan Dan Periode Pemajemukan Lainnya
15. Membandingkan Tingkat Bunga
16. Periode Waktu Pecahan
17. Pinjaman Yang Diamortisasi

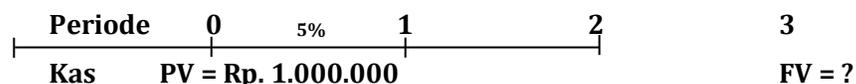
Ada satu pepatah yang mengatakan waktu adalah uang (*time is money*). Ungkapan ini sering kita ucapkan dan kita dengar dari orang lain dalam perbincangan kita sehari-hari. Dari ungkapan tersebut tersirat makna yang begitu mendalam yakni betapa sangat berharganya waktu sehingga disamakan dengan uang. Hal ini wajar mengingat uanglah yang umumnya dijadikan sebagai alat penghargaan, dalam hal ini adalah penghargaan terhadap waktu. Namun pokok bahasan yang ingin kita diskusikan bukan terkait dengan waktu adalah uang melainkan nilai waktu dari uang. Pengetahuan tentang nilai waktu uang adalah penting untuk memahami sebagian besar topik dalam keuangan. Misalnya saja, keputusan-keputusan tentang struktur keuangan, pemilihan proyek, keputusan-keputusan lease (sewa) atau pinjaman, pendanaan kembali obligasi, penilaian surat berharga dan keseluruhan permasalahan biaya modal adalah subyek yang tidak dapat dipahami tanpa pengetahuan tentang bunga majemuk.

Coba Anda bayangkan, seandainya ada yang menjanjikan pada Anda untuk memberi sejumlah uang. Ada dua pilihan dari janji tersebut, yaitu apakah Anda memilih uang hari ini sebanyak Rp. 5.000.000., atau Anda akan memilih menarik uang sebanyak Rp. 9.000.000 yang baru akan Anda terima 2 tahun yang akan datang?. Mana yang Anda pilih? Kalau saya akan memilih alternatif pertama. Tentunya ini akan mengundang pertanyaan? Bukankah pilihan pertama tersebut jumlah uangnya lebih kecil dari pada pilihan kedua? Secara nominal jawabannya "ya", tetapi secara riil uang Rp. 5.000.000., dua tahun yang akan datang belum tentu lebih besar nilainya dibandingkan dengan uang Rp. 5.000.000., saat ini? Apa alasan saya memilih pilihan pertama? Diskusi kita berikut tentang nilai waktu dari uang akan memberikan jawaban bagi Anda ketika Anda benar-benar tekun dalam mempelajari dan menganalisa topik bahasan dalam buku ini.

---

## GARIS WAKTU

Langkah pertama dalam analisis nilai waktu adalah membuat suatu garis waktu (*time line*) yang akan membantu Anda membayangkan apa yang terjadi dalam suatu permasalahan. Sebagai contoh, kita lihat diagram berikut ini, dimana nilai waktu sekarang (*present value/PV*) mencerminkan Rp. 1.000.000 yang ada ditangan saat ini dan nilai waktu yang akan datang (*Future Value/FV*) adalah berapa nilainya dimasa depan:



Interval dari 0 ke 1, 1 ke 2 dan 2 ke 3 adalah periode waktu seperti tahun atau bulan. Waktu 0 adalah hari ini, dan merupakan awal dari periode ke -1; waktu ke-1 adalah satu periode dari sekarang, dan merupakan akhir dari periode ke -1 dan awal dari periode ke -2, dan seterusnya. Meskipun periode seringkali dinyatakan dalam tahun, periode juga dapat berupa kuartal atau bulan atau bahkan hari. Perhatikan bahwa setiap titik melambangkan baik akhir dari satu periode dan awal periode berikutnya. Jadi jika periode dinyatakan dalam tahun, titik pada waktu ke-2 mencerminkan akhir tahun ke-2 dan awal tahun ke-3.

Arus kas disajikan dibawah titik, dan tingkat bunga yang relevan disajikan di atas garis waktu. Arus kas yang tidak diketahui, yang akan Anda coba untuk

cari, ditunjukkan oleh tanda tanya. Dalam contoh ini, tingkat bunga adalah 5 persen, satu arus kas, Rp. 1.000.000 di investasikan pada waktu ke -0 dan nilai waktu ke-3 adalah suatu arus kas masuk yang tidak diketahui. Dalam contoh ini, arus kas terjadi hanya pada waktu ke-0 dan ke-3, tanpa ada arus kas pada waktu ke-1 atau ke-2. Perlu dicatat bahwa dalam contoh tersebut, tingkat bunga konstan selama tiga tahun. Kondisi ini pada umumnya benar. Namun, jika tidak, maka kita akan menunjukkan tingkat bunga yang berbeda untuk setiap periode.

Garis waktu sangat dibutuhkan ketika Anda pertama kali mempelajari konsep nilai waktu, tetapi banyak orang yang menggunakannya untuk menganalisis persoalan keuangan yang kompleks.

---

### **NILAI MASA DEPAN (*FUTURE VALUE*)**

Misalkan saudara saat ini berumur 25 tahun dan memulai menyimpan uang setiap tahun Rp. 20.000,- dalam bentuk tabungan dengan bunga 15 persen per tahun. Pada saat saudara berusia 65 tahun atau 40 tahun kemudian, berapakah nilai simpanan saudara kalau saudara tidak pernah mengambil sekalipun? Coba pilih mana yang benar: Rp. 8.000.000,- Rp.9.000.000,- atau Rp.10.000.000,- semua alternatif tersebut salah. Simpanan saudara akan berjumlah Rp. 5.000.000 mengapa dapat menjadi begitu besar, karena nilai waktu uang memungkinkan simpanan saudara menghasilkan bunga dan bunga tersebut akan menambah pokok simpanan; pokok simpanan yang setiap tahun yang menjadi semakin besar sehingga simpanan saudara berlipat ganda.

Nilai masa depan atau *future value* dapat diperoleh dengan mengalikan tingkat bunga dengan pokok pinjaman untuk periode tertentu. Tingkat bunga dapat dihitung setiap bulan, kuartalan, enam bulan atau setahun sekali. Bahkan dalam dunia perbankan di negara kita, dikenal dengan simpanan bunga harian meskipun tingkat bunga ditetapkan setiap satu tahun. Proses nilai sekarang (*present value-PV*) menjadi nilai masa depan (*future value-FV*) disebut pemajemukan (*compounding*). Hubungan antara nilai uang masa depan (*future value-FV*) terhadap nilai sekarang (*present value - PV*) dituliskan dengan rumus:

$$F_i = P (1 + i)^n$$

dimana:

$F_i$  = Nilai uang yang akan datang pada tahun ke  $i$

$P$  = Nilai sekarang.

$i$  = Bunga (*interest*), yang dinyatakan dalam pecahan desimal.

Arti dari rumus di atas adalah jumlah dana yang terkumpul pada kurun waktu tertentu sama dengan nilai sekarang ( $P$ ) dan pokok tambah bunganya.

Kita dapat menggunakan empat prosedur yang berbeda untuk memecahkan persoalan nilai waktu. Metode-metode tersebut akan diuraikan dalam bagian-bagian berikut (Brigham dan Houston, 2012).

### **PENDEKATAN BERTAHAP**

Berikut ini merupakan garis waktu yang digunakan untuk menghitung FV dari Rp. 1.000 yang dimajemukkan selama tiga tahun pada tingkat 5 persen, beserta

beberapa perhitungannya: Kalikan jumlah awal dan tiap-tiap jumlah berikutnya dengan jumlah berikutnya dengan  $(1 + I) = (1,05)$ :

<b>Waktu</b>	0	5%	1	2	3		
<b>Jumlah pada awal periode</b>	Rp. 1.000	--▶	1050	-----▶	1.102,5	-----▶	1.157,625

Keterangan:

Anda memiliki uang sejumlah Rp. 1.000 di dalam akun ini disajikan pada  $t = 0$ .

- Anda mendapatkan bunga sebesar Rp. 1.000  $(0,05) =$  Rp. 50 selama tahun pertama sehingga jumlah pada akhir tahun ke -1 (atau  $t=1$ ) adalah Rp. 1.000 + Rp.50 = Rp. 1050.
- Anda mulai tahun kedua dengan Rp. 1.050, menerima  $0,05 (1.050) =$  Rp. 52,5 atas jumlah di awal periode yang kini lebih besar, dan mengakhiri tahun dengan Rp. 1.102,5. Bunga selama tahun kedua adalah 52,5, dan jumlah ini lebih tinggi dari bunga tahun pertama Rp.50, karena Anda menerima bunga Rp.50  $(0,05) =$  Rp.2,5 atas bunga tahun pertama. Ini disebut pemajemukan, dan ketika bunga diterima atas bunga, maka ini disebut “bunga majemuk”.
- Proses ini terus berlanjut, bunga yang diterima setiap tahun akan meningkat karena saldo awal lebih tinggi di tahun berikutnya.
- Total bunga yang diterima sebesar Rp. 57,6, tercermin di dalam saldo akhir sebesar Rp. 1.157,625.

Pendekatan bertahap seperti ini bermanfaat karena menunjukkan kepada kita apa yang sedang terjadi. Namun, pendekatan ini membutuhkan banyak waktu, khususnya jika kita melibatkan tahun dalam jumlah banyak. Jadi, dikembangkan prosedur-prosedur lain yang lebih singkat.

### **PENDEKATAN RUMUS**

Dalam pendekatan bertahap, kita mengalikan jumlah pada awal setiap periode dengan  $(1 + I) = (1,05)$ . Jika  $N = 3$ , maka kita akan tiga kali mengalikan  $(1 + I)$ , yang akan sama dengan mengalikan jumlah awal dengan  $(1 + I)^3$ . Konsep ini dapat diperluas dan menghasilkan persamaan penting berikut ini:

$$FV_N = PV (1 + I)^N \quad (2-1)$$

Kita dapat menerapkan persamaan 4-1 untuk menghitung FV dalam contoh kita:

$$FV_3 = \text{Rp.}1.000 (1,05)^3 = 1.150,76 \quad (2-1)$$

Persamaan 2-1 dapat digunakan untuk semua jenis kalkulator yang memiliki fungsi pangkat sehingga memudahkan kita mencari FV, berapa pun jumlah tahun yang terlibat.

### **GRAFIK PROSES BUNGA SEDERHANA DAN PEMAJEMUKAN**

Grafik yang memperlihatkan dua jenis bunga tampak seperti pada Gambar 2.1. Dengan  $i$  yang sama, grafik bunga majemuk menunjukkan kenaikan yang tajam (melengkung ke atas), sedangkan bunga linier merupakan garis lurus miring.

Gambar 2.1 berbentuk pangkat, yang berarti kenaikan jumlah yang terkumpul akan lebih tajam (cepat) untuk bunga yang lebih tinggi.

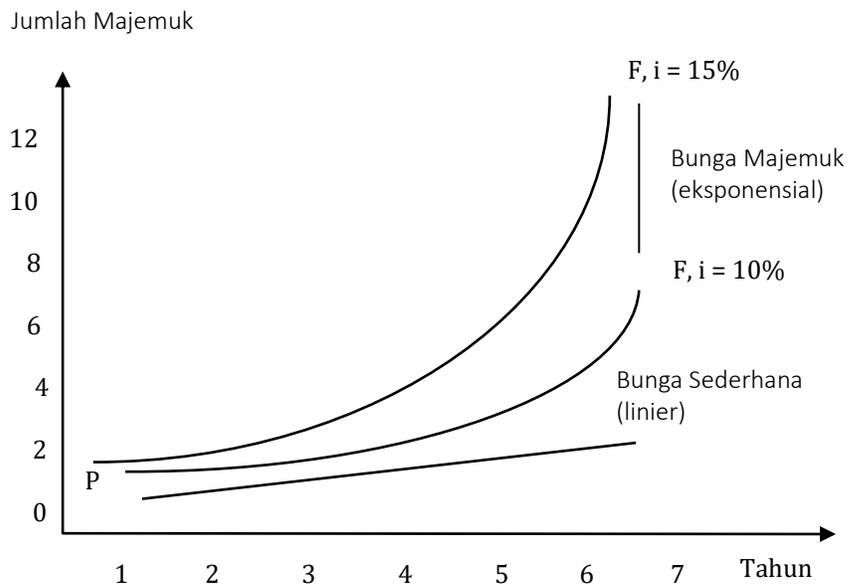
### NILAI SEKARANG (*PRESENT VALUE*)

Pemahaman konsep nilai sekarang atau *present value* sangat penting dalam manajemen keuangan. Manajer keuangan seringkali dihadapkan pada persoalan pengambilan keputusan yang tidak terlepas dari konsep ini. Dalam penilaian investasi misalnya, manajer keuangan diharuskan mengukur nilai sekarang aliran kas yang diharapkan akan dihasilkan oleh investasi tersebut. seperti halnya konsep nilai masa depan atau *future value*, dalam konsep nilai sekarang inipun ada dua alternatif aliran kas: aliran kas yang terjadi sekali dalam satu periode dan aliran kas yang berkali-kali dengan jumlah yang sama setiap tahun atau anuitas.

Mencari nilai sekarang merupakan kebalikan dari mencari nilai masa depan. Kita hanya perlu mengubah persamaan 2.1. sehingga menghasilkan persamaan 2.2.

$$\begin{aligned} \text{Nilai Masa Depan} &= FV_N = PV (1 + I)^N && (2-1) \\ \text{Nilai Sekarang} &= PV_N = \frac{FV_N}{(1+I)^N} && (2-2) \end{aligned}$$

Sebagai contoh, Pak Rahmad menjanjikan akan memberikan uang kepada Anaknya Andi sebesar Rp. 10.000.000,- yang baru akan diterima pada akhir ke -5 tahun yang akan datang. Sementara itu tingkat bunga bank yang berlaku saat ini adalah 15% (persen) per tahun dengan bunga majemuk. Timbul pertanyaan, berapakah Pak Rahmad harus menyimpan uangnya di bank agar lima tahun kemudian menjadi Rp. 10.000.000,- kalau tingkat bunga yang berlaku 15 persen per tahun?



Gambar 2.1. Nilai yang Akan Datang dari Bunga Sederhana dan Majemuk

Maka besarnya adalah :

$$\begin{aligned}
 P &= \frac{Fn}{(1+i)^n} \\
 &= \frac{10.000.000}{(1+0,15)^5} \\
 &= \frac{10.000.000}{2,011} \text{ (pembulatan dalam tiga angka)} \\
 &= \text{Rp } 4.972.650,00
 \end{aligned}$$

atau :

$$\begin{aligned}
 P &= Fn (1+i)^{-n} \\
 &= \text{Rp } 10.000.000,00 \times (1+0,15)^{-5} \\
 &= \text{Rp } 10.000.000 \times 0,497 \text{ (pembulatan tiga angka)} \\
 &= \text{Rp } 4.970.000,00 \text{ (hasil tersebut diakibatkan dari pembulatan)}
 \end{aligned}$$

Faktor  $(1+i)^{-n}$  diistilahkan dengan *Discount Factor* dapat diperhitungkan dan disusun dalam bentuk tabel seperti contoh dibawah ini :

**Tabel 2.1.** Tabel Present Value (*Disocunt Factor*)

Dari Rp 1,00

Tahun	Tingkat bunga						
	1%	2%	3%	4%	5%	10%	15%
1	0,990	0,980	0,971	0,962	0,952	0,909	0,870
2	0,980	0,961	0,943	0,925	0,907	0,826	0,756
3	0,971	0,942	0,915	0,889	0,864	0,751	0,658
4	0,961	0,924	0,889	0,855	0,823	0,683	0,572
5	0,951	0,906	0,863	0,822	0,784	0,621	0,497

Catatan : Tabel ini ditulis tiga angka dibelakang koma dalam jumlah terbatas, selengkapnya ada pada Tabel Bunga.

Dengan tabel tersebut, maka perhitungan contoh tersebut di atas :

$$\begin{aligned}
 P &= Fn (DF) \\
 &= \text{Rp } 10.000.000,00 \cdot 0,497 \text{ (pembulatan tiga angka)} \\
 &= \text{Rp } 497.000,00
 \end{aligned}$$

## MENGHITUNG TINGKAT BUNGA, I

Sampai saat ini kita mengasumsikan bahwa tingkat bunga diketahui. Dalam praktik tidak jarang manajer keuangan dihadapkan pada pengembalian keputusan untuk menentukan apakah tingkat keuntungan yang dihasilkan cukup rasional. Dengan demikian, manajer keuangan harus mencari beberapa tingkat keuntungan minimal yang menyamakan nilai sekarang aliran kas keluar dengan nilai sekarang kas masuk yang diharapkan akan diperoleh dimasa datang, disebut juga dengan "*internal rate of return*". Terdapat tiga alternatif kemungkinan aliran kas dimasa datang: terjadi hanya satu kali, anuitas, dan aliran kas yang terjadi berulang kali dengan jumlah yang tidak sama besar.

Sekarang seandainya kita mengetahui PV, FV, dan N, dan kita ingin menghitung I. Misalnya, seandainya kita tahu bahwa satu obligasi tertentu memiliki harga perolehan Rp.1.000 dan obligasi tersebut akan membayarkan Rp.1.500 setelah sepuluh tahun. Jadi, kita mengetahui PV, FV dan N, dan kita ingin mencari tingkat pengembalian yang akan kita terima jika kita membeli obligasi tersebut. Berikut ini adalah situasinya:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{FV} &= \mathbf{PV (1 + I)^N} \\
 \text{Rp.1.500} &= \text{Rp.1.000 (1+I)}^{10} \\
 &\text{Rp.1500/Rp.1.000} = (1 + I)^{10} \\
 1,5 &= (1+I)^{10}
 \end{aligned}$$

## MENGHITUNG JUMLAH TAHUN, N

Kita terkadang perlu mengetahui lamanya waktu yang dibutuhkan untuk mengakumulasi uang dalam jumlah tertentu, dengan diberikan dana awal dan tingkat pengembalian yang akan kita terima atas dana tersebut. Misalnya, seandainya kita yakin bahwa kita dapat pensiun dengan nyaman jika memiliki uang Rp. 1 miliar, dan kita ingin mengetahui lamanya waktu yang dibutuhkan untuk memiliki jumlah tersebut, dengan asumsi saat ini kita memiliki Rp. 500 juta yang diinvestasikan dengan tingkat 4,5 persen. Kita tidak dapat menggunakan rumus sederhana, situasi ini lebih mirip dengan tingkat bunga. Kita dapat membuat rumus yang menggunakan logaritma:

$$FV = PV (1 + I)^N = \text{Rp. 500.000.000 (1,045)}^{15,7473} = \text{Rp. 1.000.000}$$

## ANUITAS

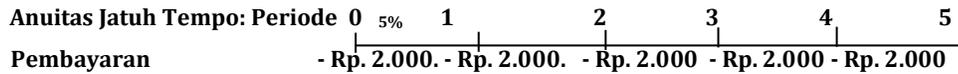
Anuitas merupakan seri dari pembayaran sejumlah uang dengan sejumlah yang sama selama periode waktu tertentu pada tingkat bunga tertentu. Dimana pembayaran ini dilakukan pada akhir tahun yang berjalan. Misalnya, perusahaan akan membayarkan pinjaman sebesar Rp 2.000.000,00 dalam 5 tahun setiap akhir tahun berturut-turut dengan bunga 5%, tetapi pembayarannya akan dilakukan pada akhir tahun ke-5, maka kita memiliki anuitas biasa (*ordinary annuity*), atau anuitas ditangguhkan (*deferred annuity*). Jika pembayaran dilakukan pada awal tahun, maka kita memiliki anuitas jatuh tempo (*annuity due*). Anuitas biasa lebih umum di dalam ilmu keuangan. Jadi, jika kita menggunakan istilah anuitas dalam buku ini, maka kita berasumsi pembayaran terjadi di akhir periode, kecuali jika dinyatakan berbeda.

Berikut adalah garis waktu untuk anuitas biasa Rp. 2.000.000,00 lima tahun, 5 persen dan garis waktu untuk anuitas yang sama, tetapi dengan basis anuitas jatuh tempo. Untuk anuitas jatuh tempo, setiap pembayaran akan bergeser ke belakang satu tahun. Deposito sebesar Rp. 2.000.000,00 akan ditempatkan setiap tahun sehingga kita menunjukkan pembayaran dengan tanda minus:

### Anuitas Biasa

<b>Anuitas Biasa: Periode</b>	<b>0</b>	5%	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>Pembayaran</b>			- Rp. 2.000.	- Rp. 2.000.	- Rp. 2.000	- Rp. 2.000	- Rp. 2.000

### Anuitas Jatuh Tempo



Seperti yang akan kita tampilkan pada bagian berikutnya, kita dapat menghitung nilai masa depan dan nilai sekarang dari anuitas, tingkat bunga yang tercantum dikontrak anuitas, dan lamanya waktu yang dibutuhkan untuk mencapai suatu tujuan keuangan dengan menggunakan anuitas. Penting untuk diingat, bahwa anuitas harus memiliki pembayaran konstan dan jumlah periode yang tetap. Jika persyaratan itu tidak terpenuhi maka kita tidak memiliki anuitas.

---

## NILAI MASA DEPAN DARI ANUITAS BIASA

Nilai masa depan dari suatu anuitas dapat dihitung dengan menggunakan pendekatan bertahap atau rumus. Sebagai contoh, kita lihat anuitas biasa seperti yang digambarkan sebelumnya, dimana perusahaan akan membayarkan pinjaman sebesar Rp 2.000.000,00 dalam 5 tahun setiap akhir tahun berturut-turut dengan bunga 5%, tetapi pembayarannya akan dilakukan pada akhir tahun ke-5. Berapa uang yang Anda miliki pada akhir tahun ke - 5? Jawabannya Rp 11. 051.262,00, dinyatakan sebagai nilai masa depan dari anuitas,  $FVA_N$ .

Seperti yang dapat Anda lihat pada diagram garis waktu diatas dengan pendekatan bertahap, kita menerapkan persamaan berikut ini dengan  $N = 5$  dan  $I = 5\%$  :

$$\begin{aligned} FVA_N &= PMT (1+I)^{N-1} + PMT (1+I)^{N-2} + PMT (1+I)^{N-3} + PMT (1+I)^{N-4} + PMT (1+I)^{N-5} \\ &= Rp. 2.000.000 (1,05)^{N-4} + Rp. 2.000.000 (1,05)^{N-3} + Rp. 2.000.000 (1,05)^{N-2} + Rp. \\ &\quad 2.000.000 (1,05)^{N-1} + Rp. 2.000.000 (1,05)^{N-0} \\ &= Rp. 2.431.012 + 2.315.250 + 2.205.000 + 2.100.000 + 2.000.000 \\ &= Rp. 11.051.262 \end{aligned}$$

Kita dapat menyimpulkan persamaan diatas menjadi:

$$FVA_N = PMT \left[ \frac{(1+I)^N - 1}{I} \right]$$

---

## NILAI MASA DEPAN DARI ANUITAS JATUH TEMPO

Dalam anuitas jatuh tempo, setiap pembayaran terjadi satu periode lebih awal, maka pembayaran akan mendapatkan bunga untuk satu tahun tambahan. Oleh karena itu, nilai masa depan dari anuitas jatuh tempo akan lebih besar daripada suatu anuitas biasa yang sama. Jika Anda melakukan prosedur bertahap, Anda akan melihat bahwa contoh anuitas jatuh tempo kita memiliki FV sebesar Rp. 13.686.260,00, dibandingkan dengan 11.051.262 untuk anuitas biasa. Dengan pendekatan rumus, kita menggunakan persamaan berikut :

$$FVA_{\text{jatuh tempo}} = FVA_{\text{biasa}} (1 + I)$$

Jadi untuk anuitas jatuh tempo,  $FVA_{\text{jatuh tempo}} = \text{Rp. } 11.051.262 (1,05) = \text{Rp. } 11.603.825,1$  jumlah yang sama dengan hasil yang dihitung menggunakan pendekatan bertahap.

## NILAI SEKARANG DARI ANUITAS BIASA

Perhitungan nilai sekarang (*present value*) dari suatu anuitas merupakan kebalikan dari perhitungan jumlah nilai majemuk dari suatu anuitas. Untuk menghitung FV dari anuitas, kita memajemukkan deposito. Untuk menghitung PV, kita mendiskontokannya dengan membagi setiap pembayaran dengan  $(1+I)$ . Prosedur bertahap ini digambarkan berikut ini:



Kita dapat menyimpulkan persamaan diatas menjadi:

$$FVA_N = PMT \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+I)^N}}{I} \right]$$

$$= \text{Rp. } 2.000 \times [1 - 1/(1,05)^5] / 0,05 = \text{Rp. } 8.680$$

Perhatikan bahwa PV dari anuitas jatuh tempo lebih besar karena setiap pembayaran didiskontokan mundur satu tahun. Perhatikan pula bahwa Anda hanya perlu menghitung PV dari anuitas biasa kemudian mengalikannya dengan  $(1 + I) = 1,05$ , untuk mendapatkan  $\text{Rp. } 8.680 (1,05) = 9.114$ , PV dari anuitas jatuh tempo.

## PERPETUITAS

Perpetuitas (*perpetuity*) sebenarnya hanya anuitas dengan masa yang diperpanjang. Karena pembayaran akan berlangsung untuk selamanya, Anda tidak dapat menerapkan pendekatan bertahap. Namun, akan mudah untuk menghitung PV dari suatu perpetuitas dengan rumus yang diperoleh dengan menghitung persamaan sebagai berikut:

$$PV_{\text{suatu perpetuitas}} = \frac{PMT}{I}$$

Sebagai contoh, pada tanggal 01 September 2020, Doni membeli sebuah mobil mewah dan mendapatkan hadiah undian. Hadiah tersebut yaitu memilih menerima uang sebesar Rp.100.000.000,00 pada hari itu atau mendapatkan uang sebesar Rp.2.500. 000,00 setiap tiga bulan seumur hidup dengan tingkat bunga adalah 14% p.a. Manakah hadiah yang akan di ambil Doni?

Jawab:

$$A = 2.500.000$$

$$i = \frac{14\%}{4} = 3,5\%$$

$$PV = \frac{A}{i} = \frac{2.500.000}{3,5\%} = 71.428.571,43$$

Jadi hadiah yang harus dipilih adalah hadiah Rp.100.000.000,00 pada hari tersebut karena nilai sekarangnya lebih besar.

## ARUS KAS YANG TIDAK SAMA

Definisi suatu anuitas memasukkan kata-kata pembayaran konstan di dalamnya dengan kata lain, anuitas melibatkan pembayaran yang sama disetiap periode. Meskipun banyak keputusan keuangan yang memang melibatkan pembayaran konstan, banyak keputusan yang lain melibatkan arus kas tidak sama atau tidak konstan. Misalnya, dividen atas saham biasanya umumnya lama-kelamaan akan naik, dan investasi dalam peralatan modal hampir selalu menghasilkan arus kas yang tidak sama. Dalam buku ini, kita menggunakan istilah pembayaran yang sama disetiap periode dan menggunakan istilah arus kas (*cash flow* - Cft) untuk melambangkan arus kas yang tidak sama, dimana t menunjukkan jangka waktu dimana arus kas itu terjadi.

Ada dua kelompok penting arus kas yang tidak sama : (1) suatu aliran yang terdiri atas serangkaian pembayaran anuitas ditambah satu jumlah lump sum terakhir dan (2) seluruh aliran tidak sama lainnya. Obligasi merupakan contoh terbaik untuk kelompok jenis pertama, sedangkan saham dan investasi modal menggambarkan jenis yang lain. Berikut ini adalah contoh angka dari kedua jenis arus kas.

### 1. Anuitas ditambah tambahan pembayaran terakhir:

Periode	0	1	2	3	4	5
	$i=12\%$					
Arus Kas	Rp.0	Rp. 2.00				
						Rp. 2.000
						Rp. 2.200

### 2. Arus kas tidak sama

Periode	0	1	2	3	4	5
	$i=12\%$					
Arus Kas	Rp.0	Rp. 2.00.	Rp. 400.	Rp. 400	Rp.400	Rp. 600

Kita dapat menghitung PV kedua aliran dengan menggunakan persamaan berikut:

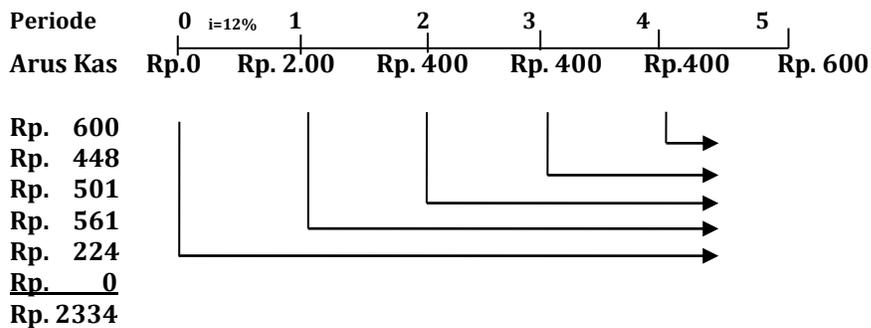
$$PV = \frac{CF_1}{(1+i)^1} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_N}{(1+i)^N} = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

Selanjutnya mengikuti prosedur bertahap dimana kita mendiskontokan setiap arus kas, kemudian menjumlahkannya untuk menghitung PV aliran. Jika proses di atas kita lakukan, kita akan menemukan PV aliran 1 sebesar 1.855.8 dan PV aliran 2 sebesar 2.032.

## NILAI MASA DEPAN DARI ALIRAN KAS YANG TIDAK SAMA

Kita menghitung nilai masa depan suatu arus kas yang tidak sama dengan melakukan pemajemukan sebagai ganti dari pendiskontoan. Mari kita lihat kembali aliran arus kas 2 dari contoh sebelumnya. Kita mendiskontokan arus kas tersebut untuk menghitung PV, tetapi kita akan memajemukannya untuk menghitung FV. Gambar berikut menggambarkan prosedur untuk menghitung FV aliran dengan menggunakan pendekatan bertahap.

### FV Suatu Aliran Ars Kas yang Tidak Sama



Nilai seluruh aset keuangan-saham, obligasi, atau investasi modal usaha dihitung sebagai nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan. Oleh karena itu, kita lebih sering menghitung nilai sekarang dibandingkan nilai masa depan. Sebagai akibatnya, seluruh kalkulator financial memberikan fungsi otomatis untuk menghitung PV, tetapi mereka umumnya tidak memberikan fungsi FV otomatis. Pada kasus yang relatif jarang dimana kita perlu menghitung FV dari aliran arus kas masuk yang tidak sama, kita biasanya menggunakan prosedur bertahap.

## MENGHITUNG DENGAN ARUS KAS YANG TIDAK SAMA

Sebelum berkembangnya elektronik financial saat seperti ini, sangat sulit menghitung I jika arus kasnya tidak sama. Namun saat ini dengan perkembangan tersebut menjadi mudah dalam menghitung I. Jika Anda memiliki suatu anuitas plus pembayaran lump sum terakhir, Anda dapat memasukkan nilai untuk N, PV, PMT, dan FV ke dalam register TVM kalkulator, kemudian menekan tombol I/YR.

Menghitung tingkat bunga untuk aliran arus kas yang tidak sama seperti aliran 2 akan sedikit lebih rumit. Pertama, catat bahwa tidak ada prosedur yang mudah menghitung tingkat bunga memerlukan proses coba-coba, yang artinya akan dibutuhkan mesin hitung. Dengan mesin hitung, kita memasukkan CF ke dalam register arus kas dan kemudian menekan tombol IRR untuk mendapatkan jawabannya. IRR merupakan singkatan dari *internal rate of return* yang merupakan tingkat pengembalian yang diberikan oleh investasi. Investasi adalah arus kas pada waktu ke-0, dan harus dimasukkan sebagai suatu angka negatif. Sebagai contoh, kita lihat arus kas yang diberikan berikut ini, dimana  $CF_0 = -Rp. 2000$  merupakan harga perolehan aktiva:

Periode	0	1	2	3	4	5
Arus Kas	Rp.-1200	Rp. 2.00	Rp. 400	Rp. 400	Rp.400	Rp.600

$$IRR = I = 12,55\%$$

Ketika memasukkan arus kas–arus kas tersebut kedalam register arus kas kalkulator dan menekan tombol IRR, kita mendapatkan tingkat pengembalian atas investasi Rp. 1.200, 12,55 . Anda akan mendapatkan jawaban yang sama dengan menggunakan fungsi IRR excel.

---

## PEMAJEMUKAN SETENGAH TAHUNAN DAN PERIODE PEMAJEMUKAN LAINNYA

Pemajemukan tahunan adalah bunga yang dimajemukkan sekali dalam setahun atau secara tahunan. Seandainya Anda mendepositokan Rp. 1.000 disebuah bank yang membayarkan tingkat bunga tahunan 5 persen, tetapi mengkreditkan bunga setiap enam bulan, maka Anda mendapatkan bunga pokok sebesar Rp. 1.000 pada periode enam bulan kedua ditambah bunga atas bunga yang diterima pada enam bulan pertama. Ini disebut pemajemukan setengah tahunan. Perlu dicatat bahwa bank biasanya membayarkan bunga lebih dari satu kali dalam setahun, hampir seluruh obligasi membayarkan bunga setengah tahunan, dan sebagian besar hipotek, pinjaman mahasiswa, dan kredit kendaraan bermotor meminta pembayaran bulanan. Jadi, memahami cara menghadapi pemajemukan nontahunan memiliki arti yang penting.

Sebagai contoh, Pak Ahmad mendepositokan Rp. 1000 disuatu akun yang membayarkan 5 persen dan membiarkannya disana selama 10 tahun. Pertama, kita lihat kembali berapa nilai masa depan seharusnya menurut pemajemukan tahunan.

$$FV_N = PV (1 + I)^N = \text{Rp. 1.000} (1,05)^{10} = \text{Rp. 162,89}$$

Apa perubahan yang akan terjadi pada contoh di atas jika bunga dibayarkan setengah tahunan dan bukannya tahunan? Pertama, ketika pembayaran terjadi lebih dari sekali setahun, Anda harus melakukan dua perubahan : (1) mengubah tingkat bunga yang dinyatakan ke suatu “tingkat periodik”, dan (2) mengubah jumlah tahun menjadi “jumlah periode”. Perubahan itu dilakukan sebagai berikut,

dimana I adalah tingkat bunga yang dinyatakan, M adalah jumlah periode pemajemukan per tahun, dan N adalah jumlah tahun:

**Tingkat Periodik (IPER) = tingkat tahunan yang dinyatakan / Jumlah pembayaran per tahun = I/M**

Dengan tingkat tahunan yang dinyatakan sebesar 5 persen, dimajemukan setengah tahunan, maka tingkat periodik adalah 2,5 persen:

**Tingkat Periodik = 5%/2 = 2.5%**

Jumlah periode pemajemukan per tahun dihitung dengan persamaan berikut:

**Jumlah Periode = (jumlah Tahun) / (Periode per Tahun) = NM**

Dengan masa 10 tahun dan pemajemukan setengah tahun, terdapat 20 periode:

**Jumlah Periode = 10 (2) = 20 periode**

Dalam pemajemukan setengah tahunan, investasi Rp1000 kita akan mendapatkan 2.5 persen setiap enam bulan selama 20 periode setengah tahunan, bukannya 5 persen per tahun selama 10 tahun. Tingkat periodik dan jumlah periode harus Anda sajikan pada garis waktu dan dimasukkan ke dalam kalkulator ketika Anda sedang mengerjakan pemajemukan setengah tahunan, bukannya tingkat tahunan dan jumlah tahun.

Dengan latar belakang ini, Anda dapat menghitung nilai Rp.1000 setelah 10 tahun jika jumlah tersebut disimpan. di suatu akun yang membayarkan tingkat tahunan yang dinyatakan sebesar 5 persen, tetapi dengan pemajemukan setengah tahunan. Berikut adalah garis waktu dan nilai masa depannya:

<b>Periode</b>	0	1	2	.....	19	20
<b>Arus Kas</b>	Rp.-1000		PV (1+I) <sup>N</sup> =	Rp.1.000	(1,025) <sup>20</sup> =	FV = Rp. 163,86

Nilai masa depan untuk pemajemukan setengah tahunan sebesar Rp. 163,86, melebihi FV untuk pemajemukan tahunan Rp.162,89, karena bunga mulai terutang lebih cepat sehingga Anda mendapatkan lebih banyak bunga atas bunga.

Apa perubahan contoh di atas jika bunga dimajemukkan kuartalan, bulanan atau harian? Dengan pemajemukan kuartalan, akan terdapat NM = 10 (4) = 40 periode dengan tingkat periodik menjadi I/M = 5%/4 = 1,25% per kuartal. Dengan menggunakan nilai tersebut, kita akan menghitung Fv = Rp. 164,36. Jika kita menggunakan majemuk bulanan, kita akan mendapatkan 10 (12) = 120 periode, tingkat bulanan menjadi 5%/12 = 0,416667%, dan FV akan naik menjadi Rp. 164,70. Jika kita melakukan pemajemukan harian, kita akan mendapatkan 10(365) = 3.650 periode, tingkat harian sebesar 5%/365 = 0,0136986% per hari, dan FV menjadi sebesar Rp.164,87 dengan dasar terdapat 365 hari dalam setahun.

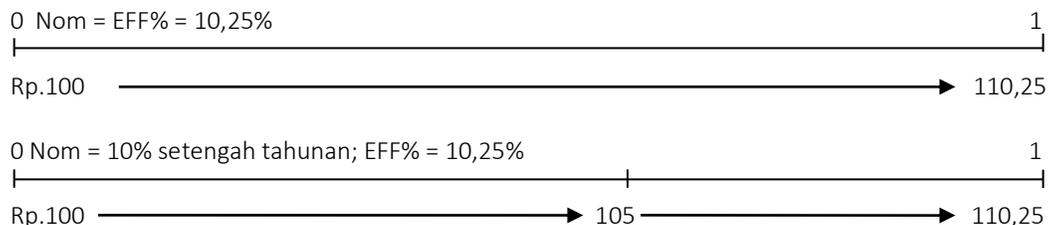
## MEMBANDINGKAN TINGKAT BUNGA

Jenis investasi yang berbeda akan menggunakan periode pemajemukan yang berbeda pula. Misalnya, akun bank biasanya membayar bunga harian, sebagian besar obligasi membayar bunga setengah tahunan; saham membayar dividen

kuartalan, serta hipotek, kredit kendaraan bermotor dan instrumen-instrumen lainnya meminta pembayaran bulanan. Jika ingin mem-bandingkan investasi atau pinjaman dengan periode pemajemukan yang berbeda dengan tepat, kita perlu menyamakannya terlebih dahulu.

1. Tingkat nominal ( $I_{NOM}$ ) disebut juga tingkat persentase tahunan (*annual percentage return- APR*), tingkat yang dinyatakan, atau kredit yang diberikan adalah tingkat yang oleh bank, perusahaan kartu kredit, bagian pinjaman mahasiswa, diler mobil, dan seterusnya disampaikan kepada Anda akan ditagihkan atas pinjaman atau dibayarkan atas deposito. Perhatikan bahwa jika dua bank menawarkan pinjaman dengan tingkat yang dinyatakan sebesar 8 persen, tetapi satu bank meminta pembayaran bulanan dan bank yang lainnya pembayaran kuartalan, maka keduanya tidaklah membebankan tingkat “sebenarnya” yang sama bank yang meminta pembayaran bulanan sebenarnya membebankan lebih besar dibandingkan dengan bank yang meminta pembayaran kuartalan karena bank tersebut akan mendapatkan uang Anda lebih cepat. Jadi, untuk membandingkan pinjaman antar kreditor atau tingkat bunga yang diterima dari berbagai efek, Anda harus menghitung tingkat efektif tahunan.
2. Tingkat tahunan efektif (*effective annual rate*), disingkat EFF %, disebut pula tingkat tahunan ekuivalen (*equivalen annual rate-EAR*). Ini adalah tingkat yang menghasilkan nilai masa depan yang sama dalam pemajemukan tahunan seperti pemajemukan yang lebih sering pada tingkat nominal tertentu.
3. Jika suatu pinjaman atau investasi menggunakan majemuk tahunan, maka tingkat nominalnya akan menjadi tingkat efektifnya. Namun, jika pemajemukan terjadi lebih dari sekali setahun, tingkat EFF % menjadi lebih tinggi dari pada  $I_{NOM}$ .
4. Sebagai contoh, tingkat nominal 10 persen, majemuk setengah tahunan, ekuivalen dengan tingkat 10,25 persen, majemuk setengah tahunan karena kedua tingkat tersebut akan menyebabkan Rp. 100 tumbuh ke nilai yang sama setelah satu tahun.

Garis di atas pada diagram berikut ini menggambarkan bahwa nilai Rp. 100 akan tumbuh menjadi Rp. 110,25 pada tingkat nominal 10,25 persen. Garis dibawah menggambarkan situasi jika tingkat nominal besarnya 10 persen, tetapi digunakan majemuk setengah tahunan.



Kita dapat menghitung tingkat tahunan efektif dari tingkat nominal dan jumlah periode pemajemukan per tahun dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$\text{Tingkat tahunan efektif (EFF\%)} = \left[ 1 + \frac{I_{NOM}}{M} \right]^{M - 1}$$

Di sini,  $I_{\text{NOM}}$  merupakan tingkat nominal yang dinyatakan sebagai suatu angka desimal dan  $M$  adalah jumlah periode pemajemukan per tahun. Dalam contoh kita, tingkat nominal adalah 10 persen, tetapi dengan pemajemukan setengah tahunan sehingga  $I_{\text{NOM}} = 10\% = 0,10$  dan  $M = 2$ . Ini menghasilkan  $\text{EFF}\% = 10,25\%$ :

$$\text{Tingkat tahunan efektif (EFF\%)} = \left[ 1 + \frac{0,10}{2} - 1 \right]^2 = 0,1025 = 10,25\%$$

Jadi, jika suatu investasi menjanjikan akan membayar 10 persen dengan majemuk setengah tahunan, dan suatu investasi lain yang memiliki risiko yang sama menjanjikan 10.25 persen dengan majemuk tahunan, kita akan bersikap indifferen terhadap keduanya.

---

## PERIODE WAKTU PECAHAN

Sejauh ini, kita berasumsi bahwa pembayaran terjadi di awal atau akhir periode, dan bukan diantara periode. Namun, kenyataannya, kita sering kali menemukan situasi yang mengharuskan pemajemukan atau pendiskontoan atas periode berbentuk pecahan. Misalnya, andaikan Anda mendepositokan Rp. 100 di sebuah bank yang membayarkan tingkat nominal sebesar 10 persen, tetapi menambahkan bunga harian berdasarkan atas 365 hari dalam setahun. Berapa besar uang yang akan Anda miliki setelah 9 bulan? Jawabannya adalah Rp. 107,79 yang dihitung sebagai berikut:

$$\text{Tingkat periodik} = \text{IPER} = 0,10/365 = 0,000273973 \text{ per hari}$$

$$\text{Jumlah hari} = (9/12) (365) = 0,75 (365) = 273,75 \text{ dibulatkan menjadi } 274$$

$$\text{Jumlah akhir} = \text{Rp. } 100 (1,000273973) = \text{Rp. } 107,79$$

Kini, seandainya Anda meminjam Rp100 dari sebuah bank yang tingkat nominalnya sebesar 10 persen per tahun "bunga sederhana", yang artinya bunga itu tidak dikenakan pada bunga. Jika pinjaman telah diterima sejak 274 hari lalu, berapa besar bunga yang harus Anda bayarkan? Di sini, kita menghitung tingkat bunga harian, IPER, seperti contoh di atas, tetapi mengalikannya dengan 274 dan bukan menggunakan 274 sebagai pangkat:

$$\text{Bunga Terutang} = \text{Rp. } 100 (0,000273973) (274) = \text{Rp. } 7,51$$

Anda akan memiliki utang kepada bank sebesar Rp. 107,51 setelah 274 hari. Ini adalah prosedur yang benar-benar digunakan kebanyakan bank untuk menghitung bunga atas pinjaman, perbedaannya adalah bank meminta pihak peminjam membayar bunga secara bulanan bukannya setelah 274 hari.

---

## PINJAMAN YANG DIAMORTISASI

Salah satu manfaat konsep nilai sekarang adalah untuk menentukan amortisasi pinjaman. Pada umumnya pihak pemberi pinjaman meminta pembayaran yang

sama setiap periode. Pembayaran tersebut meliputi angsuran pokok pinjaman dan pembayaran bunga yang dapat diperhitungkan secara bulanan, semesteran maupun satu tahun sekali. Karena pembayaran pinjaman dilakukan dengan jumlah yang sama, maka konsep nilai sekarang anuitas sangat cocok untuk menyelesaikan persoalan tersebut. Untuk memberikan gambaran, misalkan saudara meminjam Rp.22.000.000,- di bank dengan bunga 12 persen per tahun. Pinjaman tersebut harus dilunasi dalam jangka waktu enam tahun dengan pembayaran yang sama setiap tahun. Dengan demikian besarnya angsuran pinjaman setiap tahun dapat dengan mudah dicari:

$$\begin{aligned}
 \text{NSA} &= A_1(\text{NSFBA}_{r,n}) \\
 A_1 &= \text{NSA}/(\text{NSFBA}_{r,n}) \\
 &= \text{Rp}22.000.000,-/(4,111) \\
 &= \text{Rp}5.351.496 \\
 A_1 &= \text{Rp}22.000.000,-/\sum_{n=1}^6 \frac{1}{(1+12\%)^n} \\
 &= \text{Rp}22.000.000,-/(4,111) \\
 &= \text{Rp}5.351.496
 \end{aligned}$$

Dengan demikian pembayaran angsuran setiap tahun adalah sebesar Rp.5.351.496,- pembayaran tahunan tersebut meliputi pembayaran sebagian pokok pinjaman dan bunga atau saldo pokok pinjaman pada tahun tersebut. Adapun skedul pembayaran pinjaman dengan tingkat bunga 12 persen per tahun tampak dalam tabel 2.2. berikut ini :

Tabel 2.1. Skedul Pembayaran Pinjaman

Tahun (1)	Saldo akhir pinjaman (2)	Angsuran Tahunan (3)	Bunga (12%)(2) (4)	Pembayaran pokok pinjaman (3)-(4)
1	Rp22.000.000	Rp5.351.496	Rp2.640.000	Rp2.711.496
2	19.288.504	5.351.496	2.314.620	3.036.876
3	16.251.628	5.351.496	1.950.195	3.809.457
4	12.850.327	5.351.496	1.542.039	4.266.591
5	9.040.870	5.351.496	1.084.905	4.778.582
6	4.774.279	5.351.496	572.914	
	Pembayaran	Rp32.108.976	Rp10.104.673	Rp22.004.303

Dalam tabel 2.2 tampak bahwa setiap tahun proporsi pembayaran pokok pinjaman semakin besar sedangkan proporsi pembayaran bunga semakin kecil karena pokok pinjaman yang semakin kecil. Contoh semacam ini lazim dalam praktik perbankan seperti halnya pembelian rumah melalui Bank Tabungan Negara dan perusahaan perumahan. Pemberian pinjaman investasi oleh bank harus dikembalikan secara periodik dengan angsuran yang sama.

Sekali lagi dapat disimpulkan bahwa ide dasar dari konsep nilai waktu uang adalah bahwa uang yang akan diterima dimasa datang memiliki nilai yang lebih rendah dibanding dengan penerimaan yang sama saat ini. Konsep ini menjadi sangat penting dalam pengambilan keputusan keuangan karena adanya

perbedaan dimensi waktu aliran kas. Perusahaan melakukan investasi saat ini dengan harapan untuk memperoleh aliran kas dimasa mendatang. Perbedaan nilai terjadi karena perbedaan waktu penerimaan.

## PERTANYAAN

1. Jelaskan bagaimana konsep dari nilai waktu dari uang dan berikan contohnya?
2. Jelaskan dengan singkat apa yang dimaksud dengan *present value* (nilai sekarang) dan *future value* (nilai yang akan datang), pada konsep nilai waktu dari uang dan berikan masing-masing contohnya?
3. Anda ditugaskan membuat soal sendiri dan langsung jawabannya dengan topic: *Present Value* dan *Future Value*?
4. Jelaskan dengan singkat, apa yang dimaksud dengan bunga?
5. Jelaskan disertai dengan contoh, bagaimana perhitungan dari bunga tetap dan bunga majemuk?
6. Jelaskan dengan singkat, apa yang dimaksud dengan amortisasi pinjaman dan berikan contohnya?
7. Jelaskan dengan singkat, bagaimana hubungan nilai waktu dari uang dengan kebijakan investasi?
8. Sebuah Bank akan memberikan pinjaman kepada perusahaan sebesar Rp. 2.500.000.000 per tahun, selama 6 tahun yang akan diterima akhir tahun. Bank menetapkan bunga per tahun sebesar 12%. Hitunglah berapa present value atau nilai sekarang dari sejumlah penerimaan selama 6 tahun, lengkap dengan tabel?
9. Hitunglah berapa nilai sekarang dari sejumlah uang sebesar Rp.75.000.000, yang akan diterima pada akhir tahun ke-5, bila didasarkan pada tingkat bunga 15% dengan bunga majemuk?
10. Tuan Budi, ingin membeli sebuah mesin dengan kredit, adapun harga mesin tersebut sebesar Rp.450.000.000, dimana DP (uang muka) yang diberikan sebesar 35% dan sisanya dicicil/diangsur selama jangka waktu 24 bulan. Dan cicilan dimulai bulan Januari 2014. Hitunglah berapa jumlah cicilan ditambah bunga yang harus dibayarkan oleh Tuan Budi, dengan menggunakan: konsep bunga tetap dan konsep bunga majemuk.
11. Mana dari alternative berikut ini yang akan saudara pilih jika bunga yang berlaku adalah 9 persen per tahun.

Alternatif Penerimaan		
Akhir tahun	A	B
1	Rp7.000.000	Rp11.000.000
2	7.000.000	9.000.000
3	7.000.000	7.000.000
4	7.000.000	5.000.000
5	7.000.000	3.000.000
Tahun ke 0	Rp28.825.000	Rp28.500.000

12. Untuk kasus berikut ini berapakah nilai kemudian anuitas yang terjadi setiap akhir tahun?

Kasus	Jumlah Anuits	Tingkat Bunga	Periode deposito
-------	---------------	---------------	------------------

	(jutaan Rp)	%	(tahun)
A	2.500	8	10
B	500	10	9
C	30.000	12	12
D	10.000	15	8
E	7000	9	15
F	11.500	7	6
G	6.500	14	18

13. Berapakah nilai sekarang anuitas seperti halnya dalam soal nomor 12. Diasumsikan bahwa bunga diperhitungkan dua kali dalam satu tahun?
14. Berapa nilai sekarang aliran kas seperti tampak pada tabel berikut ini, bila bunga yang berlaku adalah 12 persen per tahun. Dalam satuan jutaan rupiah.

Alternatif 1		Alternatif 2		Alternatif 3	
Tahun	Jumlah	Tahun	Jumlah	Tahun	Jumlah
1	800	1	10.000	1-5	10.000
2	900	2-5	5.000	6	2.000
3	1.100	6	7.000	7	1.000
4	1.200			8-9	2.500
5	500				
6	750				
7	1.500				

15. Berapa nilai sekarang seperti dalam tabel soal nomor 14 apabila penerimaan diasumsikan terjadi setiap awal tahun dan bunga dihitung dua kali dalam satu tahun?
16. Program S-1 Fakultas Ekonomi Unimed akan mengadakan beasiswa kepada mahasiswa berprestasi, setiap bulan sebesar Rp2.000.000 selama lima tahun. Beasiswa tersebut akan diberikan mulai dua tahun mendatang pada saat ulang tahun program tersebut. Apabila bunga selama tujuh tahun diasumsikan tetap sebesar 18% per tahun, berapakah besarnya endowment dalam bentuk deposito yang harus ditempatkan saat ini agar dapat memberikan mahasiswa tersebut?
17. Saudara membeli mobil secara kredit senilai Rp200 juta. *Down payment* sebesar 20% sementara bunga ditentukan sebesar 18%. Jangka waktu kredit adalah empat tahun, jika pembayaran dilakukan secara *annuited* dengan jumlah angsuran yang sama setiap bulan dan dilakukan pada akhir bulan, tentukan (a) besarnya angsuran per bulan dan (b) total bunga selama empat tahun.
18. Ketika menjadi mahasiswa universitas di Amerika, Ali Akbar meminjam *student loan* sebesar \$5.000, dengan bunga 9%. Jika Ali Akbar membayar kembali utang tersebut \$900 pertahun, berapa lama waktu yang diperlukan Ali Akbar untuk membayar lunas utangnya?
19. Suatu show room mobil menawarkan jaguar senilai Rp. 24juta tunai. Mobil tersebut dapat dibeli dengan membayar Rp. 2,27 juta tiap akhir bulan selama satu tahun. Berapa bunga yang diminta oleh penjual mobil? Jika ada bank BNI menawarkan pinjaman sebesar Rp 24 juta dengan bunga 15%, tertarikkah

- anda pada tawaran tersebut? Dengan cara kredit atau tunai sebaiknya anda membeli mobil?
20. PT Primacol memiliki 100 karyawan yang rata-rata berusia 30 tahun. Usia pensiun karyawan adalah 55 tahun dan hak pensiun akan diberikan selama 20 tahun hingga usia mencapai 75 tahun. Seorang karyawan akan menerima pensiun yang nilainya setara dengan Rp 6 juta per tahun saat ini. Anggap inflasi konstan sebesar 8% per tahun. Pensiun akan dibayarkan saat usia mencapai akhir 55 tahun atau 25 tahun yang akan datang. Saat ini perusahaan telah mencadangkan sebesar Rp, 200 juta dalam bentuk deposito dengan bunga 18% per tahun. Tentukan besarnya potongan gaji per tahun bagi setiap karyawan agar perusahaan dapat memberikan hak pensiun tersebut?
  21. Satu perusahaan pengembang memberikan kredit sebesar Rp500 juta selama lima tahun. Bunga per tahun 18% anggap perbulan sebesar 1,5%. Angsuran per bulan dilakukan dengan jumlah yang sama, selama lima tahun meliputi angsuran pokok pinjaman dan bunganya. Tentukan besarnya angsutra per bulan tersebut? Berapa besar bunga yang dibayar selama lima tahun tersebut?
  22. Satu perusahaan memperoleh aliran kas bersih tahun ini sebesar Rp200 juta. Aliran kas tersebut diperkirakan akan mengalami pertumbuhan ( $g$ ) yang konstan selama enam tahun kedepan sebesar 12 Persen pertahun. Apabila tingkat keuntungan yang disyaratkan investor ( $r$ ) sebesar 18% berapakah nilai perusahaan tersebut? Gunakan model pertumbuhan konsant, nilai perusahaan =  $[\text{aliran kas bersih } (1+g)]/r-g$ .
  23. PT. Mekar sari memperoleh aliran kas bersih selama empat tahun terakhir masing-masing Rp.100 juta; Rp.140juta; Rp.200juta; dan Rp.250juta. Aliran kas tersebut diperkirakan akan mengalami pertumbuhan constant ( $g$ ) setelah keempat sebesar 8% pertahun. Sementara itu *discount rate* yang relevan untuk perusahaan tersebut adalah 16%. Tentukan besarnya nilai perusahaan saat ini?



**BAB**

**3**

# **LAPORAN KEUANGAN, ARUS KAS DAN PERPAJAKAN**

## **Tujuan Pembelajaran**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pengertian Laporan Keuangan
2. Fungsi Dan Tujuan Laporan Keuangan
3. Komponen Laporan Keuangan
4. Market *Value Added* (Mva) Dan *Economic*
5. *Value Added* (Eva)
6. Sistem Pajak Indonesia

---

## **PENDAHULUAN**

Laporan akuntansi yang menghasilkan informasi disebut laporan keuangan. Kemampuan untuk memahami laporan keuangan bukan berarti Anda dituntut harus mampu untuk menyiapkannya. Jika Anda mampu menyiapkan susunan laporan keuangan, terutama neraca dan laporan laba rugi, Anda memiliki keuntungan dan kemampuan untuk menganalisis informasi yang lebih mendalam, menggunakannya untuk meningkatkan hasil operasi bisnis. Laporan keuangan menjadi lebih bermanfaat ketika item-item individu telah diklasifikasikan ke dalam kelompok-kelompok yang signifikan untuk membandingkan dan menganalisis keuangan. Laporan keuangan pada umumnya dibuat secara kuartal atau tahunan. Laporan ini disiapkan untuk kepentingan pelaporan atas aktivitas pendanaan maupun investasi oleh perusahaan pada saat tersebut, dan untuk meringkat aktivitas operasi selama periode sebelumnya. Inilah peran laporan keuangan dan ini juga menjadi objek analisis. Di dalam laporan keuangan, aktivitas pendanaan dan aktivitas investasi dilaporkan pada waktu tertentu, sedangkan aktivitas operasi dilaporkan untuk suatu periode tertentu. Sebelum menganalisa dan menafsirkan suatu laporan keuangan, seorang akuntan harus memahami pengertian yang mendalam tentang bentuk-bentuk dan prinsip-prinsip penyusunan laporan keuangan serta masalah-masalah yang mungkin timbul dalam penyusunan laporan tersebut. Oleh karena itu, pembahasan dalam bab ini akan diawali dengan menjelaskan jenis-jenis laporan keuangan.

---

## **PENGERTIAN LAPORAN KEUANGAN**

Untuk membantu pengguna dalam menganalisis laporan keuangan, ada banyak ragam alat yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan secara khusus. Laporan keuangan perusahaan merupakan objek sari analisis laporan keuangan. Laporan keuangan merupakan hasil akhir dari proses akuntansi, dimana dalam proses tersebut semua transaksi yang terjadi akan dicatat, diklasifikasikan, diikhtisarkan untuk kemudian disusun menjadi suatu laporan keuangan. Dalam laporan keuangan tersebut akan terlihat data kuantitatif dari harta, utang, modal, pendapatan, dan biaya-biaya dari perusahaan yang bersangkutan. Jadi laporan keuangan suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai bentuk pertanggungjawaban pimpinan perusahaan yang berupa ikhtisar keuangan. Laporan keuangan ini disusun oleh manajemen perusahaan sebagai alat komunikasi yang dalam rangka untuk memenuhi kebutuhan internal dan eksternal perusahaan.

Kieso dan Weygandt (2010) mendefinisikan laporan keuangan sebagai berikut :

*“Financial statements are the principal means through which financial information is communicated to those outside an enterprise. These statement provide the company’s history quatified in money terms.”*

Selain itu, Imdieke dan Smith (2000) mendefinisikan laporan keuangan sebagai laporan yang terdiri dari dua bagian, yakni laporan internal dan eksternal. Laporan internal disiapkan berdasarkan permintaan manajemen hanya digunakan oleh para manajer dalam perusahaan. Biasanya laporan ini adalah laporan mengenai akuntansi manajemen yang berhubungan dengan manajemen produksi perusahaan. Konsekuensinya adalah bahwa laporan ini tidak dapat digunakan

untuk pemakai laporan eksternal. Laporan eksternal didesain dan disiapkan secara spesifik untuk penggunaan oleh para pengguna eksternal seperti kreditor dan para pemegang saham.

Dari definisi diatas dapat disimpulkan bahwa laporan keuangan merupakan hasil akhir atau produk dari proses akuntansi yang terdiri dari proses pencatatan, pengelompokan, pelaporan, dan penginterpretasian yang isinya merupakan data historis dan masa kini dari perusahaan dalam satuan uang, ditujukan kepada kalangan internal dan eksternal perusahaan dalam pengambilan keputusan.

---

## **FUNGSI DAN TUJUAN LAPORAN KEUANGAN**

Standar Akuntansi Keuangan (SAK) telah menjelaskan tujuan dari suatu laporan keuangan, yaitu adalah untuk memberikan :

1. Informasi yang dapat dipercaya mengenai aktiva dan kewajiban mengenai modal suatu perusahaan.
2. Informasi yang dapat dipercaya mengenai perubahan dalam aktiva bersih (aktiva dikurangi kewajiban) suatu perusahaan yang timbul dari kegiatan usaha dalam rangka memperoleh laba.
3. Informasi yang membantu para pemakai laporan keuangan dalam menaksir potensi perusahaan untuk menghasilkan laba.
4. Informasi penting lainnya mengenai perubahan dalam aktiva dan kewajiban suatu perusahaan, seperti informasi mengenai aktivitas pembiayaan dan investasi.
5. Mengungkapkan lebih jauh informasi lain yang berhubungan dengan laporan keuangan yang relevan untuk kebutuhan pemakai laporan, seperti informasi mengenai kebijakan akuntansi yang di anut oleh perusahaan.

---

## **KOMPONEN LAPORAN KEUANGAN**

Menurut PSAK No. 1 tentang penyajian laporan keuangan paragraf 07-09, laporan keuangan yang lengkap terdiri dari lima komponen, yaitu: Neraca, Laporan Laba-Rugi, Laporan Perubahan Ekuitas, Laporan Arus Kas, dan Catatan atas Laporan Keuangan. Namun, jika diperlukan perusahaan dapat pula menyajikan laporan tambahan, seperti laporan mengenai lingkungan hidup dan laporan nilai tambah (*value added statement*). Pembahasan berikut ini menjelaskan secara rinci mengenai tiap komponen laporan keuangan tersebut.

### **NERACA**

Neraca dapat kita jabarkan sebagai laporan keuangan yang menunjukkan apakah sebuah bisnis bernilai pada satu waktu. Neraca diturunkan dari istilah "*Balance Sheet*", "*Statement of Finansial Conditions*", "*Statement of Resources and Liabilities*". Neraca merupakan laporan tentang posisi keuangan suatu perusahaan pada tanggal tertentu. Oleh karena itu, neraca sering disebut sebagai potret dari posisi keuangan perusahaan, karena kondisi keuangan yang disajikan pada neraca tersebut hanya terjadi pada tanggal tertentu, yaitu tanggal penyusunan neraca. Di luar tanggal penyusunan neraca, kondisi keuangan tersebut bisa berubah.

Neraca biasa didefinisikan sebagai laporan yang menggambarkan keadaan keuangan pada suatu tanggal tertentu. Keadaan keuangan yang dimaksud merupakan daftar yang sistematis tentang berapa harta yang dimiliki perusahaan,

berapa hutang serta berapa modal dari suatu perusahaan. Penyajian neraca dapat ditujukan untuk kepentingan umum, yakni untuk kepentingan diluar perusahaan, seperti kreditur, lembaga pemerintah dan masyarakat umum, maupun untuk kepentingan khusus yang bersifat intern bagi kepentingan manajemen. Neraca merupakan salah satu laporan yang paling penting dari suatu perusahaan. Tujuan pembuatan neraca antara lain: (1) untuk mengetahui berapa harta kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan pada suatu saat tertentu, berapa utang dan berapa modal perusahaan pada saat yang bersamaan. (2) dengan menganalisis hubungan diantara pos-pos/unsur-unsur dari neraca, maka para kreditur, penanam modal dan pihak-pihak lain yang berkepentingan dapat mempelajari antara lain:

1. Kemampuan perusahaan tersebut di dalam melunasi kewajiban-kewajibannya, baik jangka pendek maupun jangka panjang pada saat kewajiban-kewajiban tersebut jatuh tempo;
2. Kemampuan untuk mendapatkan laba;
3. Kecenderungan perusahaan pada masa yang akan datang.

Secara umum, neraca dan laporan keuangan lainnya memiliki dua bagian. Bagian pertama adalah kepala (heading) atau judul neraca yaitu keterangan singkat yang ditulis dibagian atas dari neraca. Judul neraca berisi: Nama perusahaan (pemilik neraca), kata 'neraca', dan tanggal neraca. Unsur isi judul tersebut sama, perbedaannya dengan neraca terletak pada tanggal penyusunan. Untuk neraca ditulis tanggal tertentu, sedangkan laporan tanggalnya mewakili satu periode (untuk periode yang berakhir tanggal .....). Judul (neraca atau laporan lainnya) harus ditulis dengan benar, karena judul itu merupakan identitas dari organisasi (perusahaan) pemilik laporan yang bersangkutan.

Bagian kedua adalah batang tubuh neraca, berisi muatan informasi yang perlu disajikan. Pelaporan neraca dapat disajikan dalam bentuk horizontal maupun bentuk vertikal. Dengan mengabaikan penggunaan format tersebut, jumlah aktiva harus selalu sama dengan jumlah kewajiban dan ekuitas pemilik. Sisi kiri dari neraca terdiri dari seluruh aktiva, yang harus sama dengan sisi kanan dari neraca. Sisi kanan disusun berdasarkan dua bagian utama, yaitu: kewajiban dan ekuitas pemilik. Kewajiban lebih lanjut dikelompokkan ke dalam kewajiban jangka panjang dan jangka pendek. Ekuitas pemilik biasanya terdiri dari modal dan gambaran rekening. Ekuitas pemegang saham umumnya terdiri dari akun modal saham dan laba di tahan. Neraca bersama dengan laporan laba rugi dan arus kas adalah alat penting bagi investor untuk mendapatkan informasi tentang keadaan perusahaan dan operasinya. Dengan demikian hal tersebut akan menjadi satu point penting yang sangat diperhatikan oleh para investor.

## NERACA

ASET Akun Aset		KEWAJIBAN Akun Kewajiban	
Debit untuk kenaikan (+)	Kredit untuk penurunan (-)	Debit untuk penurunan (-)	Kredit untuk kenaikan (+)
		EKUITAS PEMILIK Akun Ekuitas Pemilik	
		Debit	Kredit
		untuk penurunan (-)	untuk kenaikan (+)

**Gambar 3.1. Neraca : Suatu Tinjauan**

Seperti yang ditunjukkan pada Gambar 3.1, aktiva perusahaan dimasukkan dalam tiga kategori: (1) aset lancar, (2) aset tetap, dan (3) aset lain.

### 1. Aktiva Lancar

Aktiva lancar adalah aktiva yang diharapkan dapat dicairkan menjadi kas, dijual, atau di konsumsi dalam jangka waktu 12 bulan atau dalam siklus operasi perusahaan yang normal jika lebih dari satu tahun. Siklus akuntansi adalah jangka waktu dimana : 1) kas digunakan untuk memperoleh barang dan jasa, dan 2) barang dan jasa yang dijual kepada para pelanggan, yang akan membayar pembelian tersebut dengan uang kas. Sebagian besar perusahaan, mempunyai siklus akuntansi yang hanya beberapa bulan.

Beberapa jenis usaha lainnya memiliki siklus akuntansi lebih dari satu tahun. Kas, piutang, wasel tagih yang akan jatuh tempo dalam waktu satu tahun atau kurang, dan beban yang dibayar dimuka merupakan aktiva lancar. Berdasarkan tampilan neraca diatas, adapun komponen-komponen aktiva lancar meliputi kas ditangan, kas di bank, surat-surat berharga, piutang dagang, persediaan makanan, peralatan dan biaya dibayar dimuka.

Adapun kelompok aktiva lancar adalah sebagai berikut:

Kas ditangan	Kebanyakan operasional sebuah bisnis perlu menyimpan total penerimaan kas bank dari hari sebelumnya. Jumlah kas di tangan dilaporkan dalam neraca akan secara normal menjadi setara dengan penerimaan kas pada suatu hari, menggambarkan setiap point dari penjualan atau jasa operasi staf kas bank.
Kas di Bank	Kas di bank biasanya cukup untuk membayar kewajiban hutang lancar sebagaimana mereka terjadi untuk membayar setiap periode operasi. Kas dalam jumlah yang lebih dibutuhkan untuk membayar hutang lancar harus di investasi dalam bunga jangka pendek.
Surat-surat	Surat-surat berharga ( <i>marketable securities</i> ) adalah saham, obligasi, dan

Berharga	surat-surat berharga lain yang dimiliki perusahaan dengan maksud untuk memutarakan kelebihan uang tunai dan tidak dimaksudkan untuk investasi jangka panjang.
Piutang Kartu Kredit	Piutang kartu kredit merupakan piutang yang belum dibayar kembali oleh perusahaan dengan kartu kredit perusahaan pada akhir periode operasi. Jumlah ini akan secara normal terhadap jumlah pembelian penjualan dengan kartu kredit sepanjang satu empat akhir sebelum tanggal neraca. Tingkat dimana suatu operasi dibayar kembali untuk kartu kredit akan bertukar-tukar berdasar pada jenis kartu dan kredit yang dikeluarkan oleh rumah sakit.
Piutang Dagang	Piutang Dagang adalah hak klaim yang dimiliki perusahaan terhadap seseorang atau perusahaan lain. Pada saat jatuh tempo, apabila piutang dilunasi, perusahaan akan memperoleh uang tunai, aktiva lain atau jasa. Piutang dagang adalah piutang yang berasal dari kegiatan utama perusahaan (penjualan kredit). Akun piutang dagang biasanya dilampiri dengan daftar piutang
Piutang Wesel	Piutang wesel atau sering disebut dengan wesel tagih pada hakikatnya merupakan piutang juga, tetapi dalam hal ini debitur memberikan janji tertulis bahwa ia akan membayar sejumlah uang pada tanggal tertentu. Pada piutang, janji tertulis demikian tidak ada. Oleh karena adanya janji tertulis ini kedudukan wesel tagih dimata perusahaan lebih kuat dibandingkan dengan piutang dagang sehingga dalam neraca dicantumkan di atas piutang dagang.
Persediaan	Persediaan merupakan barang-barang yang dimiliki perusahaan untuk dijual kembali atau digunakan dalam kegiatan perusahaan. Dalam perusahaan dagang jenis persediaan yang selama ini dikenal adalah persediaan barang dagang. Dalam penjualan tunai, persediaan langsung ditukar dengan uang. Penjualan kredit berarti persediaan mula-mula ditukar dengan piutang, baru kemudian dari piutang menjadi uang.
Pembayaran di muka (prepayments)	Pembayaran di muka dapat digolongkan menjadi uang muka ( <i>advances</i> ) dan beban dibayar dimuka ( <i>prepaid expenses</i> ). Uang muka adalah pembayaran di muka yang nanti akan diperhitungkan pada waktu perolehan suatu aktiva, sedang beban dibayar dimuka, seperti namanya sudah menyebutkan, adalah pembayaran dimuka untuk beban. Contoh dari uang muka adalah uang muka pembelian persediaan dan uang muka pembelian aktiva tetap. Contoh beban dibayar dimuka adalah sewa dibayar dimuka, asuransi dibayar dimuka, pembayaran dimuka pajak penghasilan, perlengkapan, dan lain-lain.
Investasi Jangka Pendek	Investasi jangka pendek ( <i>short term investment</i> ) adalah penanaman yang dilakukan dalam hubungannya dengan tujuan jangka pendek perusahaan.
Investasi Jangka panjang	Investasi jangka panjang merupakan penanaman yang dilakukan dalam hubungannya dengan tujuan jangka panjang perusahaan. Berbeda dengan surat-surat berharga dimana tujuan kepemilikannya adalah untuk diperjualbelikan, surat-surat berharga yang digolongkan dalam investasi jangka panjang dimiliki untuk jangka waktu panjang dan terutama untuk tujuan melakukan pengendalian atau membina hubungan dengan perusahaan lain. Investasi jangka panjang dapat dilakukan dalam bentuk saham atau obligasi. Jumlah investasi jangka panjang pada neraca dalam bahasan ini tidak tercantum, akan tetapi dimasukkannya pembahasan mengenai investasi jangka panjang disini adalah untuk menekankan bahwa piutang wesel merupakan salah satu bagian dari kelompok aktiva lancar.

Komponen aktiva lancar di dalam neraca disusun menurut tingkat likuiditasnya, mulai dari yang paling likuid hingga yang kurang likuid.

## 2. Aktiva Tetap

Aktiva tetap merupakan suatu aktiva bernilai besar yang digunakan untuk kegiatan perusahaan, bersifat tetap atau permanen dan tidak untuk dijual kembali dalam kegiatan normal. Aktiva tetap didefinisikan sebagai aktiva berwujud yang mempunyai masa manfaat lebih dari 12 (dua belas) bulan untuk digunakan dalam kegiatan perusahaan. Aktiva tetap dalam PSAK 16 paragraf 6 didefinisikan sebagai aktiva berwujud yang:

- a. Dimiliki untuk digunakan dalam produksi atau penyediaan barang atau jasa untuk disewakan kepada pihak lain, atau untuk tujuan administratif, dan
- b. Diharapkan untuk digunakan selama lebih dari satu periode

Suatu entitas dapat mengklasifikasikan biaya perolehan aktiva tetap jika:

- a. Apakah item/barang yang dibeli bisa digunakan dalam jangka waktu lama? Jika ya, maka biaya perolehan item/barang tersebut bisa diakui sebagai asset. Jika tidak, maka diakui sebagai biaya;
- b. Apakah aktiva tersebut bisa digunakan untuk tujuan produktif? Jika ya, maka aktiva tersebut diakui sebagai aktiva tetap, jika tidak maka aktiva tersebut diakui sebagai investasi.

Contoh aktiva ini adalah tanah, gedung, kendaraan, peralatan, mesin-mesin, dan lain-lain. Aktiva ini kecuali tanah akan berkurang nilainya oleh karena digunakan dalam kegiatan perusahaan. Penyusutan nilai aktiva dicatat oleh perusahaan sebagai beban penyusutan. Akumulasi penyusutan adalah jumlah penyusutan yang telah dilakukan sejak aktiva tetap di peroleh sampai dengan tanggal neraca. Harga perolehan aktiva tetap dikurangi dengan akumulasi penyusutan disebut nilai buku atau aktiva tetap neto.

Tanah	Tanah yang dikelompokkan dalam aktiva tetap adalah tanah yang dimiliki atau dikuasai oleh perusahaan untuk digunakan dalam kegiatan perusahaan.
Peralatan dan Mesin	Peralatan dan mesin yang dikelompokkan dalam aktiva tetap adalah peralatan dan mesin yang dimiliki atau dikuasai oleh perusahaan untuk digunakan dalam kegiatan perusahaan atau dimanfaatkan oleh perusahaan dan dalam kondisi siap digunakan.
Gedung dan Bangunan	Gedung dan bangunan yang dikelompokkan dalam aktiva tetap adalah gedung dan bangunan yang dimiliki atau dikuasai oleh perusahaan untuk digunakan dalam kegiatan perusahaan dan dalam kondisi siap digunakan.

Biaya perolehan aktiva tetap meliputi semua jumlah yang dikeluarkan entitas untuk memperoleh atau mendapatkan aktiva tetap tersebut sampai aktiva tetap tersebut siap untuk digunakan. Akan tetapi, tidak semua jumlah rupiah yang dikeluarkan untuk mendapatkan barang seperti properti, pabrik dan peralatan dapat diakui sebagai aktiva tetap. Jika suatu barang yang dibeli entitas bisa digunakan lebih dari satu periode atau berumur panjang, maka biaya perolehan barang tersebut bisa diakui sebagai aktiva. Jika aktiva tersebut bisa digunakan untuk tujuan produktif perusahaan, maka aktiva tersebut diklasifikasikan sebagai aktiva tetap.

Untuk bisa dikategorikan sebagai aktiva tetap, suatu barang tidak perlu harus digunakan secara terus menerus atau sering. Barang yang dibeli entitas

dengan maksud akan digunakan bila dibutuhkan jika peralatan lain rusak juga termasuk dalam kategori aktiva tetap. Jika perusahaan membeli barang dengan tujuan untuk dijual kembali dengan tingkat keuntungan tertentu, maka barang tersebut diklasifikasikan dalam kategori investasi. Sebagai contoh, jika suatu entitas membeli tanah dengan tujuan untuk dijual kembali, maka pembelian tanah tersebut tidak dapat diakui sebagai aktiva tetap, tetapi diakui sebagai investasi.

### 3. Aktiva Tak Berwujud

Aktiva tak berwujud adalah aktiva tak lancar (*noncurrent assets*) dan tak berbentuk yang memberikan hak ke ekonomian dan hukum kepada pemiliknya dan dalam laporan keuangan tidak di cakup secara terpisah dalam klasifikasi aktiva yang lain. Salah satu karakteristik aktiva tak berwujud yang paling penting adalah tingkat ketidakpastian mengenai nilai dan manfaatnya di kemudian hari. Pada banyak kasus, nilai aktiva tak berwujud berkisar antara nihil sampai dengan jumlah yang besar. Aktiva tak berwujud antara lain dapat berbentuk hak paten, hak cipta, franchise, merk dagang dan *goodwill*.

Ada dua bentuk utama dari aktiva tak berwujud yang tidak terukur. Bentuk *pertama* adalah aktiva tak berwujud yang tidak terukur secara hukum, seperti rahasia perniagaan, daftar pelanggan, hak cipta, hak paten, merek dagang, dan *good will*. Bentuk *kedua* adalah aktiva tak berwujud yang tak terukur persaingan, seperti aktivitas pengetahuan (*know-how, knowledge*), aktivitas kerja sama, aktivitas utang, dan aktivitas struktural.

Aktiva yang tidak terukur secara hukum menghasilkan hak milik yang dapat dipertahankan secara hukum pada pengadilan. Sedangkan aktiva yang tak terukur persaingan adalah sah menurut hukum. Aktiva ini secara langsung berdampak pada efektivitas, produktivitas, dan biaya alternatif dalam satu organisasi seperti biaya-biaya, pendapatan, layanan pelanggan, kepuasan, nilai pasar, dan harga saham.

Perlakuan akuntansi aktiva tak berwujud menyangkut masalah yang tidak berbeda dengan perlakuan akuntansi terhadap aktiva tetap, diantaranya adalah penentuan nilai perolehan, perlakuan akuntansi selanjutnya terhadap nilai perolehan tersebut dalam kondisi usaha normal (amortisasi), dan perlakuan akuntansi atas penurunan nilai aktiva tak berwujud yang material dan permanen. Kesulitan yang dihadapi dalam pemecahan masalah perlakuan akuntansi aktiva tak berwujud pada umumnya disebabkan oleh sifat aktiva tersebut, seperti tidak adanya wujud fisik yang menyebabkan bukti keberadaannya kabur, dan kesulitan dalam penentuan nilai perolehan serta masa manfaat ke ekonominya.

Aktiva tak berwujud dapat dibedakan menurut sifat kekhususannya, masa manfaatnya, hubungannya dengan kegiatan usaha, dan penghapusannya. Dasar penggolongan aktiva tak berwujud adalah sebagai berikut:

- a. Kemampuan untuk diidentifikasi: dapat atau tidak dapat diidentifikasi secara khusus;
- b. Cara perolehan: diperoleh secara individual, secara kelompok, melalui penggabungan badan usaha atau dikembangkan sendiri;
- c. Masa manfaat yang diharapkan: tergantung pada pembatasan yang diatur oleh hukum/perjanjian, pada faktor keekonomian atau manusia, atau pada jangka waktu yang tidak terbatas atau tidak dapat ditentukan dimasa depan;

- d. Kemampuan untuk dipisahkan dari keseluruhan perusahaan: hak yang dapat dialihkan tanpa bukti kepemilikan, dapat di jual atau tidak dapat dipisahkan dari perusahaan atau dari bagian pokoknya.

Perusahaan harus mencatat nilai perolehan aktiva tak berwujud yang diperoleh dari individu atau badan usaha lain sebagai aktiva. Biaya pemeliharaan atau penyimpanan aktiva tak berwujud yang tidak dapat diidentifikasi secara khusus, tidak dapat ditentukan masa manfaatnya/umurnya, atau tidak dapat dihindarkan dalam suatu kegiatan usaha harus di bebaskan dalam laporan laba rugi periode yang bersangkutan.

Aktiva tak berwujud yang diperoleh harus dicatat sebesar harga perolehan pada tanggal akuisisi. Harga perolehan tersebut dinilai sebesar jumlah yang dibayar, nilai wajar dari aktiva lain yang diperoleh, nilai tunai dari kewajiban yang ada atau nilai wajar dari aktiva yang di terima untuk saham yang dikeluarkan.

Aktiva tak berwujud yang diperoleh secara kelompok atau sebagai bagian dari perusahaan yang diakuisisi, harus dicatat sebesar harga perolehan pada tanggal akuisisi. Penilaian harga perolehan ini tergantung pada apakah aktiva tak berwujud tersebut dapat diidentifikasi secara khusus atau tidak. Harga perolehan aktiva tak berwujud yang dapat diidentifikasi adalah sebagian dari harga perolehan sekelompok aktiva atau perusahaan yang di akuisisi yang biasanya ditentukan dari nilai wajar masing-masing aktiva tersebut.

Nilai aktiva tak berwujud pada akhirnya akan habis pada saat tertentu, sehingga harga perolehan aktiva tak berwujud harus diamortisasi secara sistematis selama taksiran masa manfaatnya dan tidak boleh dibebankan seluruhnya pada periode perolehan. Hal-hal yang harus dipertimbangkan dalam menaksir masa manfaat suatu aktiva tak berwujud adalah sebagai berikut:

- a. Ketentuan hukum, peraturan, perjanjian yang membatasi masa manfaat maksimum;
- b. Kemungkinan untuk memperbarui atau memperpanjang batas masa manfaat yang telah ditentukan;
- c. Pengaruh keusangan, permintaan, persaingan dan faktor perubahan ekonomi dan teknologi yang mempengaruhi masa manfaat;
- d. Prakiraan tindakan yang akan dilakukan oleh pesaing, pelaksana hukum/peraturan dan lainnya yang membatasi keunggulan dalam daya saing (*competitive advantage*);
- e. Adanya suatu masa manfaat yang tidak terbatas, dan masa manfaat yang diharapkan tidak dapat ditaksir secara wajar;
- f. Kemungkinan aktiva tak berwujud terdiri dari beberapa jenis/faktor yang mempunyai masa manfaat yang berbeda.

Untuk menentukan masa manfaat aktiva tak berwujud secara wajar maka hal-hal tersebut di atas harus dianalisa terlebih dahulu. Taksiran masa manfaat yang wajar biasanya ditentukan dengan membuat batas atas dan batas bawah karena taksiran masa manfaat yang sesungguhnya sulit untuk ditentukan.

Periode amortisasi tidak boleh melebihi 20 (dua puluh) tahun berdasarkan pertimbangan bahwa dalam 20 (dua puluh) tahun sudah banyak perkembangan yang terjadi sehingga untuk tenggang waktu selebihnya aktiva tak berwujud diperkirakan tidak lagi memiliki manfaat keekonomian. Oleh karena itu, meskipun analisa pada saat perolehan suatu aktiva tak berwujud menunjukkan masa manfaat yang melebihi 20 (dua puluh) tahun, periode amortisasi tidak boleh

melebihi 20 (dua puluh) tahun. Metode amortisasi aktiva tak berwujud adalah metode garis lurus (*straight line method*), kecuali jika ada metode lain yang lebih sesuai dengan kondisi perusahaan. Laporan keuangan harus mengungkapkan metode dan periode amortisasi yang digunakan.

Perusahaan harus mengevaluasi periode amortisasi aktiva tak berwujud secara teratur untuk memutuskan apakah peristiwa dan kondisi selanjutnya menuntut perubahan taksiran masa manfaat yang telah ditentukan. Jika taksiran masa manfaat berubah, maka jumlah harga perolehan yang belum diamortisasi harus dibebankan pada sisa masa manfaat yang baru, dengan syarat tidak boleh melebihi 20 (dua puluh) tahun dari tanggal perolehan.

Taksiran nilai dan manfaat masa depan suatu aktiva tak berwujud yang belum di amortisasi tersebut harus dikurangi dengan jumlah tertentu sebagai beban usaha dalam laporan laba rugi periode yang bersangkutan. Meskipun demikian, kerugian pada satu atau beberapa tahun tertentu secara berurutan tidak dapat dijadikan alasan untuk membebaskan semua atau sebagian harga perolehan aktiva tak berwujud yang belum diamortisasi sebagai pembebanan luar biasa pada periode yang bersangkutan. Jika ada pembebanan luar biasa, maka alasan pembebanannya harus diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

Perhatikan bahwa pos-pos neraca disusun secara berurutan berdasarkan tingkat likuiditasnya, atau lamanya yang dibutuhkan untuk mengubah pos tersebut menjadi kas (aset lancar) atau perkiraan masa manfaatnya (aset tetap). Demikian pula halnya klaim yang disusun berurutan menurut waktu harus membayar: utang usaha umumnya harus dibayar dalam waktu 30 hari, wesel tagih dalam waktu 90 hari, dan seterusnya, hingga ke akun ekuitas pemegang saham yang mencerminkan kepemilikan dan tidak perlu dilunasi untuk selamanya. Perusahaan membutuhkan cukup kas dan aset lancar lainnya untuk melunasi tagihan-tagihan yang jatuh tempo. Jadi, pemberi pinjaman, pemasok, dan agen pemeringkat obligasi akan memperhatikan tingkat likuiditas ini. Modal kerja bersih, yang didefinisikan sebagai aset lancar dikurangi kewajiban lancar, merupakan ukuran likuiditas yang sering digunakan. Berikut ditampilkan gambar 3.1. bentuk neraca perusahaan Gudang Garam.

**PT GUDANG GARAM Tbk DAN ENTITAS ANAK/  
PT GUDANG GARAM Tbk AND SUBSIDIARIES**

TAHUN BERAKHIR 31 DESEMBER 2012 DAN 2011/FEARS ENDED 31 DECEMBER 2012 AND 2011

ASET	Catatan / Notes	2012	2011	ASSETS
<b>Aset Lancar</b>				<b>Current Assets</b>
Kas dan setara kas	3	1,285,799	1,094,895	Trade receivables
Piutang usaha	4			Trade Receivables
Pihak ketiga		1,382,539	919,730	Third parties
Pihak berelasi		-	3,792	Related parties
Persediaan	5	26,649,777	28,020,017	inventories
Pajak dibayar dimuka	12	186,623	141,185	Prepaid taxes
Beban dibayar dimuka	6	140,784	101,482	Prepaid expenses
Aset lancar lainnya	7	308,499	100,653	Other current assets
<b>Total Aset Lancar</b>		<b>29,954,021</b>	<b>30,381,754</b>	<b>Total Current Assets</b>
<b>Aset Tidak Lancar</b>				<b>Non Current Assets</b>
Aset tetap, bersih	8	10,389,326	8,189,881	Fixed Assets, net
Aset pajak tangguhan, bersih	12	43,901	37,597	Deferred tax assets, net
Aset tidak lancar lainnya	9	1,122,077	479,473	Other non-current assets
<b>Total Aset Non Lancar</b>		<b>11,555,304</b>	<b>8,706,951</b>	<b>Total Current Assets</b>
<b>TOTAL ASET</b>		<b>41,509,329</b>	<b>39,088,705</b>	<b>TOTAL ASSETS</b>
<b>LIABILITAS DAN EKUITAS</b>				<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>
<b>LIABILITAS</b>				<b>LIABILITIES</b>
<b>Liabilitas jangka pendek</b>				<b>Current liabilities</b>
Pinjaman jangka pendek	10	8,164,350	6,163,978	Short term loans
Utang usaha	11			Trade payables
Pihak ketiga		437,719	1,474,715	Third parties
Pihak berelasi		19,914	41,096	Related parties
Utang pajak	12	30,644	101,094	Taxes payable
Utang Cukai dan PPn Rokok	13	4,765,268	5,453,491	Excise duty and VAT on cigarettes payables
Beban akrual	14	100,987	83,592	Accrued expenses
Liabilitas jangka pendek lainnya	15	283,435	216,353	Other current liabilities
<b>Total liabilitas jangka pendek</b>		<b>13,802,317</b>	<b>13,534,319</b>	<b>Total current liabilities</b>
<b>Liabilitas Jangka Panjang</b>				<b>Non current liabilities</b>
Liabilitas imbalan kerja	16	881,200	759,206	Employee benefits obligation
Liabilitas pajak tangguhan, bersih	12	220,095	244,252	Deferred tax liabilities, net
<b>Total Liabilitas Jangka Panjang</b>		<b>1.101.295</b>	<b>1.003.458</b>	<b>Total non current liabilities</b>
<b>TOTAL LIABILITAS</b>		<b>14.903.612</b>	<b>14.537.777</b>	<b>TOTAL LIABILITIES</b>
<b>EKUITAS</b>				<b>EQUITY</b>
Modal saham, nilai nominal Rp. 500 (rupiah penuh) per saham:				Share capital, par value of Rp. 500 (whole rupiah) per share:
Modal dasar : 2.316.000.000 saham				Authorized capital : 2,316,000,000 shares
Modal ditempatkan dan disetor penuh: 1.924.088.000 saham	17	926,044	926,044	Issued and paid-up capital: 1.924.088.000 shares
Agio saham	18	53,700	53,700	Difference pain in expenses of par
Selisih transaksi dengan pihak non pengendali	19	(13,109)	-	Difference from transaction with non controlling interest
Saldo laba				Retained earnings
Dicadangkan	20	200,000	200,000	Appropriates
Belum dicadangkan		25,271,948	23,182,278	Unappropriated
Ekuitas yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk		26,474,583	24,398,022	Equity attributable to owners of the company
Kepentingan nonpengendali		131,130	152,906	Non-controlling interest
<b>TOTAL EKUITAS</b>				<b>TOTAL EQUITY</b>
<b>TOTAL LIABILITAS DAN EKUITAS</b>		<b>41,509,325</b>	<b>39,088,705</b>	<b>TOTAL LIABILITIES AND EQUITY</b>

Gambar 3.1. Neraca Perusahaan Gudang Garam

Gambar 3.1. menunjukkan neraca akhir tahun Gudang Garam untuk tahun 2012 dan 2011. Dari laporan tahun 2012, kita dapat melihat bahwa perusahaan memiliki aset sebesar Rp.41,509,329 miliar-setengah lancar dan setengah jangka panjang. Aset sebesar Rp.41,509, 329 ini didanai oleh kewajiban lancar sebesar Rp. 13,802,317, utang jangka panjang sebesar Rp. 1.101.295, dan ekuitas biasa sebesar Rp. 131,130 yang mencerminkan 926.044 saham beredar. Modal kerja bersih tahun 2012 adalah 16,151704 (aset lancar 29,954,021 dikurangi kewajiban lancar 13,802,317). Dengan membandingkan neraca tahun 2012 dan 2011. Kita dapat melihat aset Gudang Garam turun sebesar -0.42 persen (29,954,021-30,381,754).

## LAPORAN LABA RUGI

Laporan laba rugi merupakan laporan pendapatan dan beban selama periode waktu tertentu berdasarkan konsep penandingan (*matching concept*). Konsep ini diterapkan dengan menan dingkan beban dengan pendapatan yang dihasilkan selama periode terjadinya beban tersebut. Laporan laba-rugi juga melaporkan kelebihan pendapatan terhadap beban-beban yang terjadi. Kelebihan ini di sebut laba bersih atau keuntungan bersih (*net income* atau *net profit*). Jika beban melebihi pendapatan, maka di sebut rugi bersih. Dampak dari pendapatan yang dihasilkan dan beban yang terjadi selama sebulan beroperasi ditunjukkan dalam persamaan sebagai kenaikan dan penurunan ekuitas pemilik (modal). Laba bersih untuk periode waktu tertentu mempunyai pengaruh yaitu menaikkan ekuitas pemilik (modal) dalam periode tersebut, dan sebaliknya, apabila terjadi rugi bersih akan menurunkan ekuitas pemilik (modal) dalam periode bersang-kutan.

Ada dua format yang lazim digunakan untuk menyiapkan laporan laba rugi, yaitu ber tahap (*multiple step*) dan langsung (*single step*). Laporan laba rugi bertahap memuat beberapa seksi, subseksi, dan sub total. Komponen-komponen dalam menyusun laporan laba rugi dapat dijelaskan secara singkat sebagai berikut:

1. Pendapatan dari penjualan  
Jumlah yang dibebankan kepada pelanggan untuk barang dagang yang dijual, baik secara tunai maupun kredit, dilaporkan pada seksi ini. Retur dan potongan penjualan serta diskon penjualan dikurangkan dari jumlah ini untuk mendapatkan penjualan bersih.
2. Harga pokok penjualan  
Harga pokok atau biaya dari barang dagang yang dijual selama periode tersebut, biasa juga disebut sebagai harga pokok penjualan (*cost of goods sold* atau *cost of sales*)
3. Laba kotor  
Kelebihan penjualan bersih terhadap harga pokok barang dagang yang dijual disebut laba kotor (*gross profit*). Kadang hal ini disebut sebagai laba kotor atas penjualan (*gross profit on sales*) atau margin kotor (*gross margin*).
4. Beban operasi  
Kebanyakan perusahaan dagang mengklasifikasikan beban operasi sebagai beban penjualan atau beban administrasi. Beban yang timbul secara langsung dalam rangka penjualan barang dagang disebut beban penjualan (*selling expenses*). Beban ini antara lain meliputi gaji wiraniaga, perlengkapan toko yang digunakan, penyusutan peralatan toko, dan iklan. Beban yang timbul

dalam administrasi atau operasi umum perusahaan disebut beban administrasi (*administrative expenses*) atau beban umum (*general expenses*). Contohnya meliputi gaji pegawai kantor, penyusutan peralatan kantor, dan perlengkapan kantor yang digunakan. Beban kartu kredit lazimnya juga diklasifikasikan sebagai beban administrasi.

Beban yang terkait dengan penjualan maupun administrasi bisa dibagi di antara kedua klasifikasi tersebut. Namun, pada perusahaan kecil, beban seperti sewa, asuransi, dan pajak umumnya dilaporkan sebagai beban administrasi. Transaksi yang menyangkut beban dalam jumlah kecil dan jarang terjadi acapkali dilaporkan sebagai penjuala beban rupa-rupa atau beban administrasi rupa-rupa.

#### 5. Laba dari Operasi

Kelebihan laba kotor terhadap total beban operasi disebut laba dari operasi (*income from operations*) atau laba operasi (*operating income*). Rasio atau perbandingan laba operasi terhadap total aktiva dan terhadap penjualan bersih merupakan faktor penting dalam menilai efisiensi dan profitabilitas operasi. Bila beban operasi lebih besar daripada laba kotor, maka kelebihan tersebut disebut kerugian dari operasi (*loss from operations*).

#### 6. Pendapatan Lain-lain dan Beban Lain-lain

Pendapatan dari sumber lain di luar aktivitas yang utama disebut pendapatan lain-lain (*other income*). Untuk perusahaan dagang, hal ini mencakup pendapatan bunga, sewa dan keuntungan dari penjualan aktiva tetap.

Beban yang tidak dapat dikaitkan langsung dengan operasi disebut beban lain-lain (*other expense*). Beban bunga yang timbul dari aktivitas pendanaan dan kerugian dalam pelepasan aktiva tetap merupakan contoh dari beban lain-lain. Pendapatan dan beban lain-lain dikurangkan satu sama lain dalam laporan laba rugi. Bila jumlah pendapatan lain-lain melebihi beban lain-lain, maka selisihnya ditambahkan ke laba operasi. Bila hal sebaliknya yang terjadi, selisihnya dikurangkan dari laba operasi.

#### 7. Laba bersih

Angka terakhir pada laporan laba rugi disebut laba bersih (*net income*) atau kerugian bersih (*net loss*). Hal itu merupakan kenaikan bersih (atau penurunan bersih) terhadap ekuitas pemilik sebagai akibat dari aktivitas penciptaan laba selama periode yang bersangkutan.

Tampilan gambar 5.2. merupakan contoh gambar dari laporan laba rugi dengan menggunakan metoda ganda (*multiple step*). Gambar tersebut menyajikan laporan laba rugi Gudang Garam tahun 2012 dan 2011. Penjualan bersih disajikan pada bagian atas laporan, sedangkan biaya operasi, bunga, dan pajak dikurangkan untuk mendapatkan laba bersih yang tersedia bagi pemegang saham biasa, umumnya disebut sebagai "laba bersih". Laba dan dividen per saham disajikan pada bagian bawah laporan laba rugi. Laba per saham (*Earning per Share-EPS*) disebut "baris bawah" (*bottom line*), dan menunjukkan bahwa dari seluruh pos dalam laporan laba rugi, EPS biasanya merupakan pos terpenting bagi pemegang saham.

Perhatikan bahwa perusahaan yang berbeda memiliki struktur keuangan, situasi pajak, dan jumlah aset non-operasi yang berbeda pula. Perbedaan ini dapat menyebabkan dua perusahaan dengan operasi yang sama melaporkan tingkat

laba bersih yang berbeda. Misalnya, dua perusahaan memiliki operasi yang identik-penjualan, biaya operasi dan asetnya identik.

Namun, satu perusahaan di danai dengan utang, sementara yang lainnya menggunakan ekuitas biasa. Walaupun kinerja operasi keduanya sama, perusahaan yang tidak memiliki utang (sehingga tidak memiliki beban bunga) akan melaporkan laba bersih yang lebih tinggi karena tidak ada bunga yang dikurangkan dari laba operasinya. Akibatnya, jika Anda ingin membandingkan kinerja operasi perusahaan, penting untuk memusatkan perhatian pada laba sebelum mengurangi pajak dan pembayaran bunga. Ini disebut laba sebelum bunga dan pajak (*earning before interest and taxes* - EBIT), dan sering dikenal sebagai laba operasi (*operating income*).

### EBIT = Pendapatan Penjualan - Biaya Operasi

Dari laporan laba rugi Gudang Garam, kita melihat bahwa laba operasinya turun dari Rp. 6.614.971 pada tahun 2012 menjadi Rp. 5.530.646 pada tahun 2012, dan laba bersih perusahaan tahun 2012 juga turun, dan beban bunga yang naik mengurangi laba bersihnya meskipun laba operasi lebih tinggi.

### PT GUDANG GARAM Tbk DAN ENTITAS ANAK/

LAPORAN LABA RUGI KOMPREHENSIF KONSOLIDASIAN

TAHUN BERAKHIR 31 DESEMBER 2012 DAN 2011

(Dalam jutaan rupiah, kecuali dinyatakan khusus/*In millions of rupiah, unless otherwise specified*)

	Catatan / Notes	2012	2011	
Pendapatan	21	49,028,696	41,884,352	Revenue
Biaya pokok penjualan	22	(39.843.974)	(31.754.984)	Cost of sales
<b>Laba bruto</b>		<b>9.184,722</b>	<b>10.129,368</b>	<b>Gross profit</b>
Pendapatan lainnya		73,299	47,322	Other income
Beban usaha	23	(3.177.516)	(3.290.726)	Operating expenses
Beban lainnya		(37.166)	(4.511)	Other expenses
Rugi kurs, bersih		(17,658)	(12,480)	Foreign exchange loss, net
<b>Laba Usaha</b>		<b>6.025.681</b>	<b>6.867.973</b>	<b>Operating Expenses</b>
Beban bunga		(495.035)	(253.002)	Interest expenses
<b>Laba sebelum pajak penghasilan</b>		<b>5.530.646</b>	<b>6.614.971</b>	<b>Profit before income tax</b>
Beban pajak penghasilan	12	(1.461.935)	(1.656.869)	Income tax expenses
<b>Laba/Total pendapatan komprehensif tahun berjalan</b>		<b>4,068,711</b>	<b>4,958,102</b>	<b>Profit/total comprehensive income for the year</b>
<b>Laba/Total pendapatan komprehensif yang dapat didistribusikan kepada:</b>				<b>Profit/total comprehensive income attributable to:</b>
Pemilik entitas induk		4.013.758	4.94.057	Owners of company
Kepentingan non pengendali		54.953	64.958.102	Non controlling interest
Laba per saham (dalam rupiah penuh)	24	2.086	2.544	Earnings per share (in whole rupiah)

Gambar 3.2. Laporan Laba - Rugi

Menganalisis kembali gambar laporan laba rugi secara rinci, kita dapat melihat bahwa penyusutan dan amortisasi adalah komponen-komponen penting biaya operasi. Penyusutan merupakan beban tanan terhadap laba yang mencerminkan perkiraan biaya peralatan modal dan aset berwujud lainnya dalam dolar yang digunakan dalam proses produksi. Amortisasi adalah hal yang sama, hanya

saja mencerminkan penurunan nilai aset tidak berwujud seperti paten, hak cipta, mereka dagang dan *good will*. Penyusutan dan amortisasi biasanya disatukan untuk tujuan analisis keuangan atas laporan laba rugi dan tujuan-tujuan lainnya karena sangat mirip. Keduanya merupakan penghapusan atau pengalokasian biaya aset sepanjang masa manfaatnya (Brigham dan Houston, 2012).

Meskipun penyusutan dan amortisasi dilaporkan sebagai biaya dalam laporan laba-rugi, mereka bukanlah kas-kasnya telah dikeluarkan di masa lalu ketika aset yang dihapuskan dibeli, tetapi tidak ada kas yang keluar untuk menutupi penyusutan. Karena itu, manager, analisis efek, dan bagian pinjaman bank yang berkepentingan dengan jumlah kas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan seringkali menghitung laba sebelum bunga, pajak, penyusutan, dan amortisasi (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* – EBITDA). Gadam Garam tidak memiliki beban amortisasi sehingga penyusutan dan amortisasi dalam seluruh laporan laba rugi yang disajikan pada gambar di atas merupakan penyusutan.

## **ARUS KAS BERSIH**

Pada bidang keuangan, kita akan berfokus pada arus kas bersih (*net cash flow*). Nilai dari suatu aktiva ditentukan oleh arus kas yang dihasilkannya. Laba bersih perusahaan memang penting, tetapi arus kas bahkan lebih penting karena dividen harus dibayarkan secara tunai dan kas diperlukan untuk membeli aktiva yang dibutuhkan untuk melanjutkan operasi. Seperti telah disebutkan, sasaran perusahaan adalah memaksimalkan harga saham. Karena nilai dari setiap aktiva, termasuk saham, akan tergantung pada arus kas yang dihasilkan oleh aktiva, para manajer seharusnya berusaha untuk memaksimalkan arus kas yang tersedia bagi para investor dalam jangka panjang. Suatu arus kas bisnis umumnya berbeda dari laba akuntansi (*accounting profit*) karena beberapa pendapatan dan pengeluaran yang tercantum di dalam laporan laba rugi tidak dibayarkan secara tunai selama tahun berjalan. Hubungan arus kas bersih dan laba bersih dapat dinyatakan sbb :

$$\text{Arus Kas Bersih} = \text{Laba bersih} - \text{Pendapatan non-kas} + \text{beban nonkas}$$

Contoh utama dari beban nonkas yaitu Penyusutan dan amortisasi. Pos-pos ini mengurangi laba bersih tapi tidak dibayarkan secara riil sehingga kita menambahkannya kembali pada laba bersih ketika menghitung arus kas bersih. Contoh beban nonkas yang lain adalah pajak tangguhan. Pada waktu yang sama, beberapa pendapatan mungkin tidak dapat ditagih dalam bentuk tunai selama periode berjalan, dan pos-pos ini harus dikurangkan dari laba bersih ketika menghitung arus kas. Umumnya, Penyusutan dan amortisasi merupakan pos nonkas terbesar, dan dikebanyakan kasus pos-pos nonkas yang lainnya secara kasar akan saling menghilangkan menjadi Nol. Untuk alasan ini, kebanyakan analis berasumsi bahwa arus kas bersih adalah laba bersih ditambah penyusutan dan amortisasi.

$$\text{Arus Kas Bersih} = \text{Laba bersih} + \text{Penyusutan dan amortisasi}$$

Kita dapat mencontohkan persamaan di atas dengan data Gudang Garam tahun 2012.

$$\text{Arus Kas Bersih} = 4,068,711 + 5.530,646$$

Penyusutan adalah alokasi kos dari aktiva tetap pada periode manfaat pembebanan. Jadi, penyusutan merupakan suatu beban nonkas, sehingga harus ditambahkan kembali ke laba bersih untuk mendapatkan arus kas bersih. Sedangkan amortisasi merupakan istilah depresiasi untuk aktiva tetap tidak berwujud. Penyusutan merupakan sumber kas yang paling penting bagi Gudang Garam dan sebagian besar perusahaan lain, dan penting artinya bagi Anda untuk memahami dampaknya.

## LAPORAN ARUS KAS

Laporan Arus Kas menggambarkan jumlah kas masuk penerimaan kas dan jumlah kas keluar – pembayaran atau pengeluaran kas dalam suatu periode tertentu. Aktivitas usaha akan menghasilkan arus kas masuk bersih (bila penerimaan kas lebih besar dari pengeluaran kas), serta arus kas keluar bersih (bila penerimaan kas lebih kecil dari pengeluaran kas). Laporan arus kas menggambarkan kenaikan atau penurunan bersih kas yang dimiliki perusahaan selama periode berjalan, serta saldo kas yang dimiliki perusahaan pada akhir periode.

Laporan arus kas (*statement of cash flows*) merupakan laporan utama arus kas masuk dan arus kas keluar dari perusahaan selama satu periode. Laporan arus kas menyediakan informasi yang berguna terkait kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari operasi, mempertahankan dan memperluas kapasitas operasinya, memenuhi kewajiban keuangannya, dan membayar dividen.

Laporan arus kas adalah salah satu dari laporan keuangan dasar. Laporan ini berguna bagi manajer dalam mengevaluasi operasi masa lalu dan dalam merencanakan aktivitas investasi serta pembiayaan dimasa depan. Laporan ini juga berguna bagi para investor, kreditor, dan pihak lainnya dalam menilai potensi laba perusahaan. Selain itu, laporan ini juga menyediakan dasar untuk menilai kemampuan perusahaan membayar utangnya yang telah jatuh tempo.

Sejak pertengahan tahun 1970-an, permintaan akan informasi arus kas memiliki pertumbuhan yang berfaedah, kebanyakan berbagai badan akuntansi di berbagai negara saat ini mengharuskan pelaporan arus kas dalam laporan keuangan. Untuk memperluas lingkup informasi arus kas adalah membuat ketidakjelasan pendapatan lebih dan pengukuran modal kerja. Beberapa melihat modal bersih arus kas sebagai indikasi atas keberhasilan sebuah entitas “keberhasilan kinerja”. Kas dari operasi merupakan esensi dari pendapatan berdasarkan basis kas. Banyak pendukung arus kas berisi pendapatan akrual yang tidak bisa dipercaya karena beberapa keputusan arbitrase harus di buat dalam perhitungan tersebut.

Sebaliknya, mereka memelihara kas dari operasi secara konkrit, karena itu jumlahnya dapat dipercaya. Jadi, teori akuntansi melihat pendapatan sebagai suatu ukuran atas kinerja dengan menghargai penyelidikan suatu entitas untuk menambah nilai total dari sumberdaya. Informasi arus kas sepanjang periode dapat menyediakan lebih rinci manfaat evaluasi dari kinerja ini, tetapi hal ini akan menyesatkan bagi yang memandangnya sebagai suatu indikasi dari kinerjanya sendiri. Pengukuran atas pendapatan dan operasi bersih arus kas walaupun berdasarkan pada beberapa transaksi yang sama merupakan pengganti dari

variabel-variabel yang berbeda. Oleh karena manfaat dari biaya historis, beberapa informasi arus kas dilihat sebagai suatu kekuatan perhitungan atas distorsi karena inflasi. Uang masuk untuk pembayaran-pembayaran aktual dimulai dari harga khusus untuk periode yang diberikan. Walaupun hal ini benar, ketika membandingkan pernyataan arus kas dari tahun yang berbeda, rupiah masih butuh untuk menyesuaikan dengan berbagai variasi dalam kekuatan pembelian. Maka dengan itu, perubahan dalam nilai tidak melibatkan pengabaian pergerakan kas. Neraca masih tetap pada biaya historis. Informasi arus kas bukanlah penyelesaian dari masalah karena dengan perubahan harga. Hal ini bukan merupakan substitusi bagi informasi berdasarkan pada dasar nilai saat ini. Laporan arus kas dibuat untuk memenuhi beberapa tujuan berikut ini:

1. Untuk memperkirakan arus kas mendatang. Kas, dan laba akuntansi digunakan untuk pembayaran tagihan. Dalam kebanyakan kasus, sumber dan penggunaan kas perusahaan tidaklah berubah secara dramatis dari tahun ke tahun. Karena itu, penerimaan dan pengeluaran kas dapat di terima sebagai alat yang baik untuk memperkirakan penerimaan dan pengeluaran kas dimasa mendatang;
2. Untuk mengevaluasi pengambilan keputusan manajemen. Jika manajer membuat keputusan investasi yang bijaksana, maka perusahaannya akan sejahtera. Tetapi jika manajer membuat keputusan yang tidak bijaksana, maka perusahaan akan menderita karenanya. Laporan arus kas akan melaporkan kegiatan investasi perusahaan sehingga memberikan informasi arus kas kepada investor dan kreditor untuk mengevaluasi keputusan manajer;
3. Untuk menentukan kemampuan perusahaan membayar dividen kepada pemegang saham, pembayaran bunga dan pokok pinjaman kepada kreditor. Pemegang saham tertarik pada penerimaan dividen dari investasinya dalam saham perusahaan. Kreditor ingin menerima bunga dan pokok pinjamannya tepat waktu. Laporan arus kas membantu investor dan kreditor untuk mengetahui apakah perusahaan bisa melakukan pembayaran-pembayaran ini;
4. Untuk menunjukkan hubungan laba bersih terhadap perubahan kas perusahaan. Biasanya kas dan laba bersih bergerak bersama. Tingginya tingkat laba cenderung menyebabkan peningkatan kas dan sebaliknya. Akan tetapi nilai sisa kas bisa menurun ketika laba bersih tinggi dan kas bisa meningkat ketika laba bersih rendah. Adanya kemungkinan bangkrutnya perusahaan yang mempunyai laba bersih yang cukup tetapi kas yang rendah, menyebabkan diperlukannya informasi arus kas.

Dalam operasi perusahaan jasa, memungkinkan bagi operasi perusahaan untuk memiliki laba bersih positif dan pada waktu yang sama menghasilkan arus kas negatif, atau untuk menunjukkan suatu kerugian bersih dan memiliki arus kas positif. Bagian operasi dari laporan arus kas melakukan penyesuaian dan merekonsiliasi laba atau rugi bersih untuk periode operasi terhadap arus kas dari operasi.

Perubahan dalam akun kas dikenali ketika arus kas bersih baik hal positif maupun negatif sama dengan perubahan dalam akun kas dan kas aktual di tangan pada akhir periode yang ditetapkan. Kas meliputi *cash on hand*, *cash in the bank*, dan setara kas. Setara kas secara khas terdiri dari surat-surat berharga dan investasi jangka pendek yang dapat dengan seketika di konversi untuk kas ketika dibutuhkan di dikte. Pada pembahasan ini, setara kas, surat-surat berharga dan investasi jangka pendek akan diperlakukan sebagai akun aktiva lancar, bukan

akun kas aktual. Terdapat dua cara yang digunakan dalam menentukan arus kas bersih dari operasi perusahaan yaitu metode langsung dan tidak langsung.

### **1. Laporan Arus Kas Metode Tidak Langsung**

Pelaporan arus kas dari aktivitas operasi dengan metode tidak langsung pada umumnya lebih murah dan lebih efisien dari pada metode langsung. Selain itu, apabila digunakan metode langsung, maka metode tidak langsung juga harus digunakan untuk menyusun tambahan rekonsiliasi laba bersih dengan arus kas dari operasi. Untuk mengumpulkan data bagi keperluan laporan arus kas, semua penerimaan kas dan pengeluaran kas selama periode berjalan harus di analisis. Walaupun demikian, prosedur ini sangat mahal dan memakan waktu. Pendekatan yang lebih efisien adalah menganalisis perubahan akun neraca non kas. Logika dari pendekatan ini adalah bahwa perubahan pada setiap akun neraca (termasuk kas) dapat di analisis dengan melihat perubahan akun neraca lainnya. Untuk menggambarkan persamaan akuntansi yang di tulis kembali berikut ini akan berfokus pada akun kas:

$$\begin{aligned} \text{Aktiva} &= \text{Kewajiban} + \text{ekuitas pemegang saham} \\ \text{Kas} + \text{Aktiva non kas} &= \text{Kewajiban} + \text{ekuitas pemegang saham} \\ \text{Kas} &= \text{Kewajiban} + \text{ekuitas pemegang saham} - \text{aktiva non kas} \end{aligned}$$

Setiap perubahan akun kas menghasilkan perubahan dalam satu atau lebih akun neraca non kas. Yaitu, jika akun kas berubah, maka akun kewajiban, ekuitas pemegang saham, atau aktiva nonkas juga harus berubah. Data tambahan juga di peroleh dengan menganalisis laporan laba-rugi dan data pendukung lainnya. Sebagai contoh, karena laba bersih atau rugi bersih pada suatu periode di tutup ke laba ditahan, maka perubahan akun laba di tahan dapat dijelaskan sebagian oleh laba bersih atau rugi bersih yang dilaporkan pada laporan laba-rugi. Tidak ada aturan bahwa akun neraca arus kas di analisis. Walaupun demikian, akan lebih efisien untuk menganalisis akun dalam urutan terbalik sebagaimana tampak pada neraca. Jadi, analisis laba di tahan menyediakan titik awal untuk menentukan arus kas dari aktifitas operasi, yang merupakan bagian pertama dari laporan arus kas.

### **2. Laporan Arus Kas Metode Langsung**

Pelaporan arus kas dari aktivitas investasi dan pembiayaan adalah sama baik menurut metode langsung maupun tidak langsung. Selain itu, metode langsung dan tidak langsung akan melaporkan jumlah arus kas yang sama dari aktivitas operasi. Akan tetapi, metode itu berbeda dalam menyajikan bagaimana data arus kas dari aktifitas operasi diperoleh, dianalisis dan dilaporkan. Di bawah disajikan gambar 5.3. merupakan contoh dari laporan arus kas Gudang Garam.

Tabel tersebut di bawah menyajikan laporan Arus Kas Gudang Garam seperti yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan. Bagian paling atas adalah bagian paling penting karena bagian ini menunjukkan arus kas yang dihasilkan dan digunakan dalam operasi. Operasi Gudang Garam menambah arus kas dimana arus kasnya bertambah 3,953,574 miliar. Ini artinya dalam kondisi normal, perusahaan mengalami surplus kas. Operasi sehari-hari perusahaan menghasilkan 3,9 miliar rupiah, tetapi kenaikan piutang dan persediaan lebih kecil dibandingkan arus kas masuk ini sehingga menghasilkan arus kas positif

sebesar 3,9 miliar dari operasi. Perusahaan yang sukses memiliki arus kas positif yang besar dari operasi karena inilah yang memberikan nilai bagi perusahaan tersebut. Gudang Garam jelas-jelas tidak memiliki masalah operasi pada tahun 2012.

Bagian kedua menunjukkan aktivitas investasi Gudang Garam. Perusahaan membeli aset tetap dengan nilai 3,892,321 miliar, ini adalah satu-satunya aset jangka panjang yang dibeli perusahaan sepanjang tahun 2012. Jika kita menambahkan hasil bagian I dan bagian II, kita melihat bahwa Gudang Garam masih memiliki surplus kas sebesar Rp.0,061253 pada tahun 2012.

Laporan Arus Kas Gudang Garam yang baik tentu membuat manager dan investornya tidak perlu merasa cemas. Perusahaan tidak perlu melakukan pinjaman untuk menutupi operasi dan investasi dalam jumlah besar dan penarikan cadangan kas dan setara kas, tetapi hal seperti ini tentu saja tidak dapat terus dilakukan sehingga ke masa depan. Dalam jangka panjang, Bagian I seharusnya menunjukkan arus kas operasi yang baik, Bagian II seharusnya menunjukkan pembelian aset tetap yang kira-kira sama dengan beban untuk mendukung pertumbuhan, dan Bagian III seharusnya menunjukkan pinjaman yang relatif kecil berikut dengan jumlah dividen yang "wajar" (untuk rata-rata perusahaan, besarnya dividen kurang lebih sebesar 50 persen dari laba bersih). Terakhir, saldo kas dan setara kas yang relatif stabil dari tahun ke tahun. Kondisi di atas jelas-jelas berlaku dengan baik bagi Gudang Garam sehingga manajemen tidak harus melakukan sesuatu agar rokoknya tidak bangkrut.

## PT GUDANG GARAM Tbk DAN ENTITAS ANAK/

### LAPORAN ARUS KAS KONSOLIDASIAN

TAHUN BERAKHIR 31 DESEMBER 2012 DAN 2011

(Dalam jutaan rupiah, kecuali dinyatakan khusus/In millions of rupiah, unless otherwise specified)

	2012	2011	
<b>ARUS KAS DARI AKTIVITAS OPERASI:</b>			<b>CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES:</b>
Penerimaan kas dari pelanggan	48,572,805	41,863,730	<i>Cash received from customers</i>
Pembayaran kas kepada pemasok	(38,576,802)	(36,299,080)	<i>Cash paid to suppliers</i>
Pembayaran untuk beban usaha	(2,103,420)	(2,058,595)	<i>Payments for operating expenses</i>
Pembayaran kas kepada karyawan	(1,879,019)	(1,608,808)	<i>Payments to employees</i>
Penerimaan bunga	36,210	40,227	<i>Receipts of interest</i>
Pembayaran bunga	(480,566)	(226,063)	<i>Payments of interest</i>
Pembayaran pajak penghasilan badan (Pembayaran) penerimaan lainnya	(1,538,834)	(1,836,511)	<i>Payments of corporate income tax</i>
	(76,800)	34,793	<i>Other cash (payments) received</i>
Kas bersih dari (untuk) aktivitas operasi	3,953,574	(90,307)	<i>Net cash from (used in) Operating activities</i>
<b>ARUS KAS DARI AKTIVITAS INVESTASI:</b>			<b>CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES:</b>
Perolehan aset tetap	(3,892,321)	(1,828,462)	<i>Acquisition of fixed assets</i>
Penerimaan kas dari penjualan aset tetap	137,627	4,603	<i>Cash receipt from sale of fixed assets</i>
Penerimaan kas dari penjualan entitas asosiasi	-	10,000	<i>Cash receipt from sale of an associate</i>
Kas bersih untuk aktivitas investasi	(3,754,694)	(1,813,859)	<i>Net cash used in investing activities</i>
<b>ARUS KAS DARI AKTIVITAS PENDANAAN:</b>			<b>CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES:</b>
Penerimaan bersih dari pinjaman jangka pendek	2,250,000	2,850,000	<i>Net proceeds from short-term loans</i>
Pembayaran dividen kepada:			<i>Payments of dividends to:</i>
Pemilik entitas induk	(1,924,088)	(1,693,197)	<i>Owners of the Company</i>
Kepentingan nonpengendali	(57,539)	(34,253)	<i>Non-controlling interest</i>

Pembelian saham entitas anak dari pemegang saham nonpengendali	(32,299)	-	<i>Acquisition of subsidiary's shares from non controlling interest</i>
Kas bersih dari aktivitas pendanaan	236,074	1,122,550	<i>Net cash from financing activities</i>
Laba (rugi) kurs atas kas dan setara kas	5,578	(3,062)	<i>Foreign exchange gain (loss) on cash and cash equivalents</i>
Kenaikan (penurunan) bersih kas dan setara kas	440,532	(784,678)	<i>Net increase (decrease) in cash and cash equivalents</i>
Kas dan setara kas awal tahun	<u>130,917</u>	<u>915,595</u>	<i>Cash and cash equivalents, beginning of year</i>
Kas dan setara kas akhir tahun	<b>571,449</b>	<b>130,917</b>	<i>Cash and cash equivalents, end of year</i>

**Tabel 5.3.** laporan keuangan konsolidasian perusahaan Gudang Garam 2011-2012

## LAPORAN LABA DITAHAN

Laporan laba ditahan menjelaskan perubahan pada laba ditahan perusahaan selama periode pelaporan. Hal ini mengurai perubahan pada kepentingan pemilik dalam suatu organisasi, dan dalam penerapan laba ditahan atau surplus dari satu periode akuntansi ke periode yang berikutnya. Baris rincian biasanya termasuk keuntungan atau kerugian dari operasi, dividen yang dibayarkan, penerbitan atau penebusan dari saham, dan setiap item lainnya dibebankan atau dikreditkan ke saldo laba. Pemegang saham menanggung risiko terbesar dalam operasi perusahaan dan memikul kerugian atau mendapat keuntungan dari aktivitas perusahaan. Setiap laba yang tidak dibagikan kepada pemegang saham akan menjadi tambahan ekuitas pemegang saham, rekening-rekening yang menaikkan dan menurunkan *RE*.

### Laba Ditahan

Berkurang karena	Bertambah karena
Rugi bersih; Koreksi kesalahan Dividen tunai atau skrip; dividen harta, saham dan beberapa transaksi saham treasury	Laba bersih; Penyesuaian periode sebelumnya (koreksi kesalahan) perubahan SAK Penyesuaian akibat kuasi reorganisasi

Sangat sedikit perusahaan membayar dividen dengan jumlah yang sama dengan laba ditahan yang tersedia secara legal disebabkan karena:

1. *Agreement (bond covenants)*, kontrak obligasi dengan kreditur untuk proteksi tambahan terhadap kemungkinan kerugian;
2. *Some state corporation laws require*; beberapa hukum negara tidak mengizinkan untuk diumumkan sebagai dividen karena laba *ekuivalen* dengan biaya saham *treasury*;
3. *Desire to retain assets that would otherwise-to finance growth or expansion*, keinginan untuk menahan aktiva tidak sebagai dividen, tetapi untuk pertumbuhan atau ekspansi.
4. Keinginan untuk memperlancar pembayaran dividen dari tahun ke tahun dengan mengakumulasi laba dalam tahun-tahun yang menghasilkan laba.
5. Keinginan untuk membentuk pelindung atau penyangga terhadap kemungkinan kerugian atau kesalahan dalam kalkulasi laba.

---

## **MARKET VALUE ADDED (MVA) DAN ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)**

Penilaian kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan konsep MVA. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Selain memberi manfaat bagi pemegang saham, tujuan ini juga menjamin sumber daya perusahaan yang langka dialokasikan secara efisien dan memberi manfaat ekonomi. Kemakmuran pemegang saham dimaksimalkan dengan memaksimalkan kenaikan nilai pasar dari modal perusahaan di atas nilai modal yang disetor pemegang saham. Kenaikan ini disebut *Market Value Added* (MVA). MVA merupakan hasil kumulatif dari kinerja perusahaan yang dihasilkan oleh berbagai investasi yang telah dilakukan maupun yang akan dilakukan. Dengan demikian, peningkatan MVA merupakan keberhasilan perusahaan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan alokasi sumber-sumber yang tepat. Dengan demikian MVA merupakan ukuran kinerja eksternal perusahaan.

Konsep lain yang berhubungan, *Economic Value Added* atau EVA terkadang disebut laba ekonomi dapat melengkapi analisis rasio keuangan karena dapat mengukur kinerja secara tepat dengan memperhatikan sepenuhnya kepentingan dan harapan penyedia dana (kreditur dan pemegang saham). Dengan konsep ini dapat diketahui berapa sebenarnya biaya yang harus dikeluarkan sehubungan dengan penggunaan modal usaha perusahaan, erat kaitannya dengan MVA dan dapat dinyatakan sebagai berikut:

**EVA = Laba Operasi bersih setelah Pajak (NOPAT) - Biaya modal tahunan dalam Rupiah**

$$= \text{EBIT} (1 - T) - \left[ \begin{array}{cc} \text{Total Modal Operasi} & \text{Persentase} \\ \text{yang berasal dari} & \text{Biaya Modal} \\ \text{Investor} & \text{Setelah Pajak} \end{array} \right] \times$$

Penerapan konsep EVA dalam suatu perusahaan akan membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian pada penciptaan nilai perusahaan. Hal ini merupakan keunggulan EVA dibandingkan dengan metode perhitungan yang lain. Selain itu keunggulan EVA yang lain adalah EVA dapat dipergunakan tanpa memerlukan data pembanding sebagaimana halnya rasio keuangan. Penggunaan EVA dapat dijadikan sebagai acuan mengingat EVA memberikan informasi dalam hal biaya modal sebagai kompensasi atas dana yang digunakan untuk membiayai investasi tersebut.

Jika nilai EVA positif, maka laba operasi setelah pajak melebihi biaya modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan laba tersebut, dan tindakan manajemen menambah nilai bagi pemegang saham. Nilai EVA yang positif setiap tahunnya dapat membantu memastikan nilai MVA yang positif.

---

## **SISTEM PAJAK INDONESIA**

Dalam sistem administrasi perpajakan di Indonesia dikenal sistem pemotongan dan pemungutan Pajak Penghasilan atau biasa disebut *withholding tax*. Dalam sistem ini, Undang-undang menunjuk satu pihak yang biasanya merupakan

sumber penghasilan untuk memotong atau memungut Pajak Penghasilan kepada pihak lain yang menerima penghasilan. Sistem ini di terapkan agar Wajib Pajak langsung membayar Pajak Penghasilan begitu menerima penghasilan tersebut. Prinsip “*pay as you earn*” ini dipakai terutama untuk memastikan agar Wajib Pajak melunasi Pajak Penghasilan atas penghasilan yang diterima atau diperolehnya.

Dengan adanya sistem pemotongan dan pemungutan pajak ini, Wajib Pajak melunasi pajak dengan dua cara: melalui pembayaran sendiri dan melalui pemotongan dan/atau pemungutan pihak lain. Pelunasan pajak dengan cara pembayaran sendiri biasanya berupa PPh Pasal 25 yang dilakukan tiap bulan dan PPh Pasal 29 berupa setoran akhir tahun. Beberapa Wajib Pajak tertentu melunasi pembayarannya dengan PPh Pasal 4 Ayat (2), PPh Pasal 15 dan PPh Pasal 19. Bukti pelunasan pajak dengan cara ini adalah Surat Setoran Pajak (SSP).

Pelunasan pajak melalui pemotongan dan/atau pemungutan pajak dilakukan melalui mekanisme sesuai PPh Pasal 21, PPh Pasal 22, PPh Pasal 23, PPh Pasal 26, PPh Pasal 4 Ayat (2), dan PPh Pasal 15. Sebagai bukti atas pelunasan pajak ini biasanya berupa bukti potong atau bukti pungut. Dalam kasus tertentu ada juga yang berupa Surat Setoran Pajak (SSP).

Masing-masing pemotongan dan pemungutan PPh memiliki pemotong pajak dan jenis penghasilan yang berlainan sehingga tidak mungkin ada satu jenis penghasilan yang dikenakan pemotongan atau pemungutan oleh jenis pemotongan dan pemotongan yang berlainan. Misalnya penghasilan yang telah dikenakan pemotongan PPh Pasal 21 tidak mungkin di potong PPh Pasal 23 atau PPh Pasal 26. Dengan demikian, setiap pemotongan atau pemungutan PPh memiliki jenis penghasilan, pemotong pajak, tarif pajak dan cara perhitungan yang berlainan. Bila Anda tertarik untuk mempelajari Pajak Penghasilan, maka Anda harus memiliki pemahaman tentang siapa pemotong pajak, jenis penghasilan yang dipotong, serta tarif dan tata cara pembayaran dan pelaporan masing-masing jenis pajak ini.

---

## **PERTANYAAN**

1. Sebutkan empat laporan keuangan yang terdapat dalam laporan tahunan pada umumnya?
2. Mewakili apakah angka-angka yang terdapat di dalam laporan keuangan?
3. Siapakah pengguna dasar laporan keuangan, dan bagaimana cara mereka menggunakannya?
4. Jika laporan perusahaan pada umumnya melaporkan laba ditahan sebesar Rp. 200 juta dalam neracanya, dapatkah direktur mengumumkan dividen tunai sebesar Rp. 200 juta tanpa rasa bersalah sama sekali?
5. Apakah keterbatasan laporan perubahan posisi modal kerja bersih sebagai suatu ukuran arus kas?
6. Mengapa model-model penilaian cenderung didasarkan pada arus kas dan bukan pada laba bersih?
7. Apakah tiga jenis aktivitas yang berkaitan dengan arus kas dalam laporan arus kas yang disyaratkan oleh badan berwenang?
8. Apa yang terjadi dengan operating leverage perusahaan, jika perusahaan memutuskan untuk mengambil proyek yang berakibat meningkatnya biaya tetap tetapi menurunkan biaya variabel dengan asumsi jumlah biaya tidak berubah?

9. Apakah kenaikan hutang dagang merupakan sumber ataukah penggunaan dana? Mengapa?
10. Apakah kenaikan persediaan merupakan sumber ataukah penggunaan dana? Mengapa?
11. Apakah kenaikan hutang dagang merupakan sumber ataukah penggunaan dana? Mengapa?
12. Siapa saja pihak luar yang memerlukan laporan keuangan perusahaan
13. Untuk kepentingan para manager, mengapa laporan keuangan perusahaan perlu diperiksa atau di audit oleh akuntan publik?
14. Apakah arus kas bebas itu? Jika Anda adalah arus kas bebas negatif dan masih dinilai tinggi oleh investor, dengan kata lain, dapatkah arus kas bebas negatif menjadi suatu hal yang baik dimata para investor?
15. Apa yang dimaksud dengan perpajakan ganda laba perseroan? Dapatkah laba menjadi subjek dari pajak tiga kali lipat?
16. Apa pengaruh yang mungkin timbul akibat pengurangan bunga dan dividen oleh perusahaan pembayar pada pilihan pendanaan (atau penggunaan utang versus ekuitas)?



**BAB**

**4**

# **ANALISIS LAPORAN KEUANGAN**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pengertian Rasio Keuangan
2. Perbandingan Rasio Keuangan
3. Penggunaan Rasio
4. Pembagian Analisis Rasio
5. Rasio Likuiditas (*Liquid Asets*)
6. Rasio Manajemen Aset
7. Rasio Profitabilitas
8. Rasio Nilai Pasar
9. Rasio Harga/Laba
10. Analisis Tren
11. Persamaan Du Pont
12. Penggunaan Dan Keterbatasan Analisis Rasio

---

## **PENDAHULUAN**

Mengetahui bagaimana sistem akuntansi (SA) bekerja secara internal telah menciptakan pemahaman terhadap sumber dan dasar khusus dari informasi yang dibutuhkan untuk menyiapkan laporan keuangan. Bab ini merupakan kelanjutan dari analisis laporan keuangan dengan membahas signifikansi keuangan dan berbagai rasio lainnya, dengan tujuan untuk memperoleh informasi tidak langsung mengenai tindakan-tindakan ekonomi. Analisis rasio mengungkapkan hubungan keuangan secara numerik diantara pelaporan dalam laporan keuangan dan menggunakannya untuk membandingkan rasional periode saat ini terhadap periode sebelumnya dan rata-rata industri. Untuk secara efektif menganalisis perbedaannya, seseorang harus tahu dimana mencari informasi yang dibutuhkan untuk menghasilkan analisis rasio. Untuk mengungkapkan hubungan di antara dua nilai, umumnya digunakan berbagai rasio. Setidaknya terdapat empat metode umum dari mengevaluasi sebuah rasio atau persentase yang akan dijelaskan disini, yaitu gambaran industri, gambaran tingkat persaingan eksternal, hasil operasi dari periode sebelumnya, dan menentukan ulang standar keuangan. Teknik analisis rasio umum yang digunakan oleh sebuah bisnis untuk mengungkapkan status dari operasi, keuangan dan ekonomi.

Rasio keuangan dirancang untuk membantu kita mengevaluasi laporan keuangan. Misal nya, PT. A memiliki utang sebesar Rp. 5.248.760 dan beban bunga sebesar Rp. 419.900, sedangkan PT. B memiliki utang sebesar Rp. 52.647.980 dan beban bunga sebesar Rp. 3.948.600. perusahaan manakah yang lebih kuat? Beban utang-utang tersebut, dan kemampuan perusahaan untuk melunasinya dapat dievaluasi dengan: (1) membandingkan utang perusahaan dengan asetnya, dan (2) membandingkan bunga yang harus dibayarkan terhadap laba yang tersedia untuk membayar bunga tersebut. Perbandingan seperti ini akan melibatkan analisis rasio. Beberapa rasio yang diuraikan dalam bab ini untuk menganalisis laporan laba-rugi dan neraca suatu perusahaan antara lain adalah rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktivitas dan rasio profitabilitas.

---

## **PENGERTIAN RASIO KEUANGAN**

Dalam arti yang paling sederhana, rasio merupakan suatu perbandingan dua angka/jumlah. Perbandingan tersebut dapat dinyatakan dalam berbagai cara. Salah satu jenis rasio dapat dilihat pada bab terdahulu, yaitu pada laporan laba-rugi dalam persentase per komponen (*common size income statement*), dimana rasio dinyatakan dalam bentuk persentase.

Rasio mengungkapkan hubungan matematis antara suatu jumlah dengan jumlah lainnya, atau perbandingan antara suatu pos dengan pos lainnya. Meskipun rasio hanyalah merupakan hubungan sistematis namun penjabarannya dapat menjadi lebih kompleks. Suatu rasio akan bermanfaat apabila rasio tersebut memperlihatkan suatu hubungan yang mempunyai makna. Sebagai contoh, rasio yang menggambarkan hubungan antara penjualan dan biaya pemasaran adalah bermanfaat karena hubungan ini memang mempunyai makna.

---

## **PERBANDINGAN RASIO KEUANGAN**

Rasio digunakan untuk membantu sebuah entitas bisnis dalam mengevaluasi hasil keuangan dan ekonomi dari orientasi laba operasi sepanjang periode akuntansi.

Rasio sendiri adalah angka sederhana dan kelihatannya memiliki sedikit nilai, rasio tidak secara langsung menunjukkan hasil yang menguntungkan atau tidak menguntungkan. Sebagai contoh, perputaran persediaan makanan rumah makan dari empat kali sebulan kelihatannya baik, tetapi sampai perputaran rasio adalah perbandingan dengan beberapa standar, seperti rata-rata perputaran rasio dalam industri rumah makan untuk jenis rumah makan, nilai yang benar tidak dapat ditentukan. Karena sebuah rasio memiliki arti, hal ini harus dibandingkan terhadap standar atau perkembangan dasar rasio.

Sebuah standar rasio boleh jadi rata-rata industri, tetapi seperti suatu standar rasio mungkin paling sedikit sangat berharga. Standar industri umum mengembangkan seluruh informasi yang diterima dari organisasi jasa yang memiliki jenis aktifitas yang sama: bagaimanapun juga, pengembangan yang menyebar melebihi area geografi secara luas. Perbedaan kondisi operasi berlaku dalam lokasi berbeda dengan area geografis (rata-rata laba keluarga, gaji, rata-rata gaji perjam, tingkat biaya hidup dan pendapatan bersih sebelum pajak). Sebagai suatu hasil dari selisih ekonomi area geografis, tidak mungkin satu operasi seperti "rata-rata operasi" dari standar rasio yang ditentukan.

Metode lainnya dari perbandingan rasio dapat digunakan rasio perbandingan dari persaingan organisasi yang sama. Perolehan rasio persaingan sulit dibuktikan, jika tidak mungkin. Jika rasio persaingan tersedia dan berbeda ketika dibandingkan terhadap rasio dari operasi, rasio mana yang lebih baik? Terdapat beberapa alasan yang dapat menjelaskan perbedaan dalam rasio individu di antara pesaing. Teknik terbaik adalah membandingkan rasio periode operasi saat ini dengan rasio periode operasi sebelumnya. Sebagai contoh, bagaimana pemilikan ruangan atau membandingkan rasio perputaran tempat duduk dengan rasio yang sama dari bulan sebelumnya, atau tahun sebelumnya? Apakah trendnya? Apakah kepemilikan ruangan atau peningkatan perputaran tempat duduk atau apakah kepemilikan ruangan atau perputaran tempat duduk menurun. Bagaimana Anda menentukan periode rasio lancar terhadap periode rasio masa lalu. Metode terbaik dari perbandingan rasio adalah untuk mengevaluasi rasio periode saat ini terhadap standar yang ditentukan untuk periode operasi.

Penentuan standar seharusnya mempertimbangkan faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi operasi. Faktor internal meliputi komposisi dari pendapatan penjualan (kas vs penjualan kredit), biaya tetap dan biaya variabel, kebijakan operasi internal, perubahan dalam prosedur operasi, dan banyak variabel operasi lainnya yang sama. Faktor eksternal juga meliputi kondisi umum ekonomi dan persaingan apa yang dilakukan. Standar operasi periodik yang ditentukan dapat digunakan untuk mengembangkan perencanaan operasi untuk membantu dalam mengembangkan anggaran operasi tahunan. Anggaran operasi dapat di pecah dalam periode operasi bulanan atau semesteran, yang disesuaikan untuk berbagai musim. Anggaran operasi seharusnya perencanaan operasi mendatang yang didasarkan tidak hanya pada hasil operasi masa lalu tetapi juga hasil operasi saat ini.

---

## **PENGGUNAAN RASIO**

Umumnya, terdapat tiga kelompok luas dari orang yang tertarik dalam menilai rasio, diantaranya: operasi internal manajemen, kreditor potensial, kepemilikan organisasi. Satu kepemilikan dimiliki seorang pemilik, rekanan memiliki dua atau

lebih pemilik, dan sebuah perusahaan biasanya memiliki sejumlah kepemilikan yang biasa di sebut dengan *stockholders* atau *shareholders*. Manajemen memiliki tanggungjawab terhadap perlindungan aktiva, pengendalian biaya dan maksimasi keuntungan untuk operasi bisnis. Rasio penilaian adalah suatu teknik utama yang digunakan oleh manajemen untuk memonitor kinerja operasi melawan terhadap standar yang ditentukan untuk ditentukan jika tujuan operasi anggaran telah di terima. Rasio tertentu yang digunakan untuk mengevaluasi efektifitas operasi sehari-hari, untuk menilai posisi likuiditas saat ini, dan menilai posisi ekonomi lainnya menggambar kan tujuan tertentu untuk memuaskan pemilik sebagai kreditor yang baik. Dalam banyak kasus, anggota kelompok tertarik dalam mengevaluasi dari rasio yang tidak setuju terhadap apa arti rasio tertentu. Ini menjadi diharapkan ketika setiap kelompok menjelaskan rasio dari perspektif berbeda.

---

## **PEMBAGIAN ANALISIS RASIO**

Karena perbedaan tujuan dan harapan yang ingin dicapai, maka analisis keuangannya juga baragam. Rasio keuangan biasanya dinyatakan dalam satuan persentase (%) atau "kali". Pengelompokan rasio keuangan dapat dilakukan dengan beberapa cara. Namun, tidak ada satu analisa rasio yang dapat menjawab semua kepentingan, dengan demikian untuk menjawabnya dikembangkan empat kelompok rasio keuangan.

1. Rasio Likuiditas;
2. Rasio Manajemen Aset;
3. Rasio Manajemen Utang;
4. Rasio Profitabilitas;
5. Rasio Nilai Pasar.

Rasio dapat dihitung dari berbagai kombinasi atau pasangan angka. Dengan menggunakan pos-pos yang ada pada laporan keuangan Gudang Garam akan dapat disusun suatu daftar angka rasio yang panjang. Tidak ada standar untuk jenis dan cara menghitung rasio-rasio tersebut. Setiap analisis menggunakan daftar jenis rasio yang berbeda. Rasio-rasio yang dibahas pada buku ini merupakan rasio-rasio yang umum didiskusikan dan digunakan.

Pembandingan pos-pos neraca dan laporan laba rugi dalam bentuk rasio dapat menimbulkan kesulitan, khususnya yang menyangkut periode waktunya. Laporan laba-rugi mencakup satu periode waktu penuh (misalnya satu tahun), sementara neraca hanya untuk satu saat (akhir periode). Idealnya, apabila akan membandingkan angka yang ada dilaporan laba-rugi (misalnya penjualan) dan yang ada di neraca (misalnya piutang dagang), harus digunakan angka rata-rata piutang untuk periode yang sama. Sayangnya data tersebut tidak tersedia bagi para analis ekstern. Pemecahannya adalah dengan menggunakan rata-rata dari saldo awal dan akhir piutang dagang, meskipun cara ini masih belum mampu mengeliminasi perubahan-perubahan musiman atau siklus maupun perubahan-perubahan yang luar biasa yang terjadi selama periode tersebut.

---

## **RASIO LIKUIDITAS (*LIQUID ASETS*)**

Rasio likuiditas merupakan aset yang diperdagangkan di pasar aktif sehingga dapat dikonversi dengan cepat menjadi kas pada harga pasar yang berlaku,

sedangkan posisi likuiditas suatu perusahaan berkaitan dengan pertanyaan berikut ini: Apakah perusahaan mampu melunasi hutangnya ketika hutang tersebut jatuh tempo ditahun berikutnya?. Seperti yang disajikan pada laporan neraca perusahaan Gudang Garam, perusahaan tersebut memiliki hutang lancar untuk tahun 2012 sebesar Rp. 13,802,317 yang harus dilunasi dalam waktu satu tahun. Apakah perusahaan akan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban tersebut? Suatu analisis likuiditas penuh membutuhkan penggunaan anggaran kas, tetapi dengan pendekatan menghubungkan kas dengan aset lancar lainnya dengan kewajiban lancar, analisis rasio memberikan ukuran likuiditas yang cepat dan mudah digunakan. Dua rasio likuiditas yang umum digunakan dijelaskan berikut ini (Brigham dan Houston, 2012).

### **RASIO LANCAR (CURRENT RATIO)**

Rasio lancar merupakan salah satu ratio yang paling umum digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa menghadapi kesulitan. Rasio lancar ini dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$\begin{aligned}\text{Rasio Lancar} &= \frac{\text{Total Aktiva Lancar}}{\text{Total Utang Lancar}} \\ &= \frac{29,954,021}{13,802,317} \text{ (lihat neraca Gudang Garam)} \\ &= 2,1x \\ \text{Rata-rata industri} &= 4.2x\end{aligned}$$

Aset lancar meliputi antara lain: kas, efek yang dapat diperdagangkan, piutang usaha, dan persediaan. Kewajiban lancar Gudang Garam terdiri atas pinjaman jangka pendek, utang usaha, utang pajak, utang cukai dan PPh rokok, beban akrual dan liabilitas jangka pendek lainnya.

Jika suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan, perusahaan mulai lambat membayar tagihan (utang usaha), pinjaman bank dan kewajiban lainnya yang akan meningkatkan kewajiban lancar. Jika kewajiban lancar naik lebih cepat daripada aset lancar, rasio lancar akan turun, dan ini pertanda adanya masalah. Posisi likuiditas Gudang Garam sedikit lemah karena rasio lancarnya hanya sebesar 2,1 jauh dibawah rata-rata industri sebesar 4.2. Namun karena aset lancarnya diperkirakan dikonversi menjadi kas dalam waktu satu tahun, kemungkinan besar aset dapat dilikuidasi mendekati nilai bukunya. Rasio lancar Gudang Garam sebesar 2.1 dapat melikuidasi aset lancar 0.47 persen ( $1/2,1 = 0,47$  atau 47%) dari nilai buku dan masih mampu melunasi seluruh kreditor lancarnya.

### **RASIO CEPAT (QUICK RATIO)**

Rasio likuiditas kedua yang sering digunakan adalah *quick ratio* atau *acid test* yang dihitung dengan mengurangi persediaan dengan aset lancar, kemudian membagi sisanya dengan kewajiban lancar seperti dinyatakan berikut ini:

$$\text{Rasio cepat atau acid test} = \frac{\text{Aset lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

$$= \frac{29,954,021 - 26,649,777}{13,802,317}$$

$$= 0,2x$$

$$\text{Rata-rata industri} = 2.2x$$

Persediaan pada umumnya merupakan aset lancar perusahaan yang paling tidak likuid sehingga persediaan merupakan aset, dimana kemungkinan besar akan terjadi kerugian jika terjadi likuidasi. Oleh karena itu, rasio yang mengukur kemampuan suatu perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek tanpa mengandalkan penjualan persediaan sangat penting artinya.

Rasio cepat rata-rata industri adalah 2,2 sehingga rasio Gudang Garam yang sebesar 2,3 adalah tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama. Namun, jika piutang usaha dapat ditagih, perusahaan dapat melunasi kewajiban lancarnya tanpa harus melikuidasi persediaan.

## **RASIO MANAJEMEN ASET**

Kelompok rasio yang kedua, rasio manajemen aset (*aset management ratio*), mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola asetnya. Rasio ini menjawab pertanyaan-pertanyaan: apakah jumlah setiap jenis aset terlihat wajar, terlalu tinggi, atau terlalu rendah jika dilihat dari penjualan saat ini dan proyeksinya? Ketika perusahaan mengakuisisi aset, Gudang Garam dan perusahaan lain harus mendapatkan modal dari bank atau sumber lainnya. Jika perusahaan memiliki terlalu banyak aset, maka biaya modalnya terlalu tinggi dan labanya akan tertekan. Di lain pihak, jika aset terlalu rendah, penjualan yang menguntungkan akan hilang. Rasio manajemen aset diuraikan pada penjelasan berikut.

## **RASIO PERPUTARAN PERSEDIAAN**

Rasio perputaran persediaan adalah cara untuk mengetahui berapa kali dalam suatu periode tertentu sebuah perusahaan menjual persediaannya. Perusahaan-perusahaan menggunakan perputaran persediaan untuk menilai kemampuan mereka dalam menghadapi persaingan, merencanakan laba usaha, dan secara umum mengetahui seberapa baiknya mereka menjalankan kegiatan perusahaan mereka. Tidak seperti perputaran karyawan, perputaran persediaan yang tinggi pada umumnya dinilai sebagai hal yang baik sebab ini berarti bahwa persediaan mereka terjual relatif cepat sebelum kondisinya semakin tidak layak jual. Pada umumnya, perputaran persediaan dihitung dengan rumus :

$$\begin{aligned} \text{Rasio perputaran persediaan} &= \frac{\text{Penjualan}}{\text{Persediaan}} \\ &= \frac{49,028,696}{26,649,777} \\ &= 1,8x \\ \text{Rata-rata industri} &= 10.9x \end{aligned}$$

Gambaran besarnya, setiap barang dalam persediaan Gudang Garam yang terjual dan diganti kembali, atau "berputar", sebanyak 1,8x pertahun. Perputaran

merupakan suatu istilah yang diciptakan bertahun-tahun yang lalu oleh pedagang keliling Amerika yang memenuhi keretanya dengan barang-barang kemudian menjalani rute untuk menjual barang tersebut. Barang dagangan ini disebut modal kerja karena itulah barang yang sebenarnya ia jual, atau diputar untuk memberikannya keuntungan. Sementara itu, 'perputaran' merupakan jumlah perjalanan yang ia lakukan setiap tahunnya. Penjualan tahunan dibagi persediaan sama dengan perputaran atau perjalanan per tahun. Sebagai contoh, Jika perusahaan barang pecah belah melakukan 10 perjalanan per tahun, memiliki 100 wajan dan mengambil keuntungan kotor sebesar Rp. 50 per wajan, maka laba kotor dalam setahun adalah  $(100) (Rp. 50) (10) = Rp. 50.000$ . Jika ia pergi lebih cepat dan melakukan 20 perjalanan per tahun, laba kotornya akan naik dua kali lipat jika faktor-faktor lain dianggap konstan. Jadi perputaran akan langsung mempengaruhi laba yang diperoleh.

Perputaran Gudang Garam sebesar 1,8 kali jauh lebih rendah dibandingkan rata-rata industri sebesar 10.9x. ini menunjukkan bahwa perusahaan terlalu banyak menyimpan persediaan. Kelebihan persediaan tentunya tidak produktif dan mencerminkan investasi dengan tingkat pengembalian yang rendah atau nol. Rasio perputaran Gudang Garam yang rendah juga membuat kita mempertanyakan rasio lancar perusahaan. Dengan perputaran yang begitu rendah, perusahaan mungkin memiliki barang-barang usang yang nilainya lebih rendah daripada nilai yang tercatat.

Perhatikan bahwa penjualan terjadi selama setahun penuh, sedangkan angka persediaan adalah angka pada satu titik waktu. Karena alasan ini, mungkin akan lebih baik jika digunakan ukuran persediaan rata-rata. Jika usaha sangat bersifat musiman atau jika terdapat tren penjualan yang melonjak atau menurun secara drastis, melakukan penyesuaian seperti ini akan bermanfaat. Namun, untuk menjaga komparabilitas dengan rata-rata industri, kita tidak menggunakan angka persediaan rata-rata.

## **JUMLAH HARI PENJUALAN BELUM TERTAGIH**

Jumlah hari penjualan belum tertagih atau disebut juga periode penagihan rata-rata digunakan untuk menilai piutang usaha, dan dihitung dengan membagi piutang usaha dengan hari penjualan rata-rata untuk mencari berapa hari penjualan terikat dalam piutang usaha. Jadi, DSO mencerminkan lamanya waktu rata-rata perusahaan harus menunggu setelah melakukan penjualan dan belum menerima kas. Gudang Garam memiliki 28 hari penjualan belum tertagih, jauh berada di bawah rata-rata industri selama 36 hari.

$$\begin{aligned} \text{DSO} &= \frac{\text{Jumlah hari penjualan}}{\text{Belum tertagih}} = \frac{\text{Piutang}}{\text{Rata-rata penjualan perhari}} = \frac{\text{Piutang}}{\text{Penjualan tahunan}/365} \\ &= \frac{1,382,539}{49,028,696} = 28,198 \text{ hari} = 28 \text{ hari} \\ \text{Rata-rata industri} &= 36 \text{ hari} \end{aligned}$$

DSO juga dapat dievaluasi melalui perbandingan dengan persyaratan perusahaan dalam melakukan penjualan kredit. Misalnya, persyaratan penjualan

Gudang Garam yang meminta pembayaran dalam waktu 30 hari sehingga fakta bahwa 28 hari penjualan belum tertagih, bukannya 30 hari, menunjukkan bahwa rata-rata pelanggan tidak melunasi tagihannya. Keadaan seperti ini mengambil dana perusahaan yang seharusnya dapat digunakan untuk mengurangi pinjaman bank atau jenis modal lain yang mahal biayanya. Tambahan lagi, dengan rata-rata DSO yang tinggi, kemungkinan besar sejumlah pelanggan sangat terlambat melakukan pembayarannya dan pelanggan tersebut bisa jadi sedang berada dalam masalah keuangan, dimana Gudang Garam mungkin sama sekali tidak dapat menagih piutangnya. Jadi, jika tren DSO selama beberapa tahun terakhir ini mengalami peningkatan tetapi kebijakan kredit belum berubah, maka ini akan menjadi bukti yang kuat untuk mengambil langkah-langkah yang dapat mempercepat penagihan piutang usaha.

### **RASIO PERPUTARAN ASET TETAP**

Rasio ini merupakan perbandingan antara penjualan dengan aktiva tetap (*Fixed assets turn over*). Rasio ini mengukur efektivitas penggunaan dana yang tertanam pada harta tetap seperti pabrik dan peralatan, dalam rangka menghasilkan penjualan, atau berapa rupiah penjualan bersih yang dihasilkan oleh setiap rupiah yang diinvestasikan pada aktiva tetap (Sawir, 2003).

Rasio ini berguna untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan menggunakan aktivanya secara efektif untuk meningkatkan pendapatan. Kalau perputaran nya lambat (rendah), kemungkinan terdapat kapasitas terlalu besar atau ada banyak aktiva tetap namun kurang bermanfaat, atau mungkin disebabkan hal-hal lain seperti investasi pada aktiva tetap yang berlebihan dibandingkan dengan nilai output yang akan diperoleh. Jadi semakin tinggi rasio ini berarti semakin efektif penggunaan aktiva tetap tersebut. Pada umumnya, perputaran aset tetap dihitung dengan rumus :

$$\begin{aligned} \text{Rasio perputaran aset tetap} &= \frac{\text{Penjualan}}{\text{Aset tetap bersih}} \\ &= \frac{49,028,696}{10,389,326} \\ &= 4.7x \end{aligned}$$

$$\text{Rata-rata industri} = 2.8x$$

Rasio Gudang Garam sebesar 4.7 kali, jauh di atas rata-rata industri yang besarnya 2.8 kali. Ini menunjukkan perusahaan paling tidak menggunakan aset tetapnya seintensif perusahaan lain di dalam industri . Oleh karena itu, Gudang Garam sepertinya memiliki aset tetap dalam jumlah yang tepat secara relative terhadap penjualannya.

Terdapat potensi timbulnya masalah ketika kita menginterpretasikan rasio perputaran aset tetap. Ingat kembali bahwa aset tetap disajikan pada neraca berdasarkan harga perolehannya historisnya, lalu dikurangi penyusutan. Inflasi menyebabkan banyak nilai aset yang dibeli di masa lalu menjadi sangat kurang saji. Oleh karena itu, jika kita membandingkan antara perusahaan lama yang telah membeli sebagian besar aset tetapnya bertahun-tahun yang lalu pada harga rendah dan perusahaan baru dengan operasi yang sama, tetapi baru membeli aset tetapnya, kemungkinan kita akan menemukan bahwa perusahaan lama

memiliki rasio perputaran aset tetap yang lebih tinggi. Namun hal ini lebih mencerminkan kondisi yang diakibatkan oleh kapan aset tersebut dibeli dari pada ketidakefisiensian di pihak perusahaan. Profesi akuntansi sedang mencoba untuk mengembangkan prosedur pembuatan laporan keuangan yang mencerminkan nilai saat ini daripada nilai historis, yang akan membantu kita melakukan perbandingan secara lebih baik. Namun untuk saat ini, masalah di atas masih tetap ada. Jadi, analisis keuangan harus mengakui adanya masalah tersebut dan menghadapinya menggunakan pertimbangan yang mereka miliki. Dalam kasus Gudang Garam, masalah ini tidaklah serius karena seluruh perusahaan di dalam industri melakukan ekspansi dengan tingkat kurang lebih sama sehingga neraca perusahaan perbandingan akan dapat dibandingkan dengan wajar.

### **RASIO PERPUTARAN TOTAL ASET**

Rasio manajemen aset yang terakhir adalah rasio perputaran total aset (*total assets turnover ratio*), mengukur perputaran seluruh aset perusahaan, dan di hitung dengan membagi penjualan dengan total aset. Rumus yang dapat digunakan adalah:

$$\begin{aligned} \text{Rasio perputaran aset tetap} &= \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}} \\ &= \frac{49,028,696}{41,509,329} \\ &= 1.1x \\ \text{Rata-rata industri} &= 1.8x \end{aligned}$$

Rasio Gudang Garam berada sedikit dibawah rata-rata industri , yang menunjukkan perusahaan tersebut tidak menghasilkan cukup penjualan jika melihat jumlah total assetnya. Perusahaan sebaiknya meningkatkan penjualan mereka, menghapuskan beberapa aset, atau gabungan dari langkah-langkah tersebut yang harus di ambil.

---

### **RASIO MANAJEMEN UTANG**

Rasio manajemen utang (*leverage*) adalah rasio yang menunjuk pada utang yang dimiliki perusahaan. Dalam arti harfiah, *leverage* berarti pengungkit/tuas. Sumber dana perusahaan dapat dibedakan menjadi dua yaitu sumber dana intern dan sumber dana ekstern. Sumber dana intern berasal dari saldo laba, pemilik perusahaan yang tercermin pada lembar saham atau prosentasi kepemilikan yang tertuang dalam neraca. Sementara sumber dana ekstern merupakan sumber dana perusahaan yang berasal dari luar perusahaan, misalnya hutang. Kedua sumber dana ini tertuang dalam neraca pada sisi kewajiban.

*Leverage* juga dapat diartikan sebagai penggunaan aktiva atau dana dimana untuk penggunaan tersebut perusahaan harus menutup biaya tetap atau membayar beban tetap. Kalau pada "*operating leverage*" penggunaan aktiva dengan biaya tetap adalah dengan harapan bahwa pendapatan yang dihasilkan oleh penggunaan aktiva itu akan cukup untuk menutup biaya tetap dan biaya variabel, maka pada "*financial leverage*" penggunaan dana dengan beban tetap itu adalah dengan harapan untuk memperbesar pendapatan per lembar saham biasa (*EPS = Earning Per Share*).

Masalah *financial leverage* baru timbul setelah perusahaan menggunakan dana dengan beban tetap, seperti halnya masalah *operating leverage* baru timbul setelah perusahaan dalam operasinya mempunyai biaya tetap. Perusahaan yang menggunakan dana dengan beban tetap dikatakan menghasilkan *leverage* yang menguntungkan (laba) atau efek yang positif kalau pendapatan yang diterima dari penggunaan dana tersebut lebih besar daripada beban tetap dari penggunaan dana itu. Kalau perusahaan dalam menggunakan dana dengan beban tetap itu menghasilkan efek yang menguntungkan dana bagi pemegang saham biasa (pemilik modal sendiri) yaitu dalam bentuknya memperbesar EPS-nya, dikatakan perusahaan itu menjalankan "*trading on the equity*".

Dengan demikian, "*trading on the equity*" dapat didefinisikan sebagai penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap dimana dalam penggunaannya dapat menghasilkan pendapatan yang lebih besar daripada beban tetap tersebut. *Financial leverage* itu merugikan kalau perusahaan tidak dapat memperoleh pendapatan dari penggunaan dana tersebut sebanyak beban tetap yang harus dibayar. Salah satu tujuan dalam pemilihan berbagai alternative metode pembelanjaan adalah untuk memperbesar pendapatan bagi pemilik modal sendiri atau pemegang saham biasa.

Kebutuhan dana suatu perusahaan dapat sepenuhnya dipenuhi dengan saham biasa, atau sebagian dengan saham biasa dan sebagian lain dengan saham preferen atau obligasi, dimana dua sumber dana yang terakhir adalah disertai dengan beban tetap (dividen saham preferen dan bunga). Untuk menentukan "*income effect*" dari berbagai pembayaran (*mix*) atau berbagai alternatif metode pembelanjaan terhadap pendapatan pemegang saham biasa (pemilik modal sendiri) perlulah diketahui tingkat EBIT yang dapat menghasilkan EPS yang sama besarnya antara berbagai pertimbangan atau alternative pemenuhan dana tersebut. Tingkat EBIT yang dapat menghasilkan EPS yang sama besarnya pada berbagai pertimbangan pembelanjaan dinamakan "*Indifference Point*" atau "*Break-event point*" (dalam *financial leverage*).

Ada dua alasan dibalik dampak leverage perusahaan: (1) karena bunga dapat menjadi pengurang pajak, penggunaan utang akan mengurangi kewajiban pajak dan menyisakan laba operasi yang lebih besar bagi investor perusahaan, (2) jika laba operasi sebagai persentase terhadap asset melebihi tingkat bunga atas utang seperti yang umumnya diharapkan, maka perusahaan dapat menggunakan utang untuk membeli asset, membayar bunga atas utang, dan masih mendapatkan sisanya sebagai bonus bagi pemegang saham.

## **TOTAL UTANG TERHADAP TOTAL ASET**

Total utang terhadap total aset digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan dibiayai dengan total hutang. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk investasi pada aktiva guna menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

Total utang terhadap total aset adalah salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat solvabilitas perusahaan. Tingkat solvabilitas perusahaan dapat dikatakan sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka panjang perusahaan tersebut. Suatu perusahaan dikatakan solvabel apabila perusahaan tersebut memiliki aktiva dan kekayaan yang cukup untuk membayar hutang-hutangnya. Rasio ini menunjukkan besarnya total hutang

terhadap keseluruhan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini merupakan persentase dana yang diberikan oleh kreditor bagi perusahaan.

Rasio utang bisa berarti buruk pada situasi ekonomi sulit dan suku bunga tinggi, dimana perusahaan yang memiliki rasio hutang yang tinggi dapat mengalami masalah keuangan, namun selama ekonomi baik dan suku bunga rendah maka dapat meningkatkan keuntungan. Nilai rasio yang tinggi menunjukkan peningkatan dari resiko pada kreditor berupa ketidak mampuan perusahaan membayar semua kewajibannya.

Rumus untuk menghitung Total utang terhadap total aset adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}\text{Rasio utang} &= \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \\ &= \frac{14.903.612}{41.509.329} \\ &= 35.9\% \\ \text{Rata-rata industri} &= 40\%\end{aligned}$$

## **RASIO KELIPATAN PEMBAYARAN BUNGA**

Rasio kelipatan pembayaran bunga (*time interest earned-TIE*) dihitung dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga:

$$\begin{aligned}\text{Rasio Kelipatan Pembayaran Bunga} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Beban Bunga}} \\ &= \frac{14.903.612}{5.530.646} \\ &= 2.6x \\ \text{Rata-rata industri} &= 6x\end{aligned}$$

Rasio TIE mengukur sampai sejauh apa laba operasi dapat mengalami penurunan sebelum perusahaan tidak mampu memenuhi biaya bunga tahunannya. Kegagalan dalam membayar bunga akan menyebabkan pihak kreditor melakukan tindakan hukum dan kemungkinan berakhir dengan kebangkrutan. Perhatikan bahwa yang digunakan sebagai pembilang adalah laba sebelum bunga dan pajak, bukannya laba bersih. Karena bunga dibayar dengan rupiah sebelum pajak, kemampuan perusahaan untuk membayar bunga berjalan tidaklah terpengaruh oleh pajak.

Bunga Gudang Garam ditutup 2.6 kali. Rata-rata industri adalah 6 kali sehingga Gudang Garam menutup beban bunganya dengan batas pengaman yang relatif rendah. Rasio TIE ini mempertegas kesimpulan utama analisis kita atas rasio Gudang Garam, yaitu perusahaan akan mengalami kesulitan jika mencoba untuk meminjam dana tambahan.

## **RASIO CAKUPAN EBITDA**

Rasio *time interest earned* akan berguna dalam menilai kemampuan sebuah perusahaan memenuhi beban bunga atas hutangnya, akan tetapi rasio ini memiliki dua kelemahan: 1) Bunga bukanlah satu-satunya beban keuangan yang

bersifat tetap, perusahaan juga harus mengurangi hutangnya sesuai jadwal, dan banyak perusahaan menyewa aktivitya dan akibatnya harus melakukan pembayaran sewa. Jika gagal membayar kembali hutang atau melunasi pembayaran sewanya, perusahaan terpaksa harus menyatakan bangkrut. 2) EBIT tidaklah mencerminkan seluruh arus kas yang tersedia untuk melayani hutang, terutama perusahaan yang memiliki beban depresiasi dan amortisasi yang tinggi. Untuk memasukkan kelemahan-kelemahan ini, para banker dan pihak lainnya telah mengem-bangkan rasio kecukupan EBITDA. Adapun rumus yang digunakan untuk menghitung EBITDA adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Rasio cakupan EBITDA} &= \frac{\text{EBITDA} + \text{Pembayaran Sewa Guna Usaha}}{\text{Bunga} + \text{Pembayaran pokok} + \text{Pembayaran Sewa Guna Usaha}} \\ \text{Rata-rata industri} &= 4.3x \end{aligned}$$

Rasio cakupan EBITDA sangat berguna bagi pemberi pinjaman yang relative bersifat jangka pendek, seperti bank yang jarang memberikan pinjaman di atas jangka waktu lima tahun (kecuali pinjaman yang dijamin dengan tanah dan bangunan). Dalam jangka waktu yang relative singkat, dana yang menimbulkan penyusutan dapat digunakan untuk melayani utang. Dalam jangka waktu yang lebih panjang, dana tersebut harus diinvestasikan kembali untuk mempertahankan pabrik dan peralatan karena jika tidak perusahaan tidak dapat terus menjalankan usahanya. Karena itu, bank dan pemberi pinjaman yang relatif bersifat jangka pendek lainnya berfokus pada rasio cakupan EBITDA, sedangkan pemegang obligasi jangka panjang berfokus pada rasio TIE.

---

## **RASIO PROFITABILITAS**

Profitabilitas merupakan kemampuan yang dicapai oleh perusahaan dalam satu periode tertentu. Dasar penilaian profitabilitas adalah laporan keuangan yang terdiri dari laporan neraca dan laba-rugi perusahaan. Berdasarkan kedua laporan keuangan tersebut akan dapat ditentukan hasil analisis sejumlah rasio dan selanjutnya rasio ini digunakan untuk menilai beberapa aspek tertentu dari operasi perusahaan.

Analisis profitabilitas bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mem peroleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, *assets*, maupun modal sendiri. Jadi hasil profitabilitas dapat dijadikan sebagai tolak ukur ataupun gambaran tentang efektivitas kinerja manajemen ditinjau dari keuntungan yang diperoleh dibandingkan dengan hasil penjualan dan investasi perusahaan. Rasio merupakan salah satu metode untuk menilai kondisi keuangan perusahaan berdasarkan perhitungan-perhitungan rasio atas dasar analisis kuantitatif, yang menunjukkan hubungan antara satu unsur dengan unsur yang lainnya dalam laporan laba-rugi dan neraca. Di samping itu juga, digunakan rasio-rasio finansial perusahaan yang memungkinkan untuk membandingkan rasio suatu perusahaan dengan perusahaan lain yang sejenis atau dengan rasio rata-rata industri.

## **MARGIN LABA ATAS PENJUALAN**

Margin laba atas penjualan (*profit margin on sales*) yang dihitung dengan membagi laba bersih dengan penjualan, memberikan angka laba per rupiah penjualan seperti dinyatakan dalam rumus berikut ini:

$$\begin{aligned}\text{Margin laba atas penjualan} &= \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Penjualan}} \\ &= \frac{4,068,711}{49,028,696} \\ &= 8.2\% \\ \text{Rata-rata industri} &= 5\%\end{aligned}$$

Margin laba Gudang Garam berada di atas rata-rata industri sebesar 5 persen. Hasil di atas standar ini terjadi karena penjualan perusahaan yang tinggi melampaui biaya operasinya. Jika tingkat pengembalian atas penjualan tinggi, maka itu dianggap sebagai hal yang baik.

## **PENGEMBALIAN ATAS TOTAL ASET**

Pengembalian atas total aset (*Return on Assets-ROA*) merupakan salah satu rasio profitabilitas. Dalam analisis laporan keuangan, rasio ini paling sering disoroti, karena mampu menunjukkan keberhasilan perusahaan menghasilkan keuntungan. ROA mampu mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada masa lampau untuk kemudian diproyeksikan di masa yang akan datang. Aset atau aktiva yang dimaksud adalah keseluruhan harta perusahaan, yang diperoleh dari modal sendiri maupun dari modal asing yang telah diubah perusahaan menjadi aktiva-aktiva perusahaan yang digunakan untuk kelangsungan hidup perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2001), pengembalian atas total aktiva (ROA) dihitung dengan cara membandingkan laba bersih yang tersedia untuk pemegang saham biasa dengan total aktiva.

$$\begin{aligned}\text{Pengembalian atas total aset (ROA)} &= \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aset}} \\ &= \frac{4,068,711}{41,509,329} \\ &= 9.82\% \\ \text{Rata-rata industri} &= 9\%\end{aligned}$$

Pengembalian Gudang Garam sebesar 9.82% berada di atas rata-rata industri sebesar 9 persen. Ini merupakan sesuatu yang baik, tingkat pengembalian aset yang tinggi berarti selalu baik. Hal ini mengindikasikan bahwa Gudang Garam menggunakan utang dalam jumlah yang kecil, beban bunga yang rendah yang menyebabkan laba bersih menjadi tinggi. Utang yang rendahnya menjadi penyebab ROA menjadi tinggi.

## **RASIO KEMAMPUAN DASAR UNTUK MENGHASILKAN LABA**

Rasio kemampuan dasar untuk menghasilkan laba (*basic earning power-BEP*) dihitung dengan membagi jumlah laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total aset, seperti dinyatakan berikut ini:

$$\begin{aligned}
 \text{Rasio kemampuan dasar} \\
 \text{untuk menghasilkan laba (BEP)} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aset}} \\
 &= \frac{14.903.612}{41,509,329} \\
 &= 3.5\% \\
 \text{Rata-rata industri} &= 18\%
 \end{aligned}$$

Rasio ini menunjukkan adanya kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari asset perusahaan, sebelum pengaruh pajak dan leverage. Rasio ini bermanfaat ketika membandingkan perusahaan dengan berbagai tingkat leverage keuangan dan situasi pajak. Karena rasio perputarannya yang tinggi dan margin laba atas penjualan yang baik. Perusahaan Gudang Garam mendapatkan tingkat pengembalian atas asset setinggi rata-rata di atas perusahaan rokok.

### **PENGEMBALIAN EKUITAS BIASA**

Pengembalian Ekuitas Biasa (*Return On Equity-ROE*) atau sering disingkat dengan singkatan ROE merupakan rasio yang membagi laba setelah pajak dengan rata-rata modal pada sebuah perusahaan. Rasio ini digunakan untuk melihat tingkat efisiensi perusahaan dalam mengelola ekuitasnya untuk menghasilkan laba bersih perusahaan. Secara teori ROE dirumuskan sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 \text{Pengembalian Ekuitas Biasa (ROE)} &= \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Ekuitas}} \\
 &= \frac{4,068,711}{26,605,713} \\
 &= 15.2\% \\
 \text{Rata-rata industri} &= 15\%
 \end{aligned}$$

Pemegang saham berharap mendapatkan pengembalian atas uang mereka, dan rasio ini menunjukkan besarnya pengembalian tersebut dilihat dari kacamata akuntansi. Pengembalian Gudang Garam sebesar 15,2 persen berada diatas industri sebesar 15 persen. ROE yang tinggi ini disebabkan rendahnya penggunaan utang oleh perusahaan.

---

### **RASIO NILAI PASAR**

Rasio ini merupakan indikator untuk mengukur mahal murahnya suatu saham, digunakan untuk membantu investor dalam mencari saham yang memiliki potensi keuntungan dividen yang besar sebelum melakukan penanaman modal berupa saham. Namun rasio pasar tidak mempunyai ukuran yang menunjukkan tingkat efisiensi rasio serta tidak dapat mencerminkan kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan jika dilihat berdasarkan harga saham maupun jika dipergunakan oleh pihak manajemen perusahaan.

Rasio pasar merupakan sekumpulan rasio yang menghubungkan harga saham dengan laba, nilai buku per saham, dan dividen. Rasio ini memberikan petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan di masa lalu serta prospek dimasa mendatang.

Rasio ini memberikan informasi seberapa besar masyarakat (investor) atau pemegang saham menghargai perusahaan, sehingga mereka mau membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi dibanding dengan nilai buku saham.

Rasio pasar mengukur harga pasar saham perusahaan relatif terhadap nilai bukunya. Sudut pandang rasio ini lebih banyak berdasarkan pada sudut pandang investor ataupun calon investor, meskipun pihak manajemen, juga berkepentingan dalam rasio ini. Rasio modal saham atau rasio pasar terdiri dari :

## **RASIO HARGA/LABA**

Rasio harga atau laba (*Price Earning Ratio*-P/E) menunjukkan berapa banyak investor bersedia membayar untuk tiap rupiah dari laba yang dilaporkan. Oleh para investor, rasio ini digunakan untuk memprediksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa yang akan datang. Kesediaan para investor untuk menerima kenaikan PE sangat bergantung pada prospek perusahaan. Perusahaan dengan peluang tingkat pertumbuhan yang tinggi, biasanya memiliki PE yang tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung memiliki PE yang rendah pula. Rumus yang biasa digunakan dalam menghitung rasio harga/ laba seperti berikut:

$$\begin{aligned} \text{Rasio harga/laba (P/E)} &= \frac{\text{Harga persaham}}{\text{Laba per saham}} \\ &= \frac{500}{2.086} \\ &= 23.9x \\ \text{Rata-rata industri} &= 11.3x \end{aligned}$$

Rasio P/E akan lebih tinggi bagi perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang bagus dan risikonya relative rendah. Rasio P/E Gudang Garam berada di atas rata-rata perusahaan rokok lainnya, ini menunjukkan perusahaan yang dinilai kecil resiko dari pada perusahaan pada umumnya, memiliki prospek pertumbuhan yang baik atau keduanya.

## **RASIO HARGA/ARUS KAS**

Rasio Harga Saham/Arus Kas per Saham digunakan untuk menunjukkan harga dibayarkan pemegang saham terhadap arus kas dari aktivitas operasi per lembar saham perusahaan. Valuasi harga saham terhadap arus kas dari aktivitas operasi digunakan untuk lebih mengetahui kemampuan riil perusahaan dalam menghasilkan arus kas dari aktivitas operasinya. Arus kas tidak mudah "dimanipulasi" karena tidak dipengaruhi oleh faktor non kas seperti depresiasi, amortisasi, dan faktor non kas lain.

$$\begin{aligned} \text{Rasio harga/ arus kas (P/E)} &= \frac{\text{Harga persaham}}{\text{Arus kas per saham}} \\ \text{Rata-rata industri} &= 5.4\% \end{aligned}$$

Perlu dicatat bahwa karena alasan tertentu, analisis juga melihat rasio-rasio lain selain rasio harga/laba dan harga/ arus kas. Misalnya, tergantung dari

industri, analisis mungkin melihat harga/penjualan, harga/pelanggan, atau harga/EBITDA per saham). Namun pada akhirnya, nilai perusahaan akan bergantung pada laba dan arus kas. Jadi, jika rasio-rasio “eksotik” tersebut tidak meramalkan tingkat EPS dan arus kas di masa depan, mereka ternyata memiliki kemungkinan yang menyesatkan.

### RASIO NILAI PASAR/NILAI BUKU

Rasio ini menunjukkan berapa besar nilai perusahaan dari apa yang telah atau sedang ditanamkan oleh pemilik perusahaan, semakin tinggi rasio ini, semakin besar tambahan *wealth* (kekayaan) yang dinikmati oleh pemilik perusahaan. Jika harga pasar berada di bawah nilai bukunya, investor memandang bahwa perusahaan tidak cukup potensial. Bila seorang investor pesimistik atau prospek suatu saham, banyak saham dijual pada harga di bawah nilai bukunya. Sebaliknya jika investor optimis maka saham dijual dengan harga di atas nilai bukunya. Rumus yang biasa digunakan untuk menghitung rasio ini adalah:

$$\begin{aligned} \text{Nilai buku per saham} &= \frac{\text{Ekuitas biasa}}{\text{Jumlah saham beredar}} \\ \text{Rasio nilai pasar/nilai buku} = M/B &= \frac{\text{Harga pasar per saham}}{\text{Nilai buku persaham}} \\ \text{Rata-rata industri} &= 1.7x \end{aligned}$$

Biasanya rasio M/B pada umumnya lebih besar dari 1, ini artinya investor bersedia membayar saham lebih besar daripada nilai buku akuntansinya. Situasi seperti biasanya terjadi karena nilai asset, seperti yang dilaporkan oleh akuntan dalam neraca perusahaan, tidak mencerminkan inflasi maupun *goodwill*. Jika suatu perusahaan menerima tingkat pengembalian atas asset yang rendah, maka rasio M/B-nya akan relative rendah dibandingkan rata-rata perusahaan lain. Berikut ditampilkan table 4.1. merupakan ringkasan keseluruhan rasio beserta rumus dan artinya.

**Table 4.1. Ringkasan Keseluruhan Rasio**

	Rumus	Ditampilkan dalam bentuk	Artinya
<u>Rasio Likuiditas</u> <i>Current Ratio</i>	$\frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$	Desimal	Indikator Jangka Pendek terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajiban jangka pendeknya dari aktiva jangka pendeknya; seberapa besar aktiva lancar yang tersedia mampu menutup dengan segera kewajiban lancarnya.
<i>Quick (acid test) ratio</i>	$\frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$	Desimal	Mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar dengan segera kewajiban-kewajiban jangka pendeknya dari aktiva lancar, kecuali persediaan yang ada
<i>Inventory to net working capital</i>	$\frac{\text{Persediaan}}{\text{Aktiva lancar} - \text{Kewajiban Lancar}}$	Desimal	Ukuran Keseimbangan persediaan; mengukur seberapa besar kelebihan aktiva lancar atas kewajiban lancar mampu melindungi dari ancaman perubahan yang tidak menguntungkan dalam persediaan

<i>Cash Ratio</i>	$\frac{\text{Kas} + \text{Ekuivalen dgn Kas}}{\text{Kewajiban Lancar}}$	Desimal	Mengukur seberapa besar modal perusahaan yang berbentuk kas atau yang ekuivalen dengan kas; menunjukkan seberapa besar kewajiban-kewajiban lancar dapat dibayar dari kas tunai atau asset-asset yang mudah untuk menjadi kas tunai
<i>Rasio Probabilitas Net Profit Margin</i>	$\frac{\text{Laba bersih stlh pajak}}{\text{Penjualan Bersih}}$	Persentase	Menunjukkan seberapa besar laba setelah pajak yang dihasilkan oleh setiap satuan nilai moneter (dollar) dari penjualan yang dilakukan.
<i>Gross Profit Margin</i>	$\frac{\text{Penj} - \text{Harga Pkk}}{\text{Penj. Bersih}}$	Persentase	Mengindikasikan margin total yang tersedia untuk menutup pengeluaran-pengeluaran lainnya selain HPP dan sisa yang tersedia masih memberikan laba
<i>Return On Investment (ROI)</i>	$\frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Aktiva}}$	persentase	Mengukur tingkat pengembalian atas total aktiva yang digunakan dalam perusahaan; ukuran terhadap efisiensi manajemen, yang menunjukkan pengembalian seluruh aset yang berada dibawah kendalinya selain berbagai sumber pendanaan
<i>Return On Equity (ROE)</i>	$\frac{\text{Laba bersih setelah Pajak}}{\text{Modal Pemegang Saham}}$	persentase	Mengukur tingkat pengembalian nilai buku dari total investasi pemegang saham
<i>Earning Per Share (EPS)</i>	$\frac{\text{Laba Bersih setelah Pjk} - \text{dividen saham preferen}}{\text{Rata-rata Jumlah saham biasa}}$	Satuan nilai moneter (dollar) perlembar saham	Menunjukkan pendapatan setelah pajak yang dihasilkan untuk tiap lembar saham biasanya
<i>Rasio aktivitas Inventory Turn Over</i>	$\frac{\text{Penjualan bersih}}{\text{persediaan}}$	Desimal	Mengukur berapa kali rata-rata perse-diaan barang jadi berputar atau terjual selama suatu periode waktu, biasanya setahun
<i>Days of Inventory</i>	$\frac{\text{Persediaan}}{\text{HPP}/365 \text{ hari}}$	Hari	Mengukur besar nilai dalam persediaan yang tersedia disebuah perusahaan pada suatu waktu tertentu
<i>Net Working Capital Turnover</i>	$\frac{\text{Penj bersih}}{\text{Modal Kerja Bersih}}$	Desimal	Mengukur seberapa efektif modal kerja bersih yang digunakan untuk meng-hasilkan penjualan
<i>Asset Turn Over</i>	$\frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva}}$	Desimal	Mengukur penggunaan seluruh aset perusahaan; mengukur berapa besar penjualan dihasilkan dari tiap satuan moneter (dollar) aset yang dimiliki
<i>Fixed Asset Turn Over</i>	$\frac{\text{Penjualan}}{\text{Aktiva tetap}}$	Desimal	Mengukur penggunaan Aktiva tetap perusahaan (misal pabrik dan peralatan); mengukur berapa besar penjualan dihasilkan dari tiap satuan moneter (dollar) aktiva tetapi yang dimiliki
<i>Average Collection Period</i>	$\frac{\text{Piutang Dagang}}{\text{Penj setahun}/365 \text{ hari}}$	Hari	Mengindikasikan rata-rata lama waktu dalam hari yang dipakai perusahaan untuk mengumpul-kan hasil penjualan setelah menjual produk yang dihasilkan nya; dapat dibanding-kan dengan lama waktu kredit yang diberikan

			perusahaan kepada para pelanggannya
<i>Account Receivable turnover</i>	$\frac{\text{Penj krdt Tahunan}}{\text{Piutang dagang}}$	Desimal	Mengindikasikan berapa kali piutang dagang berputar selama satu periode (biasanya setahun)
<i>Account Payable period</i>	$\frac{\text{Hutang dagang}}{\text{Pembelian tahun}/365 \text{ hari}}$	Hari	Mengindikasikan rata-rata lama waktu dalam hari yang dibutuhkan perusahaan untuk membayar pembelian kreditnya
<i>Days of cash</i>	$\frac{\text{Kas}}{\text{Penj. bersih tahun}/365 \text{ hari}}$	Hari	Mengindikasikan lama hari uang tunai yang tersedia dan dimiliki, pada tingkat penjualan saat ini
<i>Rasio Leverage Debt to Asset Ratio</i>	$\frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Aktiva}}$	Persentase	Mengukur seberapa besar dana yang di pinjam perusahaan telah digunakan untuk membiayai asset
<i>Debt to equity Ratio</i>	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Pemegang Saham}}$	Persentase	Mengukur jumlah dana yang disediakan kreditur dengan dana yang disediakan oleh pemilik perusahaan
<i>Long-term Debt to Capital structure</i>	$\frac{\text{Total Jangka panjang}}{\text{Modal pemegang Saham}}$	Persentase	Mengukur komponen utang jangka panjang dalam struktur modal
<i>Times Interest Earned</i>	$\frac{\text{Laba Sebelum pajak} + \text{Biaya bunga}}{\text{Biaya Bunga}}$	Desimal	Mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk memenuhi biaya bunga tahunan
<i>Coverage of Fixed Asset Charges</i>	$\frac{\text{Laba sebelum pjik} + \text{B. bunga} + \text{B.Sewa}}{\text{B. bunga} + \text{Kewajiban Sewa}}$	Desimal	Ukuran kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban sewa aktiva tetap nya
<i>Current Liabilities to Equity</i>	$\frac{\text{Kewajiban Lancar}}{\text{Modal Pemegang Saham}}$	persentase	Mengukur seberapa porsi pembiayaan jangka pendek dengan dana yang disediakan dari pemilik
<i>Rasio Lainnya Price/Earning ratio</i>	$\frac{\text{Nilai Pasar Per Lembar saham}}{\text{Laba per Lembar Saham}}$	Desimal	Menunjukkan penilaian pasar saat ini terhadap sebuah saham, berda sarkan laba yang diperoleh tiap lembarnya; menunjukan seberapa besar investor berminat untuk mem bayar tiap satuan moneter (dollar) untuk pendapatan yang diterimanya
<i>Dividen payout Ratio</i>	$\frac{\text{Dividen Tahunan Per Lembar Saham}}{\text{Laba Tahunan per Lembar saham}}$	Persentase	Mengindikasikan persentase laba yang di-bayarkan sebagai dividen
<i>Dividen Yield on Common Stock</i>	$\frac{\text{Dividen Tahunan Per lembar Saham}}{\text{Nilai Pasar saat ini per lembar sahamnya}}$	Persentase	Mengindikasikan tingkat pengembalian divi- den terhadap pemegang saham biasa pada harga pasar saat ini

---

## ANALISIS TREN

Analisis tren merupakan suatu metode analisis yang ditujukan untuk melakukan suatu estimasi atau peramalan pada masa yang akan datang. Untuk melakukan peramalan dengan baik maka dibutuhkan berbagai macam informasi (data) yang cukup banyak dan diamati dalam periode waktu yang relatif cukup panjang, sehingga dari hasil analisis tersebut dapat diketahui sampai berapa besar fluktuasi yang terjadi dan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi terhadap perubahan tersebut. Secara teoritis, dalam analisis *time series* yang paling menentukan adalah kualitas atau keakuratan dari informasi atau data-data yang diperoleh serta waktu atau periode dari data-data tersebut dikumpulkan. Jika data yang dikumpulkan tersebut semakin banyak maka semakin baik pula estimasi atau peramalan yang diperoleh. Sebaliknya, jika data yang dikumpulkan semakin sedikit maka hasil estimasi atau peramalannya akan semakin jelek. Sebagai contoh, berikut ini ditunjukkan data penjualan rokok selama enam bulan.

Bulan	Penjualan	Perubahan (Rupiah)	Perubahan (%)
Januari	Rp. 25.000,00		
Pebruari	30.000,00	+ Rp. 5.000,00	+ 20%
Maret	33.000,00	+ 3.000,00	+ 10%
April	35.000,00	+ 2.000,00	+ 6%
Mei	36.000,00	+ 1.000,00	+ 3%
Juni	36.000,00	0,00	0

Pada table diatas, perubahan jumlah rupiah penjualan masing-masing bulan dihitung dengan mengurangi penjualan bulan yang bersangkutan dengan penjualan bulan sebelumnya. Sebagai contoh, perubahan penjualan bulan Pebruari naik Rp. 5.000,00 (penjualan bulan Pebruari Rp. 30.000,00 dikurangi penjualan bulan Januari Rp. 25.000,00). Sedangkan perubahan dalam persentase dihitung dengan cara membagi jumlah rupiah perubahan dengan jumlah penjualan bulan sebelumnya dikalikan 100%. Jadi perubahan penjualan bulan Pebruari sebesar 20% dihitung dengan membagi perubahan penjualan bulan Pebruari Rp. 5.000,00 dengan penjualan bulan Januari Rp. 25.000,00 dikalikan 100%.

Untuk periode waktu yang cukup lama, hasil trend menunjukkan arah perkembangan operasi suatu perusahaan. Pada contoh ini hasil trend menunjukkan bahwa meskipun kondisi usaha selama beberapa bulan meningkat (yang ditunjukkan oleh peningkatan penjualan dari bulan ke bulan), akan tetapi peningkatannya mengalami penurunan (perubahannya menurun). Informasi trend seperti ini sangat bermanfaat dalam proses peramalan atau penganggaran (*forecasting* atau *budgeting*).

## TREN INDEKS

Tren indeks (*index trend*) adalah suatu metode yang digunakan untuk melihat tren dengan cara mengkonversi jumlah rupiah kedalam indeks. Setiap pos pada periode 1 (periode dasar atau basis) dinyatakan dengan nilai 100 (100%). Angka indeks untuk setiap periode berikutnya (periode ke n, dimana n adalah 2, 3, 4, dan seterusnya) dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\frac{\text{Jumlah rupiah periode ke-n} \times 100\%}{\text{Jumlah rupiah periode 1}}$$

Sebagai contoh, biaya bulan ke-4 sebesar Rp. 10.800,00 bila dinyatakan sebagai indeks menjadi 144% (Rp. 10.800,00 dibagi biaya gaji bulan ke-1 Rp. 7.500,00 dikalikan x 100%). Berikut ini disajikan contoh data penjualan dan biaya gaji selama enam bulan yang dinyatakan baik dalam rupiah maupun dalam indeks:

Bulan	Penjualan	Biaya Gaji	Indeks Penjualan	Indeks Biaya Gaji
1	Rp. 25.000,00	Rp. 7.500,00	100	100
2	30.000,00	9.200,00	120	123
3	33.000,00	10.300,00	132	137
4	35.000,00	10.800,00	140	144
5	36.000,00	11.100,00	144	148
6	36.000,00	11.200,00	144	149

Dari hasil analisis ini tampak bahwa enam bulan biaya gaji meningkat lebih cepat dibandingkan peningkatan penjualan. Dengan cara lain, selama enam bulan, penjualan meningkat 44% (144% - 100%), sedangkan biaya gaji meningkat dengan 49% (149% - 100%). Tren seperti ini normalnya tidak diinginkan, dan bila terjadi perlu dilakukan analisis lebih lanjut serta memerlukan koreksi yang tepat sesegera mungkin.

## **PENYESUAIAN INFLASI**

Ketika membandingkan hasil operasi, terutama ketika menganalisis angka-angka tren, haruslah diperhatikan pengaruh perubahan nilai uang terhadap hasil operasi tersebut. 100 ton beras beberapa tahun yang lalu memiliki kuantitas yang sama dengan 100 ton beras saat ini, akan tetapi jumlah uang yang diperlukan untuk membeli 100 ton beras saat ini jelas lebih tinggi dibanding dengan jumlah uang yang diperlukan untuk itu beberapa tahun lalu. Hal ini berlaku untuk semua jenis biaya, karena harga berubah dari waktu ke waktu. Oleh karenanya dampak inflasi harus dipertimbangkan ketika membandingkan kinerja perusahaan dari waktu ke waktu.

Sebagai contoh, perusahaan mempunyai data penjualan dua tahun terakhir sebagai berikut: Rp200.000.000,00 pada tahun 2006, dan Rp210.000.000,00 pada tahun 2007. Dibanding tahun 2006, penjualan tahun 2007 mengalami kenaikan sebesar Rp10.000.000,00 atau 5% (Rp10.000.000,00/Rp. 200.000.000,00). Akan tetapi apabila tarif kamar pada tahun 1997 dinaikkan 10% karena inflasi, maka penjualan tahun 2007 semestinya minimum bertahan pada Rp220.000.000,00. Dengan demikian ketika kita membandingkan penjualan untuk dua tahun berurutan dalam periode inflasi, kita mem-bandingkan dua angka yang nilainya tidaklah sama. Oleh karenanya kita harus mengkonversi terlebih dahulu kedua rupiah penjualan, agar kedua nilai rupiah penjualan tersebut sama, yaitu dengan menggunakan angka indeks.

## PEMILIHAN ANGKA INDEKS

Diantara berbagai angka indeks yang tersedia, indeks harga konsumen merupakan angka indeks yang paling umum digunakan dan dipahami secara luas. Dengan menggunakan angka indeks ini, konversi nilai rupiah periode yang lalu ke dalam nilai rupiah periode akan mudah dilakukan. Sebagai contoh, berikut ini disajikan data penjualan perusahaan lima tahun terakhir (dalam ribuan rupiah).

Tahun	Penjualan	Perubahan (Rp)	Perubahan (%)
1	Rp. 420.000,00	-0-	0
2	450.000,00	Rp. 30.000,00	7,1%
3	465.000,00	15.000,00	3,3%
4	485.000,00	20.000,00	4,3%
5	510.000,00	25.000,00	5,2%

Tren penjualan ini menunjukkan adanya peningkatan penjualan setiap tahun, yang merupakan tren yang menguntungkan. Permasalahannya, layakkah membandingkan angka penjualan tahun 1 sebesar Rp. 420.000.000,00 dengan angka penjualan tahun 5 sebesar Rp. 510.000.000,00? Dengan mengkonversikan angka penjualan untuk lima tahun terakhir dengan menggunakan angka indeks tertentu maka akan diperoleh gambaran tren penjualan yang lebih realistis. Apabila angka indeks yang dipilih adalah sebagai berikut:

Tahun	Angka Indeks
1	100
2	107
3	113
4	122
5	135

Oleh sebab itu dengan menggunakan angka indeks tersebut, nilai rupiah penjualan tahun-tahun yang lalu dapat dikonversi menjadi nilai rupiah saat ini (sekarang) dengan cara sebagai berikut:

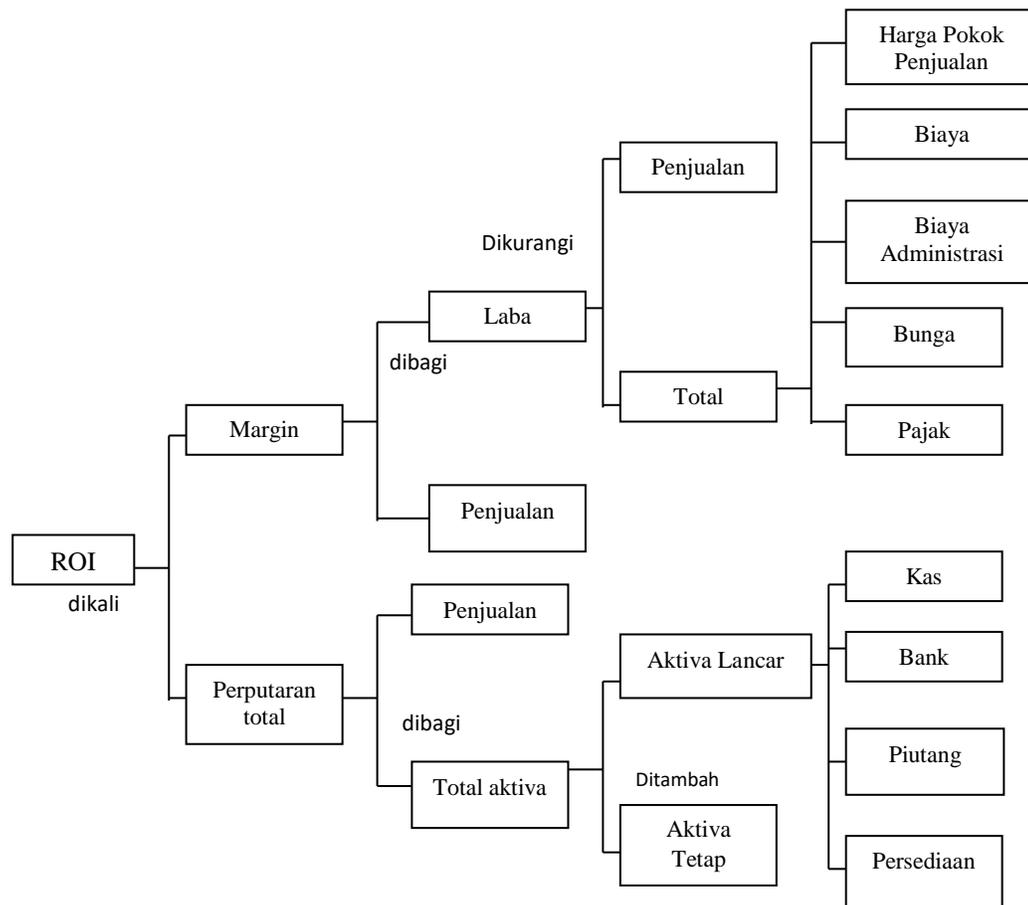
$$\frac{\text{Rupiah Historis} \times \text{Angka Indeks Tahun Berjalan}}{\text{Angka Indeks Periode yang Lalu}} = \text{Rupiah saat ini}$$

---

## PERSAMAAN DU PONT

Analisis *Du Pont System* merupakan analisis yang mencakup rasio aktivitas dan margin keuntungan atas penjualan untuk menentukan profitabilitas yang dimiliki perusahaan. Dari analisis ini juga dapat diketahui efisiensi atas penggunaan aktiva perusahaan. Yang dapat diuraikan dengan menggunakan analisis *Du Pont* adalah ROI (*Rate Of Return On Investment*) yang merupakan angka pembandingan atau rasio antara laba yang diperoleh perusahaan dengan besarnya total aktiva perusahaan. Analisis ini biasanya digunakan oleh perusahaan-perusahaan besar. Diharapkan melalui *Du Pont System*, perusahaan pusat dapat menilai kinerja keuangan divisi/departemen/pusat investasi berdasarkan ROI yang telah dicapai. Berikut ditampilkan gambar 6.1. *Du Pont* untuk pengendalian divisi.

Bagan Du Pont adalah bagan yang dirancang untuk memperlihatkan hubungan antara pengembalian atas investasi, perputaran aktiva dan margin laba. Du pont tersebut merupakan uraian dari skema ROI, yang merupakan rasio antara laba yang diperoleh perusahaan dengan besarnya perputaran aktiva perusahaan. Perputaran total aktiva didefinisikan sebagai hasil bagi antara penjualan dengan total aktiva, sedangkan margin laba didefinisikan sebagai rasio antara laba bersih dengan hasil penjualan. Selanjutnya total aktiva didefinisikan sebagai penjumlahan antara aktiva lancar dan aktiva tetap perusahaan dan laba bersih didapatkan dari pengurangan antara penjualan dan total biaya.



**Gambar 6.1.** Du Pont untuk Pengendalian Divisi

Sumber: Weston dan Copeland, 1999

Analisis *Du Pont System* adalah ROI yang dihasilkan melalui perkalian antara keuntungan dari komponen-komponen penjualan serta efisiensi penggunaan total assets di dalam menghasilkan keuntungan tersebut. *Du Pont* juga dapat digunakan sebagai analisis untuk mengontrol perubahan dalam rasio aktivitas dan *net profit margin* dan seberapa besar pengaruhnya terhadap ROI. Analisis *Du Pont* penting bagi manajer untuk mengetahui faktor mana yang paling kuat pengaruhnya antara *profit margin* dan *total asset turnover* terhadap ROI.

Disamping itu dengan menggunakan analisis ini, pengendalian biaya dapat diukur dan efisiensi perputaran aktiva sebagai akibat turun naiknya penjualan dapat diukur. Perhitungan yang dapat digunakan adalah:

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \text{Margin Laba} \times \text{Perputaran Total Aset} \\ &= \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Penjualan}} \times \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}} \end{aligned}$$

Jika perusahaan didanai hanya dengan ekuitas biasa, tingkat pengembalian atas aset (ROA) dan pengembalian atas ekuitas (ROE) akan sama karena total aset akan sama dengan ekuitas biasa:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aset}} \times \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas biasa}} = \text{ROE}$$

Persamaan ini hanya berlaku jika perusahaan tidak menggunakan utang. Perusahaan yang menggunakan utang dalam jumlah besar (leverage lebih besar) seharusnya akan memiliki multiplier ekuitas yang tinggi—makin besar utang, makin rendah ekuitas sehingga makin tinggi multiplier ekuitasnya. Misalnya, jika suatu perusahaan memiliki aset Rp. 10.000.000 dan didanai dengan Rp. 80 persen berupa utang, maka ekuitasnya akan sebesar Rp. Rp. 2.000.000, ekuitasnya akan menjadi Rp. 8.000.000, dan multiplier ekuitas hanya sebesar Rp. 1.000.000/Rp. 8.000.000 = 1.25. Pengembalian atas ekuitas (ROE) bergantung pada ROA dan penggunaan leverage.

---

## **PENGGUNAAN DAN KETERBATASAN ANALISIS RASIO**

Rasio keuangan digunakan untuk mengetahui dan memahami posisi keuangan perusahaan, analisis rasio digunakan oleh tiga (3) kelompok utama yaitu : (1) manager, yang menggunakan rasio (*ratio*) untuk membantu menganalisis dan mengendalikan serta memperbaiki operasi perusahaan (2) analisis kredit seperti, pegawai bank bagian kredit atau analisis peringkat obligasi yang menganalisis rasio untuk membantu menentukan kemampuan perusahaan membayar utang dan (3), analisis saham, yang berkepentingan dengan efisiensi resiko dan prospek pertumbuhan, meskipun analisis rasio dapat memberikan informasi yang berguna tentang operasi dan kondisi keuangan perusahaan namun penggunaan rasio ini bukannya tanpa kelemahan dan keterbatasan, beberapa keterbatasan dalam menghitung dan menginterpretasikan analisis rasio keuangan antara lain:

1. Banyak perusahaan besar mengoperasikan divisi yang berbeda pada industri yang berbeda dan perusahaan macam ini sangat sulit untuk mengembangkan seperangkat rata-rata industri yang berarti untuk tujuan komparatif. Oleh karena itu analisis rasio lebih berguna bagi perusahaan kecil dan sederhana.
2. Kebanyakan perusahaan ingin lebih baik dibandingkan rata rata industri, sehingga apabila hanya mencapai kinerja rata rata tidaklah terlalu baik. Sebagai target untuk mencapai kinerja lebih tinggi perusahaan hendaknya memfokuskan pada rasio yang sudah menjadi "*leader*" dalam hal ini *benchmarking* akan sangat membantu.

3. Inflasi dapat memberikan distorsi yang buruk pada neraca perusahaan nilai yang tercatat seringkali sangat berbeda dengan nilai sebenarnya. Lebih jauh karena inflasi mempengaruhi beban penyusutan dan biaya persediaan, maka laba juga akan terpengaruh. Jadi analisis rasio untuk satu perusahaan selama suatu waktu tertentu atau analisis komparatif pada perusahaan yang memiliki umur berbeda harus diinterpretasikan dengan pertimbangan yang tepat.
4. Faktor-faktor musiman juga dapat mendistorsi analisis rasio, misalnya rasio perputaran persediaan untuk produsen pemroses makanan akan sangat berbeda penyajiannya jika penyajian angka persediaan di dalam neraca dilakukan sebelum musim pengalengan dan sesudah musim pengalengan. Permasalahan ini dapat diminimalkan dengan menggunakan rata-rata bulanan untuk persediaan (dan piutang) ketika menghitung rasio.
5. Perusahaan dapat menggunakan tehnik *window dressing* untuk membuat laporan keuangan tampak lebih baik. Untuk mengilustrasikan hal ini sebuah perusahaan melakukan pinjaman berjangka 2 tahun pada tanggal 29 desember 2017, menahan hasil dari pinjaman ini sebagai kas selama beberapa hari dan kemudian melunasi pinjaman pada tanggal 2 januari 2018. Hal ini akan meningkatkan rasio lancar dan rasio cepat serta membuat neraca akhir pada tahun 2017 kelihatan baik, namun peningkatan ini hanya merupakan *window dressing* dan seminggu kemudian neraca perusahaan akan kembali pada tingkat yang lama.
6. Praktik akuntansi yang berbeda dapat mendistorsi perbandingan, seperti disebutkan sebelumnya penilaian persediaan serta metode penyusutan dapat mempengaruhi laporan keuangan dan dengan demikian dapat mendistorsi perbandingan diantara perusahaan. Jika perusahaan menyewakan sebagian peralatan produktifnya maka aktiva kemudian tampak relative rendah terhadap penjualan aktiva. Karena aktiva di sewa seringkali tidak muncul di neraca.  
Pada saat yang sama kewajiban sewa mungkin tidak muncul sebagai utang. Oleh karena itu sewa dapat meningkatkan baik rasio perputaran maupun rasio utang secara *artificial*. Namun profesi akuntansi telah mengambil langkah-langkah untuk mengurangi masalah ini.
7. Sangat sulit untuk menyamaratakan apakah suatu rasio tertentu "baik" atau "buruk", misalnya rasio lancar yang tinggi mungkin menunjukkan posisi likuiditas yang kuat yang tampak bagus atau kas yang berlebihan yang buruk (karena kelebihan kas di bank bukan merupakan aktiva yang menghasilkan laba). Demikian juga rasio perputaran aktiva yang tinggi menunjukkan bahwa suatu perusahaan telah menggunakan aktivanya secara efisien atau dikapitalisasi terlalu rendah dan tidak mampu membeli cukup aktiva.
8. Suatu perusahaan mungkin memiliki beberapa rasio yang kelihatan bagus. Banyak bank maupun organisasi pemberi pinjaman lainnya menggunakan prosedur statistik untuk menganalisis rasio keuangan perusahaan dan menurut analisis mereka perusahaan diklasifikasi sesuai dengan probabilitas mereka dalam mengantisipasi kesulitan keuangan, dalam hal ini teknik yang biasa digunakan adalah analisis diskriminant.

Analisis rasio memang sangat bermanfaat, tetapi para analis hendaknya mewaspadaai permasalahan-permasalahan diatas dan melakukan penyesuaian jika dibutuhkan. Analisis rasio yang dilakukan dengan suatu cara yang mekanis dan

tanpa dipikir terlebih dahulu adalah sesuatu yang berbahaya. Namun, jika digunakan secara cerdas dan dengan pertimbangan yang baik, analis dapat memberikan petunjuk yang bermanfaat akan operasi suatu perusahaan. Pertimbangan Anda dalam menerjemahkan sekumpulan rasio saat ini mungkin masih lemah.

## PERTANYAAN

1. Berikan penjelasan Anda tentang pengertian rasio keuangan?
2. Apa yang disebut dengan perbandingan rasio keuangan? Jelaskan.
3. Jelaskan apa manfaat dari penggunaan rasio?
4. Jelaskan bagaimana pembagian analisis rasio?
5. Apa yang disebut dengan rasio likuiditas (*liquid assets*)?
6. Jelaskan apa yang disebut dengan rasio manajemen asset?
7. Jelaskan apa yang disebut dengan rasio manajemen utang?
8. Jelaskan apa yang disebut dengan rasio profitabilitas?
9. Jelaskan apa yang disebut dengan rasio nilai pasar?
10. Jelaskan apa yang disebut dengan analisis tren?
11. Bagaimana Anda menguraikan apa yang disebut dengan persamaan du pont?
12. Apa manfaat dan keterbatasan analisis rasio? Jelaskan
13. Berikut ini adalah Neraca dan Laporan Laba-rugi Hotel Bagas Ernesa Jaya per 31 Desember 2020.

**HOTEL “BAGAS-ERNESA JAYA”**  
**Neraca**  
**Per 31 Desember 2020**

<b>AKTIVA</b>		
<b>Aktiva lancar:</b>		
Kas	Rp 25.400,00	
Surat Berharga	15.200,00	
Piutang Dagang	42.000,00	
Persediaan Supplies	4.700,00	
Persekot Biaya	<u>4.900,00</u>	
<b>Total Aktiva Lancar</b>		Rp 92.200,00
<b>Aktiva Tetap:</b>		
Tanah	Rp 60.500,00	
Bangunan	882.400,00	
Mebel dan Peralatan	227.900,00	
Akumulasi Depresiasi	(422.000,00)	
Lena dan Seragam	<u>18.300,00</u>	
<b>Total Aktiva Tetap</b>		<u>Rp 767.100,00</u>

### UTANG DAN MODAL

#### Utang Lancar:

Utang Dagang	Rp 16.500,00	
Utang Wesel	4.200,00	
Utang PPh	20.900,00	
Utang Biaya	800,00	
Utang Jatuh Tempo	<u>26.000,00</u>	
Total Utang Lancar		<u>Rp 68.400,00</u>
Utang Jangka Panjang-Obligasi		<u>Rp 486.800,00</u>
Total Utang		<u>Rp 555.200,00</u>

#### MODAL

Modal Saham	Rp 200.000,00	
Laba Ditahan	<u>104.100,00</u>	
Total Modal		<u>Rp 304.100,00</u>
Total Utang dan Modal		Rp 859.300,00

Penghasilan		Rp 459.400,00
Harga Pokok Penjualan		<u>100.000,00</u>
Laba Kotor		Rp 359.400,00
Biaya Langsung:		
Gaji dan Upah	Rp 55.600,00	
Tunjangan	3.300,00	
Komisi	500,00	
Kontrak Kebersihan	1.200,00	
Laundry	2.700,00	
Lena dan Seragam	7.600,00	
Supplies Operasi	8.100,00	
		<u>Rp 79.200,00</u>
		Rp 280.200,00
Biaya Tak Langsung:		
Administrasi dan Umum	Rp 16.200,00	
Pemasaran	11.700,00	
Reparasi Pemeliharaan	11.500,00	
Listrik dan Tenaga	13.200,00	
Transportasi	6.200,00	
		<u>Rp 58.800,00</u>
		Rp 221.400,00
Biaya-biaya Tetap:		
Sewa, PBB dan Asuransi	Rp 12.600,00	
Bunga	85.800,00	
Depresiasi	70.400,00	
		<u>Rp 168.800,00</u>
Laba Sebelum Pajak		Rp 52.600,00
Pajak		<u>Rp 12.400,00</u>
Laba Bersih		Rp 40.200,00

Hitunglah rasio keuangan Hotel Bagas Ernesa Jaya yang meliputi:

1. Rasio likuiditas (*liquid assets*),
2. Rasio manajemen asset,
3. Rasio manajemen utang,
4. Rasio profitabilitas,
5. Rasio nilai pasar.

Dari hasil perhitungan rasio, selanjutnya Anda diminta untuk memberikan analisis terhadap masing-masing rasio.



# **BIAYA MODAL**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pengertian Biaya Modal
2. Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang
3. Menghitung Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (Wacc)
4. Menghitung Biaya Modal Untuk J.C. Penney

---

## PENGERTIAN BIAYA MODAL

Biaya modal bisa diartikan sebagai tingkat keuntungan yang disyaratkan. Bab sebelumnya membicarakan hubungan positif antara risiko dengan tingkat keuntungan. Hubungan semacam ini juga berlaku untuk biaya modal. Bab ini akan membicarakan aplikasi konsep risiko pada penganggaran modal. Semakin tinggi resiko, semakin tinggi tingkat keuntungan yang disyaratkan. Biaya modal dipakai sebagai *discount rate* untuk perhitungan analisis penganggaran modal. Bab ini membicarakan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*). Biaya modal tersebut merupakan salah satu elemen dalam analisis penganggaran modal. Penganggaran modal merupakan investasi yang berisiko, karena itu manajer keuangan perlu menggabungkan konsep dalam bab sebelumnya dengan penganggaran modal. Lebih spesifik lagi, risiko akan memengaruhi *discount rate* yang akan dipakai dalam analisis NPV atau IRR. Semakin tinggi risiko, akan semakin tinggi *discount rate* yang dipakai dalam analisis investasi. *Discount rate* tersebut sering juga disebut sebagai biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*).

---

## BIAYA MODAL RATA-RATA TERTIMBANG

Biaya modal bisa didefinisikan sebagai tingkat keuntungan yang diharapkan atau tingkat keuntungan yang disyaratkan. Jika kita melakukan analisis investasi, biaya modal akan digunakan sebagai *discount rate* dalam analisis NPV atau IRR. Biaya modal tersebut pada dasarnya merupakan biaya modal rata-rata tertimbang dari biaya modal individual. Untuk menghitung biaya modal rata-rata tertimbang tersebut kita harus melakukan beberapa langkah:

1. Mengidentifikasi sumber-sumber dana.
2. Menghitung biaya modal individual (biaya modal untuk setiap sumber dana).
3. Menghitung proporsi dari masing-masing sumber dana.
4. Menghitung rata-rata tertimbang dengan menggunakan proporsi dana sebagai pembobot.

## MENGIDENTIFIKASI SUMBER-SUMBER DANA

Secara umum ada dua jenis sumber dana yang paling sering digunakan, yaitu utang dan saham. Utang bisa terdiri atas utang bank atau utang melalui obligasi. Pemberi utang memperoleh kompensasi berupa bunga. Saham merupakan bentuk penyertaan. Saham bisa berupa *private placement* (penempatan dana tidak melalui pasar modal), bisa juga dengan membeli saham yang diperjualbelikan di pasar sekunder. Pendapatan saham berasal dari dividen dan capital gain. Capital gain adalah selisih antara harga jual dengan harga beli. Disamping dua jenis tersebut, saham preferen mempunyai ciri-ciri gabungan antara utang dengan saham. Saham preferen adalah saham (bentuk kepemilikan) dan berhak memperoleh dividen. Tetapi dividen tersebut bersifat (secara umum) tetap, sehingga mirip dengan bunga.

## MENGHITUNG BIAYA MODAL INDIVIDUAL

### 1. Biaya Modal Utang (kd)

Biaya modal utang merupakan tingkat keuntungan yang disyaratkan yang berkaitan dengan penggunaan utang. Karena bunga bisa dipakai sebagai

pengurang pajak, biaya modal utang dihitung net pajak. Misal perusahaan menggunakan utang untuk mendanai suatu proyek, dengan bunga sebesar 20%, tingkat pajak adalah 30%. Perusahaan tersebut dengan demikian mempunyai biaya modal utang sebesar 20%  $(1 - 0,3) = 14\%$ . Disamping kupon bunga, ada biaya lain yang harus dibayarkan oleh perusahaan.

Misalkan suatu perusahaan menerbitkan obligasi dengan kupon bunga 20%, nilai nominal Rp1 juta, selama sepuluh tahun. Biaya emisi obligasi dan lainnya adalah Rp50.000,00 per lembar obligasi. Berapa biaya modal utang yang dibayarkan perusahaan tersebut? Aliran kas yang berkaitan dengan emisi obligasi tersebut bisa digambarkan sebagai berikut ini.

$$950 \text{ Ribu} = \frac{200 \text{ Ribu}}{(1+kd)^1} + \frac{200 \text{ Ribu}}{(1+kd)^2} + \dots + \frac{200 \text{ Ribu}}{(1+kd)^{10}} + \frac{\text{Rp 1 juta}}{(1+kd)^{10}} \quad (1)$$

Kas masuk bersih yang diterima perusahaan adalah Rp1 juta – Rp50 ribu = Rp950.000,00. Biaya modal utang (kd) sebelum pajak adalah, dengan menggunakan teknik perhitungan IRR, 21%. Perhatikan bahwa kd, yang merupakan tingkat bunga efektif, lebih tinggi sedikit dibandingkan dengan tingkat bunga nominal.

Bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Karena itu faktor pajak bisa dimasukkan agar diperoleh biaya modal utang net pajak. Biaya modal utang net pajak (dengan tingkat pajak 40%) dihitung sebagai.

$$kd^* = kd(1 - t) \quad (2)$$

Untuk contoh di atas, kd\* adalah.

$$kd^* = 21\% (1 - 0,4) = 12,6\%$$

Utang dagang dan akrual tidak dimasukkan ke dalam perhitungan biaya modal. Alasannya adalah karena untuk analisis penganggaran modal, utang dagang dan sejenisnya dikurangkan dari aset lancar. Kemudian kita akan menghitung modal kerja bersih (aset lancar – utang dagang dan akrual). Investasi modal kerja masuk dalam perhitungan kas dalam penganggaran modal, bukannya dalam perhitungan biaya utang. Untuk utang jangka pendek yang mempunyai tingkat bunga yang eksplisit, kita akan menghitung biaya utangnya. Contoh utang semacam itu adalah *Commercial Paper* atau utang bank jangka pendek.

## 2. Biaya Modal Saham Preferen

Saham preferen mempunyai karakteristik gabungan antara utang dengan saham, karena merupakan bentuk kepemilikan (saham), tetapi dividen yang dibayarkan mirip dengan bunga karena bersifat tetap (pada umumnya). Perhitungan biaya modal saham preferen mudah dilakukan, sama seperti perhitungan biaya utang. Parameter yang akan diestimasi relatif jelas. Biaya saham preferen (kps) adalah:

$$Kps = \frac{Dps}{P} \quad (3)$$

dimana

kps	= biaya saham preferen
Dps	= dividen saham preferen
P	= harga saham preferen

Misal perusahaan menjual saham preferen, kas masuk yang diterima adalah Rp1.000,00 per lembar. Dividen saham preferen adalah Rp250,00 per lembar. Biaya modal saham preferen modal saham preferen dihitung:

$$Kps = \frac{250}{1000} = 25 \%$$

Karena dividen (termasuk untuk saham preferen) tidak mengurangi pajak, maka net pajak tidak dihitung untuk biaya modal saham preferen. Angka 25% yang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya utang (20% dan 12,6% untuk net pajak) mencerminkan hal tersebut, di samping risiko saham preferen yang lebih tinggi dibandingkan dengan risiko utang (dari sisi investor).

### 3. Biaya Modal Saham Biasa

Biaya modal saham lebih sulit dihitung karena melibatkan biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang tidak bisa diamati secara langsung. Sebagai contoh, pemegang saham mempunyai alternatif menginvestasikan dananya ke deposito bank pemerintah (risiko dianggap nol) dengan tingkat bunga 15%. Dengan demikian biaya kesempatan pemegang saham tersebut adalah 15%. Tetapi investasi di suatu perusahaan biasanya melibatkan risiko, sehingga angka 15% barangkali harus dinaikkan untuk mengkompensasi kenaikan risiko tersebut. Beberapa kenaikan yang pantas? Bagian ini akan membiacitakan biaya modal saham melalui beberapa metode: DCF, *bond-yield*, dan CAPM.

## **DISCOUNT CASH FLOW (ALIRAN KAS YANG DIDISKONTOKAN)**

Pada waktu kita membicarakan penilaian saham dengan pertumbuhan konstan, harga saham bisa dituliskan sebagai berikut ini (modul mengenai Nilai Waktu Uang).

$$PV = \frac{D1}{r - g}$$

Dengan mengubah  $r$  menjadi  $ks$  (biaya modal saham),  $PV$  menjadi  $P$  (harga saham), persamaan di atas bisa diubah menjadi berikut ini.

$$ks = \frac{D1}{P + g} \quad (4)$$

dimana  $ks$  = biaya modal saham  
 $D1$  = dividen pada tahun pertama  
 $P$  = harga saham saat ini  
 $g$  = tingkat pertumbuhan

Biaya modal saham sama dengan *dividen yield* ditambah tingkat pertumbuhan. Untuk menggunakan rumus di atas, beberapa parameter harus diestimasi, yaitu harga saham, dividen yang dibayarkan, dan tingkat pertumbuhan. Harga bisa kita peroleh dengan mudah, terutama untuk perusahaan yang sudah *go-public* dan

*listing* di Bursa Keuangan. Data dividen juga bisa kita peroleh dengan mudah. Yang lebih sulit diperkirakan adalah menghitung tingkat pertumbuhan.

Misalkan perusahaan diperkirakan membayar dividen tahun mendatang (D1) sebesar Rp200,00 per lembar. Harga pasar saham saat ini adalah Rp1.000,00 per lembar. Tingkat pertumbuhan diperkirakan 8%. Dengan informasi tersebut, biaya modal saham bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$k_s = \left( \frac{200}{1000} \right) + 0,08 = 0,28 \text{ atau } 28\%$$

Tingkat pertumbuhan bisa dihitung melalui beberapa cara. Pertama, kita bisa menggunakan formula berikut ini.

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

dimana                      DPR    = *dividend payout ratio*  
                                   ROE    = *return on equity*

Persamaan diatas mengatakan bahwa tingkat pertumbuhan merupakan fungsi dari pembayaran dividen dan *return on equity*. Jika perusahaan membayarkan dividen yang kecil (yang berarti menanamkan sebagian besar labanya kembali ke perusahaan), tingkat pertumbuhan diharapkan menjadi lebih tinggi. Tingkat pertumbuhan akan semakin kecil jika dividen yang dibayarkan semakin besar.

Kedua, tingkat pertumbuhan juga bisa dihitung melalui data historis. Penggunaan data historis mempunyai asumsi bahwa pola dimasa lalu akan sama dengan pola di masa mendatang (pola konstan). Misalkan suatu perusahaan mempunyai data dividen dan *earning* per lembar selama lima tahun sebagai berikut ini.

Tabel 5.1. EPS dan DPS Selama Lima Tahun Terakhir

Tahun	<i>Dividen Per Share</i>	Pertumbuhan/ Tahun	<i>Earning Per Share</i>	Pertumbuhan/ Tahun
1	500	-	1000	0,00
2	500	0,00	1200	20,00
3	550	10,00	1100	-8,33
4	550	0,00	1250	13,64
5	600	9,09	1250	0,00
	Rata-rata	4,77	Rata-rata	6,33

Pertumbuhan dividen bisa dihitung melalui dua cara: (1) pertumbuhan aritmatika, dan (2) pertumbuhan geometris.

1. Dengan pertumbuhan aritmatika, tingkat pertumbuhan setiap tahun bisa di hitung sebagai:  $(D_{t+1} - D_t) / D_t \times 100\%$ . Untuk setiap tahun, tahun 2, tahun 3, tahun 4, dan tahun 5, tingkat pertumbuhan adalah 0, 10, 0 dan 9,091%. Rata-rata pertumbuhan setiap tahun adalah 4,77%. Sedangkan untuk pertumbuhan EPS, diperoleh rata-rata sebesar 6,33%.

2. Dengan pertumbuhan geometris, tingkat pertumbuhan dividen bisa dihitung sebagai berikut ini :

$$500(1+g)^4 = 600$$

$$g = 4,6\%$$

$$\left( \begin{array}{l} * 500 (1+g)^4 = 600 \\ (1+g)^4 = 1,2 \\ 4 \log (1+g) = \log 1,2 \\ \log (1+g) = 0,07918 \\ (1+g)^n = \text{antilog} (0,07918) \\ (1+g) = 1,046 \\ G = 0,046 \text{ atau sekitar } 4,6\% \end{array} \right)$$

Sedangkan untuk EPS, dengan cara yang sama, perhitungan dengan tingkat pertumbuhan geometris menghasilkan angka 5,7%.

$$1.500 (1+g)^4 = 1.000$$

$$g = 5,7\%$$

Meskipun pertumbuhan dividen adalah tingkat pertumbuhan yang seharusnya dihitung, dalam beberapa situasi, barangkali kita ingin menghitung tingkat pertumbuhan *earning*, bukannya dividen. Beberapa perusahaan tidak pernah membayar dividen, meskipun mempunyai *earning* yang baik. Dalam situasi tersebut, kita ingin menghitung tingkat pertumbuhan *earning*, bukannya dividen. Tetapi juga harus diingat bahwa pada akhirnya dividenlah yang akan diterima oleh investor. Tingkat pertumbuhan mana yang akan dipilih pada akhirnya tergantung dari pertimbangan analisis atau manajer keuangan.

## PENDEKATAN BOND-YIELD

Pendekatan *yield* obligasi didasarkan pada argumen bahwa tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk investasi yang lebih berisiko akan lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat keuntungan investasi yang lebih kecil risikonya. Saham mempunyai risiko yang lebih tinggi dibandingkan obligasi. Jika terjadi kebangkrutan, sebuah perusahaan mempunyai prioritas klaim yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi. Hal tersebut berarti, kas dari likuidasi akan diberikan ke pemegang utang. Jika masih ada kas sisa, baru pemegang saham akan memperoleh bagiannya. Biasanya tidak ada kas yang tersisa untuk pemegang saham. Karena saham mempunyai risiko yang lebih tinggi dibandingkan obligasi, tingkat keuntungan yang disyaratkan akan lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk obligasi. Pendekatan *yield* obligasi bisa dituliskan sebagai berikut ini.

$$k_s = \text{yield obligasi} + \text{premi risiko}$$

(5)

Jika kita menggunakan rumus di atas, kita memerlukan estimasi *yield* dari obligasi perusahaan (atau obligasi yang mempunyai kelas risiko yang sama), dan premi risiko saham atas obligasi.

Misalkan suatu perusahaan mengeluarkan obligasi yang membayar kupon bunga sebesar Rp2.000,00, dengan nilai nominal Rp10.000,00. Saat ini harga

pasar obligasi tersebut adalah Rp9.500,00. Selisih tingkat keuntungan saham di atas obligasi selama lima tahun terakhir adalah 7%. Dengan pendekatan *yield* obligasi,  $k_s$  bisa dihitung berikut ini. Pertama, kita akan menghitung *yield* obligasi.<sup>2</sup>

$$\begin{aligned} \text{Yield obligasi} &= \text{bunga/harga pasar obligasi} \\ &= 2.000/9.000 = 22,22\% \\ k_s &= 22\% + 7\% = 29\% \end{aligned}$$

tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk pemegang saham untuk pemegang saham adalah 29%.

### **PENDEKATAN CAPM (*CAPITAL ASSET PRICING MODEL*)**

Model CAPM menggunakan argumen yang sama dengan pendekatan *yield* obligasi. Menurut CAPM, tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko ditambah dengan premi risiko. Secara spesifik, model CAPM bisa dituliskan sebagai berikut ini.

$$k_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

dimana  $k_s$  = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham  
 $R_f$  = tingkat keuntungan bebas risiko  
 $\beta$  = risiko sistematis  
 $R_m$  = tingkat keuntungan pasar

Tingkat keuntungan bebas risiko adalah tingkat keuntungan dari aset yang mempunyai risiko (kebangkrutan atau default dalam hal ini) yang bisa dikatakan no. Sebagai contoh, di Amerika Serikat, instrumen utang Treasury Bills atau Treasury Bond bisa dianggap sebagai instrumen yang bebas risiko. Instrumen tersebut dikeluarkan oleh Bank Sentral, dan kemungkinan Bank Sentral atau pemerintah AS mengalami kebangkrutan cukup kecil. Karena itu, tingkat keuntungan T-Bills atau T-Bonds bisa dipakai sebagai indikator tingkat keuntungan bebas risiko. Untuk tingkat keuntungan pasar, kita bisa menggunakan tingkat keuntungan dari portofolio pasar. Contoh portofolio pasar yang bisa kita gunakan adalah IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) untuk kasus di Bursa Efek Jakarta. Di Amerika Serikat, portofolio pasar yang sering digunakan adalah indeks S&P 500 (indeks dihitung oleh Standart & Poors yang mencakup 500 perusahaan besar yang *listing* di Amerika Serikat) dan indeks Dow Jones. *Beta* bisa dihitung melalui teknik regresi model pasar market model (lihat bab mengenai risiko dalam konteks CAPM).

Misal, berdasarkan estimasi dengan model pasar (lihat bab mengenai CAPM), estimasi *beta* (risiko sistematis) suatu saham menghasilkan koefisien regresi (*beta*) sebesar 0,686. Misalkan tingkat bunga tabungan di bank pemerintah (dipakai sebagai pengukur tingkat keuntungan bebas risiko) adalah 15%, dan premi risiko adalah 10% (misal tingkat keuntungan pasar adalah 25%), maka tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham (biaya modal saham) adalah:

$$\begin{aligned} k_s &= 15\% + 0,686 (10\%) \\ &= 22\% \end{aligned}$$

## KEPUTUSAN BIAYA MODAL SAHAM

Perhitungan biaya modal saham yang dihasilkan oleh ketiga metode diatas akan menghasilkan angka yang berbeda-beda.

**Tabel 5.2. Ringkasan Biaya Modal Saham**

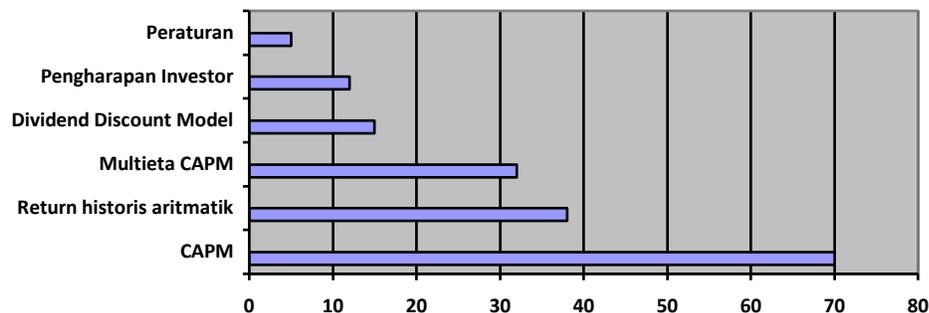
Teknik Estimasi	Biaya Modal Saham
<i>Discount Cash Flow</i>	28%
<i>Bond-Yield Premium</i>	29%
<i>Capital Asset Pricing Model</i>	22%

Hal semacam itu merupakan hasil yang wajar. Untuk memutuskan beberapa biaya modal saham yang seharusnya, pertimbangan kita (sebagai analis) diperlukan. Hasil-hasil di atas menunjukkan bahwa biaya modal saham nampaknya berada di antara 22% - 29%. Misalkan biaya modal saham (ks) dipilih sebesar 25%.

## SURVEI PENGGUNAAN METODE PENENTUAN HARGA SAHAM

Metode-metode apa saja yang bisa dan biasa dipakai untuk menghitung biaya modal saham? Untuk menjawab pertanyaan tersebut, Gambar berikut ini menunjukkan hasil survei mengenai penggunaan teknik-teknik untuk menentukan biaya modal saham.

**Gambar 5.1. Teknik Perhitungan Biaya Modal Saham**



Gambar tersebut menunjukkan bahwa CAPM merupakan metode paling populer untuk menaksir biaya modal saham. 70% responden menggunakan metode CAPM. Sementara itu hanya sekitar 15% responden menggunakan metode *Discounted Cash Flow (Dividend Discount Model)*. Metode kedua yang paling populer menggunakan teknik yang sederhana, yaitu menghitung rata-rata aritmatika *return* historis.

---

## MENGHITUNG BIAYA MODAL RATA-RATA TERTIMBANG (WACC)

Langkah selanjutnya adalah menghitung proporsi sumber dana yang dipakai oleh perusahaan. Idealnya, nilai pasar yang sebaiknya dipakai sebagai dasar perhitungan proporsi sumber dana. Misalkan perusahaan mempunyai komposisi sumber pendanaan sebagai berikut ini.

Tabel 5.3. Perhitungan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang

Komponen	Biaya Modal Sesudah Pajak	Proporsi	Biaya Modal Rata-rata Tertimbang
Utang	12,6%	30.000 (30%)	$0,3 \times 12,6 = 3,78\%$
Saham Preferen	20%	10.000 (10%)	$0,1 \times 20 = 2,00\%$
Saham Biasa	25%	60.000 (60%)	$0,6 \times 25 = 15,00\%$
			WACC = 20,78%

Catatan: proporsi sumber dana diambil dari laporan keuangan

WACC perusahaan tersebut adalah 20,78%. Angka tersebut kemudian bisa dipakai sebagai *discount rate* (*cut-off rate*) dalam keputusan penganggaran modal atau yang lainnya (misal perhitungan struktur modal).

Meskipun nilai pasar idealnya merupakan pilihan terbaik untuk menghitung komposisi sumber dana, tetapi informasi tersebut tidak tersedia dengan mudah. Salah satu alternatif adalah menggunakan nilai buku. Nilai buku bisa diambil dari neraca keuangan perusahaan. Saham biasa masuk dalam kategori total modal saham (saham biasa + laba yang ditahan + agio).

## BIAYA MODAL SAHAM EKSTERNAL

Jika perusahaan menerbitkan saham baru, biaya emisi (*flotation cost*) akan muncul. Biaya tersebut dipakai untuk membayar biaya yang berkaitan dengan penerbitan saham, seperti biaya akuntan, mencetak saham, dan lainnya. Penerimaan kas bersih dengan demikian akan lebih kecil setelah biaya emisi tersebut dimasukkan. Model kas yang didiskontokan (*discounted cash flow*) bisa mengakomodasi biaya emisi seperti berikut ini.

$$k_e = \frac{D_1}{P(1-f)} + g$$

dimana  $k_e$  = biaya modal saham eksternal  
 $D_1$  = dividen pada tahun pertama'  
 $P$  = harga saham saat ini  
 $f$  = *flotation cost*  
 $g$  = tingkat pertumbuhan

Misalkan harga saham saat ini adalah Rp1.000,00, dividen tahun ini (awal tahun) adalah Rp200,00 per lembar, tingkat pertumbuhan adalah 8%, biaya emisi adalah Rp50,00 per lembarnya. Biaya modal saham eksternal bisa dihitung:

$$\begin{aligned} k_e &= \{ [200(1+0,08)] / [1-0,05] \} + 0,08 \\ k_e &= 216/950 + 0,08 \\ &= 0,227 + 0,08 = 0,31 \text{ atau } 31\% \end{aligned}$$

Biaya modal saham eksternal lebih tinggi sedikit dibandingkan dengan biaya modal saham. Model CAPM dan *yield* obligasi tidak secara langsung bisa mengakomodasi biaya emisi eksternal, karena formula CAPM atau *yield* obligasi tidak memasukkan faktor biaya emisi. Tetapi model CAPM dan *yield* obligasi secara eksplisit memperhitungkan risiko dalam estimasi biaya modal.

## BIAYA MODAL MARGINAL DAN BIAYA MODAL RATA-RATA

Biaya modal rata-rata berbeda dengan biaya modal marginal. Biaya modal marginal merupakan biaya modal yang diperoleh sebagai akibat bertambahnya dana modal yang diperoleh. Sebagai contoh, misal perusahaan menggunakan dua jenis utang, pertama dengan nilai Rp200 juta dengan tingkat bunga 10%, kedua dengan nilai Rp200 juta dengan tingkat bunga 15%. Misalkan perusahaan melakukan pinjaman lagi sebesar Rp200 juta dengan tingkat bunga 20%. Biaya modal ujung marginal adalah 20% , karena biaya tersebut merupakan biaya modal yang diperoleh dengan masuknya modal baru. Jika kita menghitung biaya modal rata-rata, maka biaya modal utang rata-rata adalah  $(10\% + 15\% + 20\%)/3 = 15\%$ .

Dalam perhitungan biaya modal, biaya modal marginal adalah biaya modal yang relevan, karena biaya tersebut mencerminkan biaya di masa mendatang (yang akan diperoleh). Biaya modal rata-rata mencerminkan informasi masa lampau, yang tidak relevan lagi. Tetapi dalam beberapa situasi kita menggunakan biaya modal masa lampau, karena beberapa alasan, seperti mudah dilakukan, biaya modal masa lampau bisa dipakai untuk estimasi biaya modal marginal (masa mendatang). Perhitungan biaya modal di atas mengasumsikan penggunaan biaya modal marginal. Tetapi dalam praktek, biaya modal sering diestimasi dengan menggunakan data masa lampau. Biasanya alasan kepraktisan menjadi pembenaran penggunaan data masa lampau (tidak mudah diperkirakan biaya modal marginal dalam beberapa situasi).

## LOMPATAN DALAM BIAYA MODAL RATA-RATA TERTIMBANG DAN SKEDUL INVESTASI

Jika biaya modal salah satu komponen berubah, maka akan ada lompatan dalam biaya modal rata-rata tertimbang. Misalkan saja struktur modal yang dilakukan oleh perusahaan adalah modal saham, utang, dan saham preferen sebesar 60%, 30%, dan 10%, berturut-turut. Biaya modal utang (sesudah pajak), saham preferen, dan saham biasa adalah 12,6% (sesudah pajak), 20%, dan 25%, berturut-turut. WACC untuk komposisi tersebut adalah:

$$WACC = (0,3 \times 12,6) + (0,1 \times 20) + (0,6 \times 25) = 20,78\%$$

Misalkan perusahaan mempunyai kesempatan investasi sebesar Rp200 juta. Jika perusahaan ingin mempertahankan struktur modalnya, maka untuk mendanai Rp200 juta tersebut, berikut ini komposisi sumber dana yang harus dikeluarkan oleh perusahaan.

Tabel 5.4. Komposisi Pendanaan

Komponen	Proporsi	Jumlah
Utang	30%	$0,3 \times 200 = 60$ juta
Saham Preferen	10%	$0,1 \times 200 = 20$ juta
Saham Biasa	60%	$0,6 \times 200 = 120$ juta
		Total = 200 juta

Lompatan WACC bisa terjadi karena meningkatnya biaya modal individual. Sebagai contoh, perusahaan bisa menggunakan utang dagang tingkat bunga 12,6% (net pajak) sampai dengan Rp40 juta. Karena utang yang diperlukan adalah Rp60 juta, melebihi batas Rp40 juta, perusahaan terpaksa memperoleh tingkat bunga baru yang lebih mahal, yaitu misal 15% (net pajak). Peningkatan ini terjadi karena utang yang semakin meningkat, yang berarti tingkat risiko yang semakin tinggi. Lompatan karena penggunaan utang yang baru bisa dihitung sebagai berikut.

$$\begin{aligned} \text{Batas dana} &= \frac{\text{utang saat ini}}{\text{Persentase utang}} \\ &= 40 \text{ juta} / 0,3 = 133 \text{ juta} \end{aligned}$$

Alokasi dana sebesar Rp133 juta tersebut adalah sebagai berikut ini.

Utang	= 30% x Rp133 juta = Rp40 juta
Saham preferen	= 10% x Rp133 juta = Rp13 juta
Laba yang ditahan	= 60% x Rp133 juta = <u>Rp80 juta</u>
Total	Rp133 juta

WACC yang baru kemudian bisa dihitung sebagai berikut.

$$\text{WACC} = (0,3 \times 15) + (0,1 \times 20) + (0,6 \times 25) = 21,5\%$$

WACC meningkat dari 20,78% menjadi 21,5%. Kompatan WACC bisa terjadi lagi jika komponen biaya modal yang lain mengalami perubahan. Misalkan laba yang ditahan tahun ini sebesar Rp100 juta. Jika perusahaan mempertahankan struktur modal seperti tu, maka jumlah dana maksimum yang bisa digunakan oleh perusahaan adalah.

$$\begin{aligned} \text{Batas dana} &= \frac{\text{laba ditahan}}{\text{Persentase laba yang ditahan}} \\ &= 100 \text{ juta} / 0,6 = \text{Rp167 juta} \end{aligned}$$

Komposisi dana sebesar Rp167 juta tersebut adalah sebagai berikut ini.

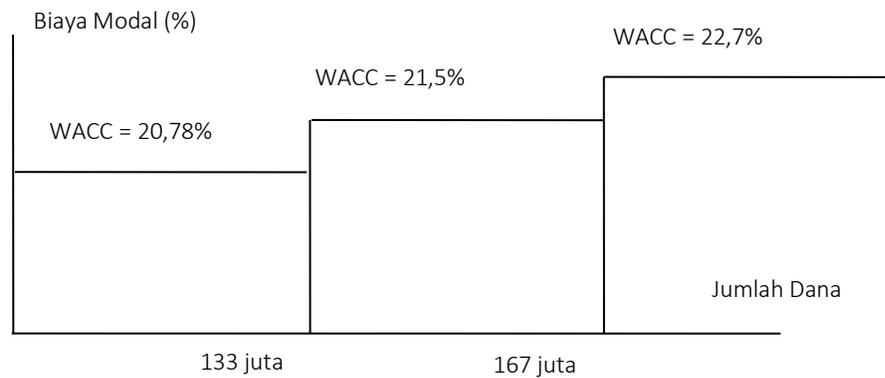
Utang	= 30% x Rp167 juta = Rp 50 juta
Saham preferen	= 10% x Rp167 juta = Rp 17 juta
Laba yang ditahan	= 60% x Rp167 juta = <u>Rp100 juta</u>
Total	Rp167 juta

Kesempatan investasi yang menarik cukup banyak, yaitu Rp200 juta, melebihi Rp167 juta. Misalkan perusahaan memutuskan untuk menambah modal dengan menegluarkan saham baru untuk menutup kekurangan tersebut. Biaya modal saham baru (eksternal) lebih tinggi dibandingkan dengan biaya modal saham internal (yang diperoleh melalui laba perusahaan atau laba yang ditahan). Misalkan biaya modal saham eksternal tersebut adalah 27%. Biaya modal rata-rata tertimbang yang baru adalah:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= (0,3 \times 15) + (0,1 \times 20) + (0,6 \times 27) = 22,7\% \\ \text{WACC} &\text{ meningkat dari } 21,5\% \text{ menjadi } 22,7\%. \end{aligned}$$

Lompatan-lompatan dalam WACC tersebut bisa kita gambarkan berikut ini.

Gambar 5.3. Lompatan dalam WACC



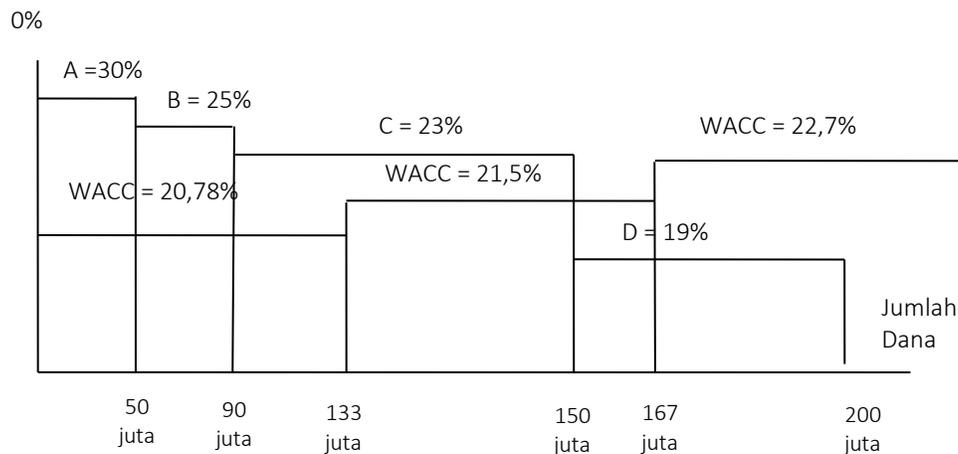
Informasi lompatan dalam WACC bisa digabung dengan kesempatan investasi yang ada. Misalkan kesempatan investasi perusahaan bisa diidentifikasi sebagai berikut.

Tabel 5. Skedul Investasi dan IRR

Anggaran Investasi	A	B	C	D
Investasi	Rp50 juta	Rp40 juta	Rp60 juta	Rp100 juta
IRR	30%	25%	23%	19%

Informasi biaya modal marginal dan kesempatan investasi yang ada bisa digabung sebagai berikut ini.

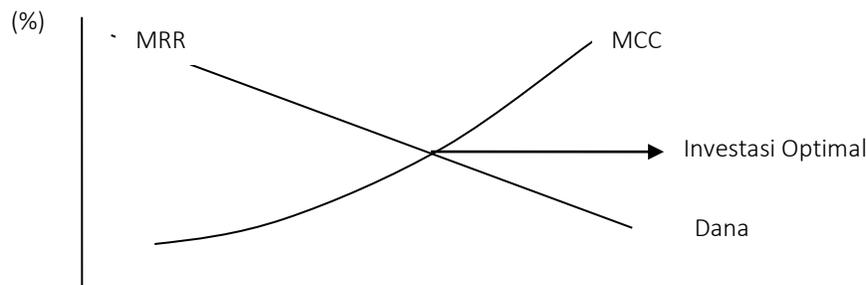
Gambar 5.4. Lompatan WACC dan Skedul Investasi



Gambar 5.4 tersebut menyajikan gabungan antara skedul WACC dengan skedul investasi. Dari Gambar di atas nampak bahwa hanya usulan investasi A, B, dan C yang masih layak dilakukan, karena ketiganya menghasilkan IRR yang berada di atas WACC. Usulan investasi C menghasilkan IRR sebesar 23%, yang masih lebih tinggi dibandingkan dengan WACC sebesar 21,5%, untuk dana antara 133 juta – 166 juta.

Secara teoritis perusahaan akan melakukan investasi sampai MCC (*marginal cost of capital*) sama dengan *marginal rate of return* (MRR) seperti terlihat dalam Gambar berikut ini. Bagai berikut ini menyajikan kurva MCC dan MRR yang berbentuk garis kontinyu. Dalam dunia nyata, kurva yang terputus-putus (*discret*) seperti dalam Gambar sebelumnya yang akan kita jumpai. Investasi optimal diperoleh jika  $MCC = MRR$  seperti terlihat dalam Gambar berikut ini.

Gambar 5.5. MCC dan IRR (*variabel kontinyu*)



## **PERTIMBANGAN DINAMIS: REVIEW BIAYA MODAL SECARA REGULAR**

Seberapa sering biaya modal (WACC) dihitung? Kondisi perusahaan dan lingkungannya selalu berubah. Risiko dan kesempatan investasi perusahaan berubah. Perubahan ini mengakibatkan perubahan komposisi struktur modal yang baru dan juga perubahan tingkat keuntungan yang disyaratkan (biaya modal). Kondisi lingkungan yang berubah juga mengakibatkan perubahan biaya modal, misal inflasi yang berubah mengakibatkan kenaikan tingkat keuntungan yang disyaratkan secara umum. Perubahan risiko (misal semakin tinggi, terjadi jika kondisi ekonomi memburuk) mengakibatkan premi risiko meningkat.

Karena situasi berubah secara dinamis, perusahaan perlu mengevaluasi biaya modal rata-rata tertimbangnya secara periodik. Beberapa sering? Nampaknya tidak ada formula yang pasti. Perhitungan bisa dilakukan setiap tahun, bisa juga setiap lima tahun. Tetapi hal yang jelas, jika kondisi perusahaan dan lingkungan secara fundamental berubah, maka sudah saatnya menghitung biaya modal rata-rata tertimbang kembali.

### **Ilustrasi: Sekuritisasi untuk Menurunkan Biaya Modal**

Proses sekuritisasi berarti membuat aset/kewajiban menjadi sekuritas, yang kemudian diperdagangkan di pasar keuangan. Salah satu bentuk sekuritisasi terjadi di kredit perumahan di Amerika Serikat. Proses tersebut bisa dilihat berikut ini, bank memberi

kredit untuk kepemilikan perumahan (mirip dengan BTN, Bank Tabungan Negara). Dengan kredit tersebut, dana bank dengan demikian tertanam di kredit sampai kredit tersebut lunas. Dengan kata lain, kredit tersebut tidak likuid, karena dana tidak bisa ditarik sewaktu-waktu. Bank mempunyai beberapa alternatif untuk meningkatkan likuiditas kredit tersebut. Pertama, bank bisa menjual kredit tersebut ke bank atau perusahaan lain. Setelah terjual, bank akan memperoleh dana yang segar yang bisa diputar kembali melalui pemberian kredit perumahan. Kedua, bank bisa menggabungkan (*pool*) kredit-kredit perumahan, kemudian dibuat i = obligasi dengan jaminan pembayaran cicilan dari kredit perumahan tersebut. Obligasi tersebut kemudian dijual dan diperdagangkan di pasar keuangan. Kredit yang semula tidak likuid, sekarang menjadi likuid. Kredit tersebut diubah menjadi sekuritas/obligasi. Karena itu proses tersebut dinamakan sebagai proses sekuritisasi. Bank memperoleh dana segar dari penjualan obligasi tersebut. Dana tersebut kemudian diputar lagi dengan jalan menawarkan kredit perumahan ke masyarakat. Kemudian kredit yang terkumpul dijadikan obligasi, kemudian bank memperoleh dana segar kembali. Proses tersebut dilakukan berulang-ulang. Peningkatan likuiditas semacam itu diperkirakan mampu menurunkan biaya modal dengan sekitar 50 basis points (bps) atau sekitar 0,5%. Penghematan yang lumayan, mengingat tingkat bunga obligasi di Amerika Serikat serikat 6% (rata-rata 1929-1999).

---

## **MENGHITUNG BIAYA MODAL UNTUK J.C. PENNEY**

J.C. Penney adalah perusahaan retailer (khususnya) pakaian. J.C. Penney ingin menghitung biaya modal rata-rata tertimbang. Neraca keuangan bisa dilihat pada tabel berikut ini.

**Tabel 5.6. Neraca Keuangan JC Penney**

Neraca Per Januari 1990 (dalam juta)

Aset		Kewajiban	
Aktiva Lancar	\$ 7.539	Utang dagang, akrual,	
Aktiva Tetap	<u>5.159</u>	dan lainnya	\$ 2.860
Total	\$ 12.698	Utang pajak	1.278
		Utang dan sewa	4.207
		Modal Saham	<u>4.353</u>
		Total	\$ 12.698

Data neraca di atas meringkaskan aset menjadi dua: lancar dan tetap, sementara untuk kewajiban diringkaskan menjadi empat jenis. Utang dagang, akrual, dan pajak tidak dimasukkan ke dalam perhitungan biaya modal. Utang jangka pendek lainnya yang mempunyai tingkat bunga yang eksplisit dimasukkan ke dalam perhitungan.

Tabel berikut ini menyajikan sumber dana yang masuk dalam perhitungan untuk proporsi sumber dana. Utang jangka pendek tidak diperdagangkan di pasar, dengan demikian tidak ada nilai pasarnya. Tetapi diasumsikan bernilai \$1.452. Nilai buku saham adalah \$4.353,5, tetapi nilai pasarnya mencapai \$8.044,8. Seperti pada kebanyakan perusahaan, nilai saham selalu lebih besar dibandingkan dengan nilai bukunya. Saham preferen, karena nilainya terlalu kecil, digabungkan

ke dalam saham biasa. Perhitungan proporsi sumber dana menunjukkan bahwa utang mencapai sekitar 34%, sementara saham biasa mencapai sekitar 66%. Penney ingin mempertahankan struktur modal semacam itu untuk masa mendatang.

Tabel 5.7. Nilai Buku dan Nilai Pasar Sumber Pendanaan J.C. Penney (Januari 27, 1990)

Komponen	Nilai Buku	Nilai Pasar	Nilai Pasar Total
Utang Jangka Pendek:	\$ 1.452	-	\$1.452,0
Utang Jangka Panjang:			
12 1/8% wesel 93	103	104 1/8	107,2
9 3/4% wesel 95	100	102 1/8	102,1
8 3/8% wesel 96	150	96 5/8	144,9
6% debentures 06	200	73	146,0
8 7/8 sinking fund debenture 95	72,5	100	72,5
9% sinking fund debenture 99	69,8	99 3/8	69,4
9 3/8% sinking fund debenture 16	150	96 3/4	144,4
9% sinking fund debenture 16	200	92 3/4	185,5
Zero coupon wesel 92	150	76 3/4	115,1
7 7/8% debenture 91	75	99	74,2
10,2% sinking fund debenture 94	75	99 3/4	74,8
Utang Jangka Panjang Lainnya dan Leasing	1.444,7	-	1.444,7
Total utang	\$ 4.242		\$4.132,8
Saham Preferen	85		163,4
Saham Biasa	4.268	66 7/8	8.044,8
Proporsi Sumber Dana			
Utang Jangka Pendek	1.452,0		11,8%
Utang Jangka Panjang dan Leasing	2.680,8		21,7
Saham biasa	<u>8.208,2</u>		<u>66,5</u>
	\$12.341,0		\$100

### MENGHITUNG BIAYA MODAL UTANG

Biaya utang untuk Penney adalah biaya bunga yang harus dibayar Penney jika perusahaan tersebut memperoleh tambahan utang. *Rating* yang diperoleh Penney oleh Moody's adalah A+. Tingkat bunga obligasi dengan rating semacam itu adalah 9,5%. Penney juga bisa menghitung *yield to maturity* untuk obligasi yang ada saat ini. Pendekatan pertama dipilih karena lebih sesuai dengan biaya modal marginal. Biaya utang sesudah pajak adalah (tingkat pajak = 39%) :

$$kd^* = 9,5 (1 - 0,39) = 5,8\%$$

Tingkat bunga untuk pinjaman jangka pendek adalah 8,1% (net-pajak menjadi 4,94%). Tingkat bunga jangka pendek tersebut lebih kecil dibandingkan dengan tingkat bunga jangka panjang. Biaya *leasing* adalah sama dengan biaya utang jangka panjang, yaitu 9,5%.

### MENGHITUNG BIAYA MODAL SAHAM

Selama ini, Penney menggunakan data internal. Dengan demikian emisi saham eksternal mempunyai kemungkinan kecil untuk dilakukan. Perhitungan biaya modal saham dilakukan dengan tiga pendekatan: DFC, CAPM, dan *yield*-obligasi. Berikut ini informasi yang relevan.

Tingkat pertumbuhan dividen dan *earning* per lembar selama 1-0 tahun terakhir adalah 14% dan 10%. Sedangkan untuk lima tahun terakhir ini adalah 17% dan 14%. Publikasi *Value Line* memproyeksikan tingkat pertumbuhan sebesar 14%. Harga saham saat ini adalah 66 7/8. Dividen tahun lalu adalah \$2,24 per lembar. Tingkat bunga bebas investasi bebas resiko adalah 8,1%. Tingkat keuntungan untuk portofolio pasar dihitung atas tiga komponen: inflasi, pertumbuhan ekonomi rill, dan premi risiko, sebagai berikut.

Tingkat keuntungan portofolio pasar = inflasi yang diperkirakan + pertumbuhan ekonomi rill + premi risiko yang diharapkan :

$$= 8,1\% + 3\% + 5\% \\ = 16,10\%$$

*Beta* perusahaan berdasarkan publikasi dari *Value Line* adalah 1,15. Premi risiko saham atas obligasi adalah 5%. Dengan informasi tersebut, Penney menghitung biaya modal saham dengan ketiga pendekatan yang sudah kita bicarakan. Untuk pendekatan DCF, tingkat pertumbuhan yang dipakai adalah tingkat pertumbuhan yang dipublikasikan oleh *Value Line*. Tingkat ini diperkirakan merupakan tingkat pertumbuhan yang diharapkan oleh investor.

DCF:

$$k_e = \frac{(2.24 (1 + 0,14))}{66 \frac{7}{8}} + 0,14 = 17,81\%$$

CAPM:

$$k_s = 8,1 + 1,15 (16.10 - 8.10) = 17,30\%$$

*Yield* obligasi :

$$k_s = 9,5\% + 5\% = 14,5\%$$

Penney kemudian mengambil rata-rata dari ketiga pendekatan tersebut. Biaya modal saham dihitung menjadi  $(17,8 + 17,3 + 14,5)/3 = 17\%$ .

## MENGHITUNG BIAYA MODAL RATA-RATA TERTIMBANG

Langkah berikutnya adalah menghitung biaya modal rata-rata tertimbang dengan menggunakan proporsi masing-masing sumber dana sebagai pembobotnya. Berikut ini ringkasan hitungan tersebut.

Tabel 5.8. Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang J.C. Penney

Komponen	Biaya Modal Net Pajak	Proporsi	Rata-rata Tertimbang
Utang Jangka Pendek	4,94%	0,118	0,583%
Utang Jangka Panjang	5,80	0,217	1,259
Saham Biasa	17,00	0,665	11,305
	Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)=		13,15%

Biaya modal rata-rata tertimbang J.C. Penney pada 27 Januari 1990 adalah 13,15%. Angka tersebut dipakai sebagai tingkat keuntungan yang disyaratkan dalam penganggaran modal, dan lainnya.

---

## RANGKUMAN

Bab ini membicarakan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC atau *weighted average cost of capital*). WACC bisa diaplikasikan dalam banyak situasi seperti penentuan tingkat keuntungan minimal dalam evaluasi investasi (lihat bab mengenai NPV atau IRR). WACC diestimasi melalui beberapa langkah berikut ini: (1) Mengidentifikasi sumber-sumber, (2) Menghitung biaya modal individual (biaya modal untuk setiap sumber dana), (3) Menghitung proporsi dari masing-masing sumber dana, (4) Menghitung rata-rata tertimbang dengan menggunakan proporsi dana sebagai pembobot. Ada tiga jenis modal yang sering digunakan yaitu utang, saham preferen, dan saham biasa. Dari ketiganya, menghitung biaya modal saham biasa merupakan tugas yang paling sulit. Biaya modal saham biasa bisa dicari dengan menggunakan pendekatan *bond-yield*, CAPM, dan model *Discounted Cash Flow*. Bagian akhir menyajikan ilustrasi perhitungan biaya modal untuk perusahaan sungguhan (J.C. Penney).

---

## PERTANYAAN

1. Jelaskan apa yang dimaksud dengan *Weighted Average Cost of Capital*!
2. Bagaimana menghitung biaya modal utang?
3. Bagaimana menghitung biaya modal saham?
4. Bagaimana menghitung biaya modal saham preferen?
5. Jelaskan kelemahan dan kelebihan tiga model perhitungan biaya modal saham! Apakah ada cara lain untuk menghitung biaya modal saham?
6. Bagaimana mengestimasi *beta* atau risiko sistematis?
7. Jelaskan biaya modal marginal dengan biaya modal rata-rata!
8. Jelaskan apa yang dimaksud dengan lompatan biaya modal! Bagaimana kaitannya dengan skedul investasi?
9. Kenapa biaya modal perlu di-*review* secara berkala?

---

## LATIHAN

### Latihan 5.1

Struktur modal untuk perusahaan “Jingga” adalah sebagai berikut. Perusahaan berencana untuk tetap mempertahankan struktur utangnya dimasa mendatang. Jika perusahaan memiliki 5,5 biaya utang setelah pajak, 13,5% biaya saham preferen, dan 18% biaya saham biasa, berapakah WACC perusahaan?

Struktur modal (Rp000)	
Obligasi	Rp1.083.000
Saham preferen	Rp 268.000
Saham biasa	<u>Rp3.681.000</u>
Total	Rp5.032.000

### Latihan 5.2

PT. Nandar pada tanggal 31 Desember 2019 mempunyai posisi hutang dan modal sebagai berikut :

Hutang dagang	Rp400.000.000
Hutang wesel	Rp350.000.000
Hutang lancar lainnya	<u>Rp250.000.000</u>

Jumlah hutang lancar	Rp 1.000.000.000
Hutang jangka panjang	<u>Rp 1.200.000.000</u>
Saham preferen	Rp 120.000.000
Saham biasa	<u>Rp2.680.000.000</u>
Jumlah hutang dan modal	Rp5.000.000.000

Biaya masing-masing modal tersebut sebagai berikut :

Hutang jangka panjang	16% (sebelum pajak)
Saham preferen	18%
Saham biasa	20%
Pajak perusahaan	40%

Pada tahun 2015 perusahaan memperoleh laba sesudah pajak (earning after taxes) sebesar Rp1.400.000.000 dan dibagikan sebagai dividen sebesar Rp600.000.000 sedangkan sisanya Rp800.000.000 sebagai laba ditahan.

Ditanyakan :

1. Berapa cost of capital rata-rata perusahaan tersebut dan utang jangka pendek tidak diperhitungkan?
2. Jika laba ditahan tersebut akan dipergunakan perusahaan dalam bentuk saham biasa, berapa besarnya dana keseluruhan yang digunakan untuk dapat mempertahankan *cost of capitalnya*?

### Latihan 5.3

Beta saham untuk perusahaan "Garuda" adalah 1,29. Garuda memiliki rasio utang per modalnya sebesar 1,0 retur yang diharapkan pada pasar adalah 13%. Tingkat risk-free adalah 7%. Biaya modal dalam bentuk utang adalah 7%. Tingkat pajak perusahaan adalah 35%.

1. Berapakah biaya modal Garuda?
2. Berapakah biaya modal rata-rata tertimbang Garuda?

### Latihan 5.4

Pemegang saham biasa perusahaan "Toolkit" mengharapkan menerima Rp2.200 dividen per lembarnya tahun depan. Lebih jauh lagi, analis memperkirakan dividen akan terus tumbuh sebesar 10%. Jika saham perusahaan diperdagangkan dengan harga Rp50.000 per lembarnya, berapakah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor (biaya laba ditahan)? Jika toolkit ingin menerbitkan saham baru maka akan ada biaya sebesar Rp7.500 per lembarnya, atau 15% dari harga saham saat ini; berapakah biaya modalnya? Dari hasil perhitungan, apa yang Anda peroleh?



**BAB**

**6**

# **TEORI STRUKTUR MODAL**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pendekatan Tradisional
2. Beberapa Pendekatan Teori Struktur Modal
3. Teori Trade-Off Dalam Struktur Modal

---

## **PENGANTAR**

Bab ini membicarakan teori struktur modal. Modigliani-Miller merevolusikan teori struktur modal ketika mereka berargumentasi bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kemudian mereka memasukkan pajak dan berpendapat bahwa nilai perusahaan dengan utang bisa dihitung sebagai nilai perusahaan tanpa utang ditambah dengan penghematan pajak akibat penggunaan utang tersebut. Prediksi dari teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan utang 100%. Tetapi dalam kenyataannya tidak ada perusahaan yang menggunakan utang 100%. Teori *trade-off* dikembangkan untuk memasukkan ketidaksempurnaan pasar dan menjelaskan utang yang tidak lain yang berusaha menjelaskan struktur modal.

Meskipun sudah banyak teori yang membicarakan struktur modal, tetapi belum ada penjelasan yang memuaskan mengenai seberapa besar utang yang ideal. Kondisi tersebut berbeda dengan topik lain seperti penganggaran modal. Dalam penganggaran modal, salah satu kesimpulan yang cukup jelas adalah NPV merupakan metode yang paling baik. Sayangnya dalam teori struktur modal, belum ada pernyataan yang sedefinitif pernyataan mengenai NPV tersebut.

---

## **TEORI STRUKTUR MODAL**

Teori struktur modal menjelaskan bahwa apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, jika keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan. Dengan kata lain, jika perusahaan menggantikan sebagian modal sendiri dengan hutang atau sebaliknya apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, seandainya perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti bahwa tidak ada struktur modal yang terbaik. Semua struktur modal adalah baik. Tetapi kalau dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan adalah struktur modal yang terbaik (Husnan, 2004: 263). Teori struktur modal adalah teori yang menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan dalam menentukan bauran antara hutang dan ekuitas yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer keuangan untuk dapat mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang akan dipilih. Sumber pendanaan di dalam perusahaan dibagi ke dalam dua kategori, yaitu sumber pendanaan internal dan sumber pendanaan eksternal. Sumber pendanaan internal dapat diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi aktiva tetap sedangkan sumber pendanaan eksternal dapat diperoleh dari para kreditur yang disebut dengan hutang.

---

## **DETERMINAN KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL GROWTH RATE**

Growth rate dapat diartikan sebagai pertumbuhan penjualan masa depan. Apabila pertumbuhan perusahaan selalu meningkat, maka perusahaan akan memperoleh keuntungan yang cukup besar, sehingga perusahaan akan mengurangi hutangnya, bahkan bisa tidak menggunakan hutang dalam operasi perusahaan. Tetapi sebaliknya apabila perusahaan tingkat pertumbuhannya kecil, bahkan tidak ada

pertumbuhan, maka kemungkinan perusahaan menggunakan hutang akan lebih besar.

### **GROWTH RATE**

Apabila penjualan perusahaan stabil meningkat, maka perusahaan dengan sendirinya memperoleh dana yang cukup besar, sehingga perusahaan akan mengurangi hutangnya, bahkan bisa tidak menggunakan hutang dalam operasi perusahaan. Tetapi sebaliknya apabila penjualan perusahaan stabil turun, maka perusahaan akan berkurang dana yang diperolehnya, sehingga perusahaan akan menambah hutangnya untuk keperluan operasi perusahaan.

### **ASSET STRUCTURE**

Jika perusahaan mempunyai permodalan sendiri cukup besar, maka perusahaan tidak memerlukan pinjaman, tetapi sebaliknya kalau permodalan perusahaan kecil, maka perusahaan memerlukan pinjaman.

### **MANAGEMENT ATTITUDES**

Dalam melakukan operasi perusahaan, manajemen ada yang bersifat berani menanggung risiko dan ada pula yang bersifat tidak menyukai risiko. Manajemen berani dalam hal ini, manajemen selalu bertindak agresif, ingin dalam kegiatan operasi perusahaan selalu besar, sehingga perusahaan menginginkan permodalan yang besar, yang mengakibatkan manajemen berani melakukan pinjaman atau berhutang. Sebaliknya, manajemen yang tidak menyukai risiko, manajemen tidak berani melakukan pinjaman, sehingga kegiatan operasi perusahaan dilakukan seperti apa yang terjadi.

### **MARKET CONDITIONS**

Pasar modal yang mudah untuk mendapatkan dana, berupa pinjaman, maka perusahaan juga dengan mudah mendapatkan pinjaman yang cukup besar, begitu pula sebaliknya.

### **TAXES**

Tingkat pajak yang cukup besar, perusahaan akan berusaha melakukan pinjaman yang cukup besar pula, karena perusahaan beranggapan dengan adanya hutang, perusahaan akan membayar bunga juga yang cukup besar sehingga akan mengurangi laba perusahaan yang akan dikenakan pajak. Begitu pula sebaliknya kalau tingkat pajak cukup kecil, perusahaan tidak akan melakukan pinjaman yang besar.

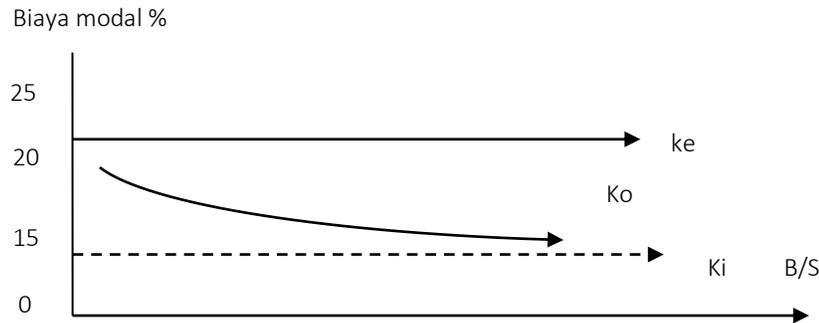
---

## **BEBERAPA PENDEKATAN TEORI STRUKTUR MODAL PENDEKATAN LABA BERSIH (*NET INCOME APPROACH*)**

Berdasarkan pendekatan ini, semakin banyak utang jangka panjang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat dan biaya modal perusahaan akan menurun. Dengan demikian struktur modal optimal akan tercapai jika perusahaan menggunakan utang secara maksimal. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan maksimal dan biaya modal minimal. Bagaimana pengaruh struktur

modal terhadap harga pasar saham perusahaan?. Secara teoritis, jika nilai perusahaan meningkat dengan semakin banyaknya jumlah utang jangka panjang, maka harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan juga akan meningkat. Sebagai contoh, jika mula-mula harga per lembar saham sebesar Rp10,00, maka jumlah saham yang beredar adalah sebanyak 425 lembar (Rp4.250,00/Rp10,00). Apabila tambahan utang sebesar Rp2.000,00 dipakai untuk kembali membeli saham yang beredar, maka jumlah saham yang dapat dibeli adalah sebanyak 200 lembar (Rp2.000,00/Rp10,00). Dengan demikian setelah sebagian saham dibeli kembali, jumlah saham yang masih beredar sebanyak 225 lembar dengan nilai Rp2.750,00 atau harga per lembar saham sebesar Rp12,2. Dengan demikian, semakin banyak jumlah utang yang dipergunakan perusahaan, maka harga saham perusahaan juga meningkat. Secara grafik, hubungan antara struktur modal (B/S) dengan biaya modal perusahaan ( $k_o$ ), berdasarkan pendekatan laba bersih dapat digambarkan pada grafik berikut.

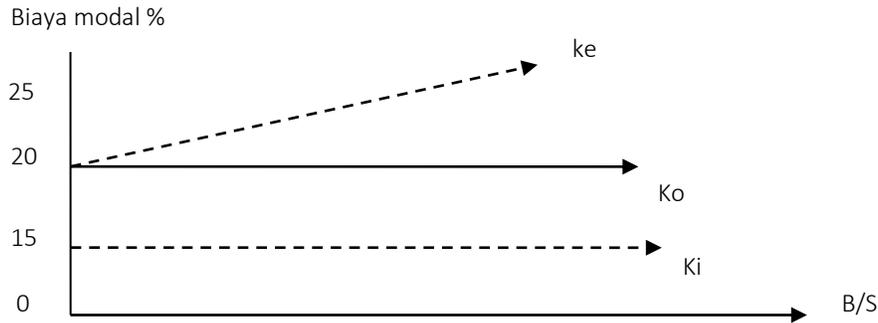
Gambar 6.1. Biaya Modal menurut Laba Bersih



### **PENDEKATAN LABA BERSIH OPERASI (NET OPERATING INCOME APPROACH)**

Pendekatan ini mengasumsikan biaya modal perusahaan ( $k_o$ ) tetap pada berbagai tingkat leverage. Menurut pendekatan laba bersih operasi berapapun jumlah utang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, nilai perusahaan tidak berubah. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian, harga saham perusahaan juga tidak berubah. Misalkan, harga saham mula-mula Rp10,00 dengan nilai pasar saham Rp4.000,00 berarti jumlah saham yang beredar adalah sebanyak 400 lembar saham. Dengan mempergunakan tambahan utang sebesar Rp2.000,00 dipakai untuk membeli kembali saham yang beredar, maka jumlah saham yang bisa dibeli sebanyak 200 lembar (Rp2.000/Rp10). Setelah saham dibeli kembali, maka jumlah saham yang masih beredar sebanyak 200 lembar dengan nilai sebesar Rp2.000, atau dengan kata lain harga sahamnya tetap sebesar Rp10, yaitu (Rp2.000/200). Apabila digambarkan secara grafik hubungan antara penggunaan utang dengan biaya modal, berdasarkan pendekatan laba bersih operasi tampak pada gambar berikut.

Gambar 6.2. Biaya Modal menurut Laba Bersih Operasi

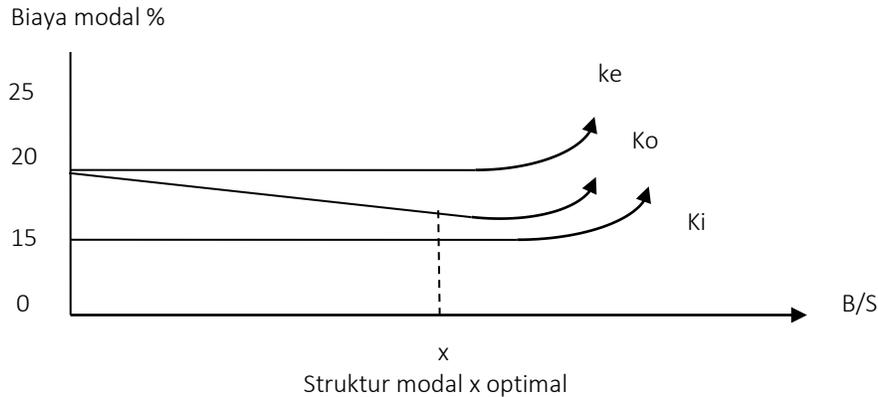


Pada gambar tersebut tampak bahwa berapapun jumlah utang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan tidak mempengaruhi biaya modal perusahaan ( $ko$ ). Sementara itu, biaya modal saham ( $ke$ ) meningkat dengan semakin banyaknya jumlah utang, hal ini terjadi karena risiko perusahaan semakin besar, sehingga pemegang saham menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Peningkatan biaya modal saham tidak mempengaruhi biaya modal perusahaan, karena proporsi penggunaan saham yang biaya modalnya meningkat dikurangi, sedangkan proporsi penggunaan utang yang biaya modalnya lebih rendah ditambah.

### **PENDEKATAN TRADISIONAL**

Pendekatan tradisional berpendapat ada struktur modal yang optimal dan perusahaan dapat meningkatkan nilai total perusahaan mempergunakan sejumlah utang (leverage keuangan) tertentu. Dengan mempergunakan utang yang semakin besar, pada mulanya perusahaan dapat menurunkan biaya modalnya ( $ko$ ) dan meningkatkan nilai perusahaan. Walaupun pemegang saham meningkatkan tingkat inflasi saham ( $ke$ ) karena meningkatnya risiko bagi pemegang saham, peningkatan tersebut tidak melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang yang biayanya ( $ki$ ) lebih murah. Namun demikian, penggunaan utang melampaui jumlah tertentu, mengakibatkan tingkat kapitalisasi saham meningkat melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang, sehingga biaya modal perusahaan naik. Meningkatnya biaya modal perusahaan semakin tinggi juga dipicu oleh terjadinya peningkatan biaya utang, karena risiko yang dihadapi oleh kreditur semakin besar sejalan dengan bertambahnya jumlah utang yang dipergunakan perusahaan. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal bisa diubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal. Secara grafik hubungan struktur modal dengan biaya modal berdasarkan pendekatan tradisional dapat digambarkan sebagai berikut.

Gambar 6.3. Biaya Modal menurut Laba Bersih Operasi



Ilustrasi berikut ini menggambarkan struktur modal menurut laba bersih operasi tersebut.

**Tabel 6.1. Nilai Perusahaan menurut Pendekatan Tradisional**

	A	B	C
Laba	100	100	100
Bunga	0	40	60
Laba tersedia untuk pemegang saham	100	60	40
ks	0,2	0,22	0,3
Vs	500	272,73	133,33
kb	0	0,15	0,25
Vb	0	266,67	240
WACC	0,2	0,1845	0,2679
Nilai total perusahaan (Vs + Vb)	500	539,4	373,33

Catatan:

ks = tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham

kb = tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang utang (tingkat bunga)

Vs = nilai pasar saham, Vb = nilai pasar utang

WACC = *weight average cost of capital* atau biaya modal rata-rata tertimbang

Misal ada tiga perusahaan. Perusahaan A tidak menggunakan utang, dan karena itu tidak membayarkan bunga. Tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham adalah 20%. Untuk perusahaan A, WACC adalah:

$$WACC_A = [ 500/(500) \times 20\% ] = 20\%$$

Karena tidak menggunakan utang, biaya modal rata-rata tertimbang adalah 20%, sama dengan biaya modal saham. Nilai perusahaan dengan demikian 500, yaitu  $100/0,2$ . Perusahaan B menggunakan utang sebesar 266,67. Dengan tingkat bunga (biaya modal utang) 15%, perusahaan membayarkan bunga 40. Biaya modal saham mengalami kenaikan menjadi 22%, karena risiko saham meningkat dengan dengan meningkatnya penggunaan utang (*laverage*). Biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan B adalah:

$$WACC_B = [266,67/(266,67 + 272,73) \times 15\%] + [272,73/(266,67 + 272,73) \times 20\%]$$

$$= 18,54\%$$

Biaya modal tersebut lebih kecil dibandingkan biaya modal perusahaan A. Nilai perusahaan B adalah  $272,73 + 266,67 = 539,40$ , yang lebih besar dibandingkan nilai perusahaan A. Penggunaan utang dengan demikian bisa meningkatkan nilai perusahaan.

Perusahaan C menggunakan utang yang lebih banyak lagi, yaitu sebesar 240. Karena utang menjadi semakin tinggi, biaya modal utang meningkat menjadi 25%. Untuk mencerminkan kenaikan risiko penggunaan utang yang semakin tinggi, biaya modal saham juga meningkat, dalam hal ini menjadi 30%. Biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan C adalah:

$$\begin{aligned} WACC_c &= [133,33/(133,33 + 240) \times 25\%] + [240/(133,33 + 240) \times 30\%] \\ &= 26,79\% \end{aligned}$$

Nilai total perusahaan C adalah  $133,33 + 240 = 373,33$ . Nilai perusahaan C lebih kecil dibandingkan dengan nilai perusahaan B. Penggunaan utang yang terlalu tinggi mengakibatkan nilai total perusahaan menurun. Gambar berikut ini menunjukkan pada tingkat utang tertentu, biaya modal rata-rata tertimbang menunjukkan angka paling rendah. Setelah itu, biaya modal tersebut semakin meningkat. Gambar tersebut menggambarkan penggunaan utang bisa mempengaruhi nilai perusahaan, yang berarti ada struktur modal yang optimal.

## **PENDEKATAN MODIGLIANI DAN MILLER (MM)**

Pada tahun 1950-an, dua orang ekonom menentang pandangan tradisional struktur modal. Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kemudian pada awal tahun 1960-an, kedua ekonom tersebut memasukkan faktor pajak ke dalam analisis mereka. Mereka sampai pada kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan tanpa utang. Kenaikan nilai tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak dari penggunaan utang. Bagian berikut ini membicarakan argumen kedua orang ekonom tersebut. Yang pertama, argumen tanpa pajak, kemudian disusul dengan argumen dengan pajak (Mamduh Hanafi, 2016). Modigliani Miller (MM), mendukung hubungan antara struktur modal dengan biaya modal sebagaimana yang dijelaskan berdasarkan pendekatan laba bersih operasi, yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi biaya modal perusahaan dan juga tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan. Melainkan dipengaruhi oleh investasi yang dilakukan perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Untuk mendukung pendapatnya tersebut, MM mengemukakan beberapa asumsi sebagai berikut:

1. Pasar modal sempurna;
2. Expected value dan distribusi probabilitas bagi semua investor sama;
3. Perusahaan dapat dikelompokkan dalam kelas risiko yang sama;
4. Tidak ada pajak pendapatan perusahaan.

Menurut MM, jika dua perusahaan sama dalam segala aspek kecuali struktur modalnya, maka kedua perusahaan tersebut harus mempunyai nilai total yang sama, jika tidak, akan terjadi proses arbitrage.

### **Proposisi Modigliani Miller Tanpa Pajak**

Modigliani Miller mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka:

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

Dengan asumsi-asumsi tersebut, Modigliani Miller (MM) mengajukan dua proposisi yang dikenal sebagai proposisi Modigliani Miller (MM) tanpa pajak.

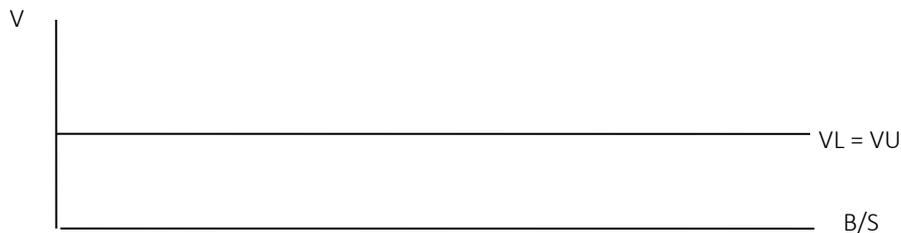
### 1. Proposisi 1 (Tanpa Pajak)

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

dimana  $V_L$  = nilai untuk perusahaan yang menggunakan utang (*value for leveraged companies*)  
 $V_U$  = nilai untuk perusahaan yang tidak menggunakan utang (100% saham, atau *values for unlevered companies*)

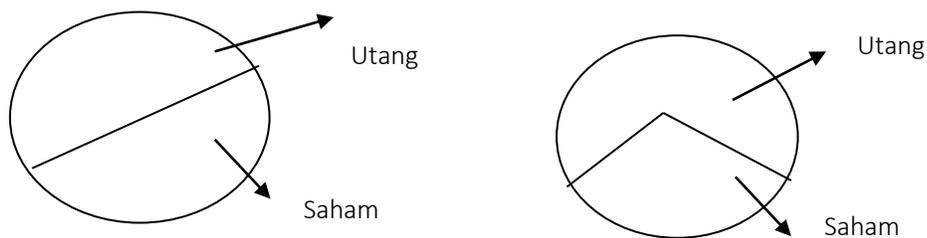
Dengan kata lain, dalam kondisi tanpa pajak, Modigliani dan Miller berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Tingkat keuntungan dan risiko usaha (keputusan investasi) yang akan mempengaruhi nilai perusahaan (bukannya keputusan pendanaan). Gambar berikut ini menggambarkan situasi tersebut.

Gambar 6.2. Nilai Perusahaan Menurut Modigliani Miller (Tanpa Pajak)



Argumen mereka bisa dan sering dianalogikan sebagai roti (*pie*) seperti berikut ini.

Gambar 6.3. Pendekatan Roti menurut Modigliani Miller (Tanpa Pajak)



Sumber: Mamduh Hanafi, 2016.

Dalam gambar tersebut, struktur modal hanya seperti memotong roti yang besarnya sudah ditentukan. Bagaimana cara memotong roti tersebut tidak akan mempengaruhi besar kecilnya roti tersebut. Jika ada dua perusahaan dengan struktur modal yang berbeda, tingkat keuntungan dan risiko keduanya sama, mempunyai nilai yang berbeda, maka akan terjadi proses arbitrase. Arbitrase tersebut akan terjadi sampai nilai kedua perusahaan tersebut sama.

Misalkan ada dua perusahaan yang mempunyai nilai yang berbeda karena struktur modalnya yang berbeda (diambil dari tabel di atas).

Tabel 6.2. Ilustrasi Arbitrase

	A	B
Laba	100	100
Bunga	0	40
Laba tersedia untuk pemegang saham	100	60
$k_s$	0,2	0,22
$V_s$	500	272,73
$k_b$	0	0,15
$V_b$	0	266,67
WACC	0,2	0,19
Nilai Perusahaan Total ( $V_s + V_b$ )	500	539,40

Menurut Modigliani-Miller, situasi diatas, dimana perusahaan A mempunyai nilai perusahaan sebesar 500 sementara perusahaan B mempunyai nilai sebesar 540, tidak akan terjadi. Proses arbitrase akan menghilangkan perbedaan harga tersebut. Arbitrase bisa dilakukan sebagai berikut ini.

Misal seorang investor mempunyai 10% saham perusahaan B. Penghasilan yang ia peroleh adalah  $10\% \times 60 = 6$ . Investor tersebut, dengan memegang saham perusahaan B, menanggung resiko utang sebesar  $10\% \times 267 = 26,7$ . Karena nilai perusahaan A dengan B berbeda, investor tersebut bisa melakukan langkah-langkah sebagai berikut ini dalam proses arbitrase tersebut.

1. Jual 10% saham B sebesar  $10\% \times 273 = 27,3$ . Dia akan memperoleh kas masuk sebesar 27,3.
2. Pinjaman sebesar 10% utang perusahaan B. Dia akan memperoleh kas masuk sebesar  $10\% \times 267 = 26,7$ .
3. Membeli 10% saham A sebesar  $10\% \times 500 = 50$ .

Perbandingan modal yang digunakan dan hasil yang diperoleh untuk kedua alternatif tersebut diringkaskan dalam tabel berikut ini.

Tabel 6.3. Proses Arbitrase

Alternatif 1: Investasi pada 10% Perusahaan B	Alternatif 2: Melakukan Proses Arbitrase
1. Modal yang diperlukan $10\% \times 273 = 27,3$	1. Modal yang diperlukan untuk Membeli 10% saham A = $10\% \times 500 = 50$ Pinjaman 10% utang perusahaan B = $10\% \times 267$ = <u>26,7</u> Kas yang dikeluarkan = 23,3
2. Penghasilan yang diperoleh	2. Penghasilan yang diperoleh dari

10% x 60 = 6	Investasi perusahaan A: 10% x 100 = 10 Bayar bunga: 15% x 26,7 = <u>4</u> 6
3. Risiko Menanggung 10% dari nilai utang perusahaan B sebesar 10% x 267 = 26,7	3. Risiko Menanggung utang sebesar 26,7 melalui pinjaman pribadi ( <i>home made leverage</i> )

Tabel 6.3. tersebut menunjukkan bahwa dua alternatif investasi tersebut menghasilkan keuntungan yang sama, dan juga mempunyai risiko yang sama. Tetapi modal yang dikeluarkan untuk alternatif 2 lebih kecil dibandingkan dengan modal untuk alternatif 1. Dengan perbedaan tersebut, investor akan memilih alternatif 2, yang berarti menjual saham A dan membeli saham B. Proses arbitrase semacam itu akan terus berlangsung sampai nilai perusahaan A dengan nilai perusahaan B sama. Pada situasi semacam itu proses arbitrase tidak menghasilkan keuntungan lagi.

Misal nilai perusahaan A menjadi 500, sedangkan nilai saham perusahaan B menjadi 300, sementara nilai utang perusahaan B menjadi 200. Nilai total perusahaan A sama dengan nilai total perusahaan B yaitu 500. Tabel berikut ini meringkaskan informasi tersebut.

**Tabel 6.4. Nilai Perusahaan Sama (Tidak Ada Arbitrase)**

	A	B
Laba	100	100
Bunga	0	40
Laba tersedia untuk pemegang saham	100	60
ks	0,2	0,2
Vs	500	300
kb	0	0,2
Vb	0	200
WACC	0,2	0,2
Nilai perusahaan Total (Vs + Vb)	500	500

Misal investor tersebut melakukan proses arbitrase yang sama dengan sebelumnya. Tabel berikut ini meringkaskan langkah dan perbandingan tingkat keuntungan dan risikonya.

**Tabel 6.5. Arbitrase Tidak Menghasilkan Keuntungan**

Alternatif 1: Investasi pada 10% perusahaan B	Alternatif 2: Melakukan Proses Arbitrase
1. Modal yang diperlukan 10% x 273 = 27,3	1. Modal yang diperlukan untuk Membeli 10% saham A = 10% x 500 = 50 Pinjaman 10% utang perusahaan B = 10% x 200 = <u>20</u> Kas yang Dikeluarkan = 30
2. Penghasilan yang diperoleh 10% x 60 = 6	2. Penghasilan yang diperoleh dari Investasi perusahaan A : 10% x 100 = 10 Bayar bunga: 20% x 200 = <u>4</u>

	Penghasilan yang diperoleh = 6
3. Risiko Menanggung 10% dari nilai utang perusahaan B sebesar $10\% \times 267 = 26,7$	3. Risiko Menanggung utang sebesar 20 melalui pinjaman pribadi ( <i>home made leverage</i> )

Keuntungan yang dia peroleh dari kedua alternatif (investasi pada 10% perusahaan B atau melakukan alternatif arbitrase) adalah sama yaitu 6. Risiko yang ditanggung untuk kedua alternatif tersebut juga sama, yaitu menanggung utang sebesar 20. Modal yang diperlukan juga sama, yaitu 30. Karena kedua alternatif tersebut menghasilkan tingkat keuntungan dan risiko yang sama. Maka tidak ada insentif untuk melakukan arbitrase.

## 2. Proposisi 2 (Tanpa Pajak)

Proposisi 2 menagtakan bahwa tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan yang menggunakan utang, naik proporsional terhadap peningkatan rasio utang dengan saham.

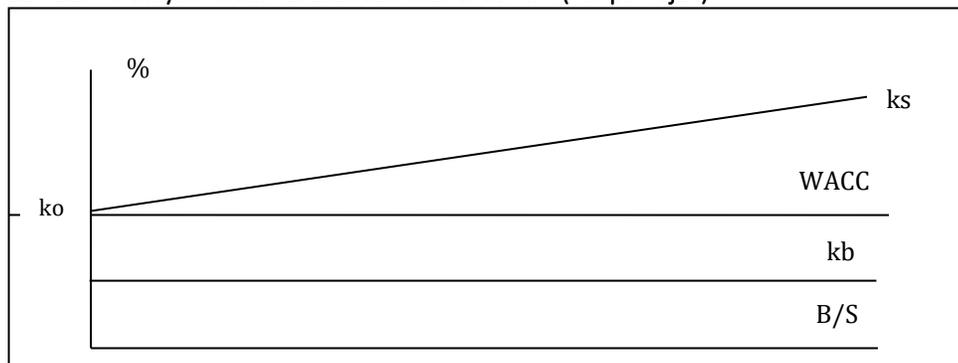
$$k_s = k_o + B/S (k_o - k_b) \quad (2)$$

dimana  $k_s$  = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham  
 $k_o$  = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham perusahaan tanpa utang  
 $B/S$  = rasio utang dengan saham  
 $k_b$  = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk utang (tingkat bunga)

Dengan menggunakan utang yang semakin banyak, perusahaan bisa menggunakan sumber modal yang lebih murah yang semakin besar. Penggunaan sumber modal yang murah semakin banyak akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan (WACC) tersebut, jika tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham ( $k_s$ ) konstan. Tetapi dengan semakin meningkatnya utang, tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham ( $k_s$ ) juga akan meningkat. Dua efek yang saling berlawanan tersebut menghasilkan biaya modal rata-rata tertimbang yang konstan. Hasilnya, nilai perusahaan akan konstan.

Gambar berikut ini menggambarkan situasi tersebut secara grafis.

Gambar 4. Biaya Modal Perusahaan menurut MM (Tanpa Pajak)



Gambar diatas menunjukkan  $k_b$  yang konstan. tetapi  $k_s$  menunjukkan peningkatan proporsional dnegan peningkatan rasio utang terhadap saham ( $B/S$ ). Hasilnya adalah WACC yang konstan.

Berikut ini contoh proposisi MM dalam angka. Misalkan tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham perusahaan tanpa utang ( $k_o$ ) adalah 15%. Nilai pasar saham dengan utang saham, yaitu masing-masing 4.000. Tingkat bunga ( $k_b$ ) adalah 10%. Biaya modal rata-rata tertimbang adalah 15%. Misalkan perusahaan meningkatkan utangnya menjadi 8.000, berapa biaya modal saham yang baru?

Biaya modal saham yang baru dihitung sebagai berikut ini.

$$\begin{aligned} k_s &= k_o + B/S (k_o - k_b) \\ k_s &= 15\% + (8.000/4.000) (15\% - 10\%) \\ &= 15\% + 10\% \\ &= 25\% \end{aligned}$$

Biaya modal rata-rata tertimbang yang baru adalah:

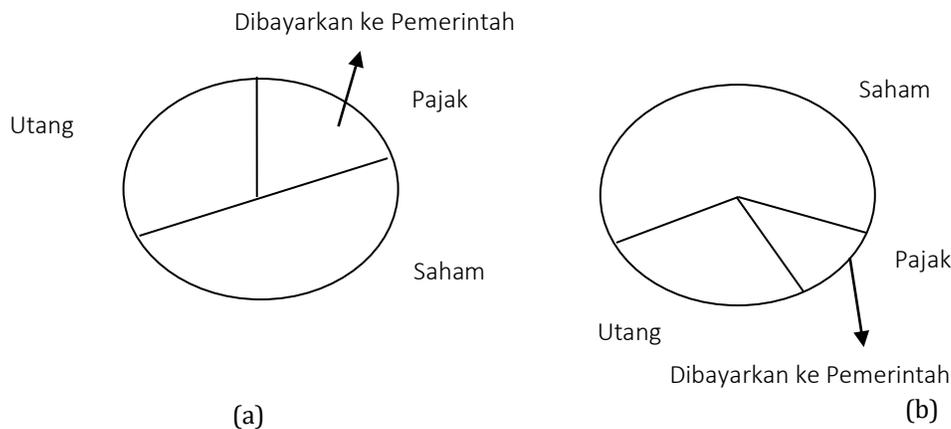
$$\begin{aligned} WACC &= (1/3) (25\%) + (2/3) (10\%) \\ &= 25/3 + 20/3 \\ &= 15\% \end{aligned}$$

Contoh tersebut menunjukkan biaya modal rata-rata tertimbang tetap sama meskipun struktur modal berubah-ubah. Dengan kata lain nilai perusahaan tetap sama.

### Proposisi Modigliani Miller Dengan Pajak

Dengan memasukkan pajak, MM menambah dimensi baru ke dalam analisis. Kembali pada ilustrasi roti (*pie*) di muka, dengan memasukkan pajak, kita akan melihat sebagai berikut ini.

Gambar 5. Pendekatan Roti menurut MM (dengan Pajak)



Terlihat bahwa roti tersebut dibagi ke dalam tiga bagian: saham, utang dan pajak. Pajak yang dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Utang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurangan pajak. Dalam gambaran (a), dimana utang yang

digunakan lebih sedikit, pajak yang dibayarkan menjadi lebih besar. karena aliran kas yang keluar (melalui pajak) semakin besar, roti yang tersisa menjadi semakin kecil. Gambar (b) menunjukkan penggunaan utang yang semakin besar. Pajak yang dibayarkan semakin kecil, yang berarti perusahaan bisa menghemat aliran kas keluar. Roti yang tersisa pada gambar (b) nampak lebih besar dibandingkan dengan roti yang tersisa pada gambar (a). Ilustrasi tersebut menunjukkan bahwa dengan memperhitungkan pajak, struktur odal bisa mempengaruhi nilai perusahaan.

### 1. Proposisi 1 (dengan Pajak)

Nilai perusahaan dengan utang akan sama dengan nilai perusahaan tanpa utang plus penghematan pajak karena bunga utang. Formula untuk pertanyaan tersebut ditulis berikut ini.

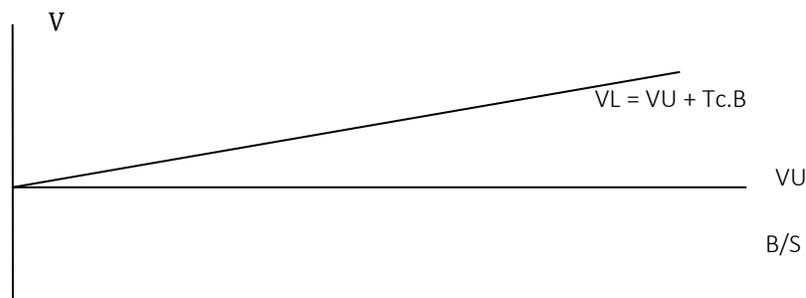
$$\begin{aligned}
 VL &= VU + TcB \\
 &= \frac{EBIT(1 - Tc)}{ko} + \frac{Tc.kb.B}{kb} \quad (3)
 \end{aligned}$$

dimana

- Tc = tingkat pajak (perusahaan)
- B = besarnya utang
- ks = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham
- kb = tingkat keuntungan utang (tingkat bunga)
- ko = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham perusahaan tanpa utang
- EBIT = *Earning Before Interest and Taxes* (pendapatan sebelum pajak dan bunga)

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

Gambar 6.6. Nilai Perusahaan menurut MM (dengan Pajak)



Nampak nilai perusahaan dengan utang meningkat proporsional dengan penggunaan utang. Nilai perusahaan akan terus meningkat tidak terbatas, sampai utang 100%. Tentu saja implikasi tersebut sangat ekstrem, mengingat dalam kenyataannya, tidak ada perusahaan yang mempunyai utang 100%. Gambar berikutnya akan menjelaskan lebih lanjut masalah tersebut.

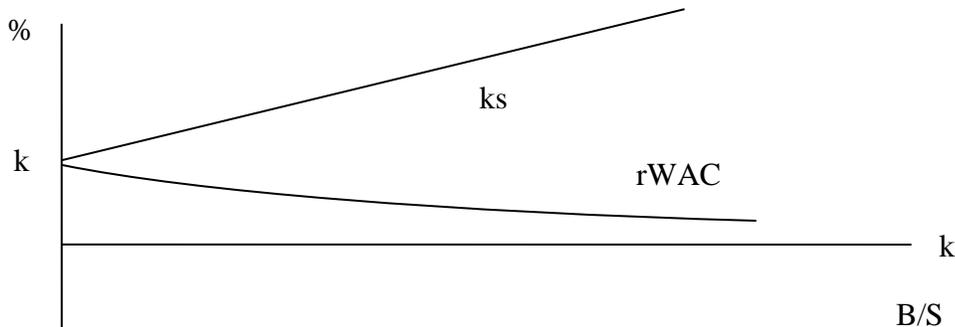
## 2. Proposisi 2 (dengan Pajak)

Proposisi 2 (dengan pajak) mengatakan bahwa biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya utang. Tetapi penghematan dari pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Pertanyaan tersebut bisa dituliskan ke dalam formula berikut ini.

$$k_s = k_o + \frac{B}{S} (1 - T_c) (k_o - k_b) \quad (4)$$

Formula tersebut mempunyai implikasi bahwa penggunaan utang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Tetapi penggunaan utang yang lebih banyak, yang berarti menggunakan modal yang lebih murah (karena biaya modal utang lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal saham), akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (meskipun biaya modal sahamnya meningkat). Gambar berikut ini menunjukkan ilustrasi proposisi MM dengan menggunakan pajak.

Gambar 6.7. Biaya Modal menurut MM (dengan Pajak)



Misalkan perusahaan U tidak menggunakan utang sama sekali (100% saham). U memperoleh pendapatan sebelum pajak dan bunga (EBIT) sebesar Rp10 juta. Tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham U ( $k_s$ ) adalah 20%. Jika pajak adalah 40%, nilai U bisa dihitung sebagai berikut.

$$V_U = \text{Rp}10 \text{ juta} (1 - 0,4) / 0,2 = \text{Rp}30 \text{ juta}$$

Karena perusahaan tidak menggunakan utang, maka WACC perusahaan tersebut sama dengan  $k_s$  yaitu 20%. Misalkan perusahaan tersebut memutuskan untuk menggunakan utang sebesar Rp20 juta dengan tingkat bunga 15%. Setelah menggunakan utang, nilai perusahaan tersebut menjadi:

$$\begin{aligned} V_L &= V_U + T_c \cdot B \\ &= \text{Rp}30 \text{ juta} + (0,4 \times \text{Rp}20 \text{ juta}) = \text{Rp}38 \text{ juta} \\ \text{Nilai saham} &= \text{Rp}38 \text{ juta} - \text{Rp}20 \text{ juta} = \text{Rp}18 \text{ juta}. \end{aligned}$$

Biaya modal pemegang saham setelah menggunakan utang bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\begin{aligned}k_s &= k_o + B/S (1 - T_c) (k_o - k_b) \\ &= 20 + (20/18) (0,6) (20 - 15) = 23,33\%\end{aligned}$$

Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) untuk perusahaan tersebut, setelah menggunakan utang, bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\begin{aligned}WACC &= [ \{B/(B + S)\} \times \{k_b (1 - T_c)\} ] + [ \{S/(B+S)\} \times k_s ] \\ &= [ (20/38) \times 15 (1 - 0,4) ] + [ (30/38) \times 23,33 ] \\ &= 15,79\%\end{aligned}$$

WACC setelah menggunakan utang lebih kecil dibandingkan dengan WACC jika perusahaan menggunakan 100% saham. Untuk mengecek konsistensi perhitungan, nilai perusahaan dengan utang dan nilai saham bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\begin{aligned}V_L &= EBIT (1 - T_c)/WACC \\ &= 10 \text{ juta} (1 - 0,4)/0,1579 \\ &= 38 \text{ juta} \\ V_s &= \text{Laba bersih untuk pemegang saham}/k_s \\ &= (EBIT - BUNGA - Pajak)/k_s \\ &= (10 \text{ juta} - (0,15 \times 20 \text{ juta}) - 2,8 \text{ juta}) / 0,2333 \\ &= 18 \text{ juta}\end{aligned}$$

Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan utang sebanyak-banyaknya (99%, sebagai contoh). Tetapi dalam kenyataan, tidak ada perusahaan yang mempunyai utang sebesar tersebut. Bagian berikut ini membicarakan isu tersebut lebih lanjut.

---

## **TEORI TRADE-OFF DALAM STRUKTUR MODAL**

Dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Sebagai contoh, semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar utang.

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

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

Dengan biaya kebangkrutan yang besar, proposisi MM dengan pajak bisa dimodifikasi sebagai berikut ini.

$$V_L = V_U + PV \text{ Penghematan Pajak} - PV \text{ Biaya Kebangkrutan}$$

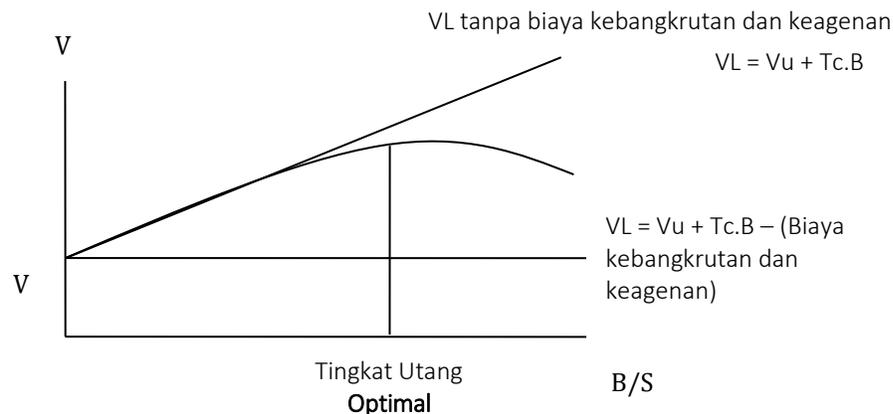
Perhatikan bahwa biaya kebangkrutan sampai tingkat utang tertentu akan lebih tinggi dibandingkan dengan PV Penghematan pajak. Nilai perusahaan akan mulai menurun pada titik tersebut.

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

$$V_L = V_U + PV \text{ Penghematan Pajak} - [PV \text{ Biaya Kebangkrutan} + PV \text{ Biaya Keagenan}]$$

Gambar berikut ini menggambarkan adanya *trade-off* antara penghematan pajak, biaya kebangkrutan, dan biaya keagenan.

Gambar 6.8. Nilai Perusahaan Menurut Pendekatan *Trade-Off*



Gambar tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan dagang utang akan semakin meningkat dengan meingkatkan utang. Tetapi nilai tersebut mulai menurun pada titik tertentu. Pada titik tersebut, tingkat utang merupakan tingkat yang optimal. Dengan demikian gabungan antara teori struktur modal Modigliani-Miller dengan memasukan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan mengindikasikan adanya *trade-off* antara penghematan pajak dari utang dengan biaya kebangkrutan. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori *trade-off* struktur modal, atau *static trade-off capital structure theory*.

Meskipun teori *trade-off* dalam struktur modal memberikan pandangan baru dalam struktur modal, tetap teori tersebut tidak memberikan formula yang pasti bisa memberi petunjuk berapa tingkat utang yang optimal. Dengan demikian,,

sampai saat ini teori belum berhasil memberikan penjelasan yang memuaskan mengenai tingkat utang yang ideal.

## **MODEL MILLER DENGAN PAJAK PERUSAHAAN DAN PERSONAL**

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

$$\text{Penghematan pajak} = VL - VU = t_c \cdot B$$

Miller sendiri kemudian mengembangkan model struktur modal dengan memasukkan pajak personal. Pemegang saham dan pemegang utang harus membayar pajak jika mereka menerima dividen (untuk pemegang saham) atau bunga (untuk pemegang utang). Menurut Miller, nilai perusahaan yang menggunakan utang, setelah memasukkan pajak personal adalah sebagai berikut ini.

$$VL = VU + \left\{ 1 - \frac{(1 - T_c)(1 - t_s)}{(1 - t_b)} \right\} B \quad (4)$$

dimana

VL	=	nilai perusahaan dengan utang
VU	=	nilai perusahaan tanpa utang
Tc	=	tingkat pajak perusahaan
ts	=	tingkat pajak pemegang saham (atas dividen dan <i>capital gain</i> )
tb	=	tingkat pajak untuk pemegang utang (atas bunga)
B	=	utang

Menurut model tersebut, tujuan yang ingin dicapai adalah, tidak hanya meminimalkan pajak perusahaan, tetapi meminimalkan total pajak yang harus dibayarkan (pajak perusahaan, pajak atas pemegang saham, dan pajak atas pemegang utang). Melihat persamaan diatas mempunyai beberapa implikasi. Jika  $(1 - t_b) = (1 - T_c)(1 - t_s)$ , maka persamaan diatas menjadi,

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

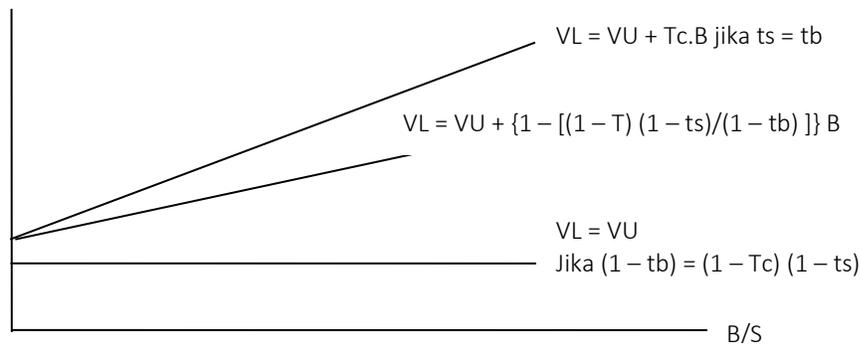
Dengan kata lain, pada kondisi tersebut, nilai perusahaan dengan utang sama dengan nilai perusahaan tanpa utang. Tidak ada penghematan pajak atas bunga utang. Pada situasi lain, di mana  $t_s = t_b$ , persamaan di atas menjadi,<sup>1</sup>

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

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

Dua situasi di atas merupakan situasi ekstrem. Pada situasi kebanyakan, nilai VL akan berada diantara nilai VU dan nilai  $VU + T_c \cdot B$ . Gambar berikut ini menunjukkan situasi tersebut.

Gambar 6.9. Nilai Perusahaan dengan Memasukkan Pajak Personal



<sup>1</sup> Jika  $t_s = t_b$ , maka persamaan di atas bisa ditulis:

$$V_L = V_U + \left\{ 1 - \left[ \frac{(1 - T_c)(1 - t_p)}{(1 - t_p)} \right] \right\} B$$

dimana  $t_p = t_s = t_b =$  tingkat pajak personal untuk term kedua dari persamaan di atas bisa disederhanakan menjadi berikut ini:

$$\left\{ \frac{(1 - T_c)(1 - t_p)}{(1 - T_c)(1 - t_p)} \left( \frac{(1 - T_c)(1 - t_p)}{(1 - T_c)(1 - t_p)} \right) \right\} B$$

$$\left\{ \frac{(1 - T_c - t + T_c \cdot t_p - \{1 - T_c - t_p + T_c + T_c^2 + T_c \cdot t_p - T_c^2 \cdot t\})}{(1 - T_c)(1 - t_p)} \right\} B$$

$$= \frac{(T_c - T_c^2 - T_c \cdot t_p - T_c^2 \cdot t_p)}{(1 - T_c - t + T_c \cdot t_p)} B$$

$$= (T_c(1 - T_c - t + T_c \cdot t_p) / (1 - T_c - t + T_c \cdot t_p)) B$$

$$= T_c \cdot B$$

Misalkan tingkat pajak atas saham sama dengan atas bunga, yaitu sebesar 30%. Tingkat pajak perusahaan adalah 40%. Penghematan pajak bisa dihitung menjadi:

$$\text{Penghematan Pajak} = \left\{ 1 - \left\{ \frac{(1 - 0,4)(1 - 0,3)}{(1 - 0,3)} \right\} \right\} B = 0,4 B$$

Penghematan tersebut sama dengan penghematan pajak, jika tidak ada pajak personal. Misalkan, karena realisasi capital gain bisa ditunda, sehingga

pajak bisa ditunda, maka ada kecenderungan pajak atas saham lebih rendah dibandingkan atas bunga. Misal  $t_s = 20\%$  dan  $t_b = 30\%$ , pajak perusahaan masih sama yaitu  $40\%$ . Penghematan pajak dalam situasi tersebut bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\text{Penghematan Pajak} = \left\{ 1 - \left( \frac{(1 - 0,4) (1 - 0,2)}{(1 - 0,3)} \right) \right\} B = 0,31 B$$

Nampak penghematan pajak menunjukkan penurunan, meskipun masih cukup substansial.

### **PECKING ORDER THEORY**

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

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

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau, kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.
3. Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
4. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Teori tersebut tidak mengindikasikan target struktur modal. Teori tersebut menjelaskan urutan pendanaan. Menurut teori ini, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Jika ada kesempatan investasi, maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut. Perusahaan akan mulai dengan dana internal dan sebagai pilihan terakhir adalah menerbitkan

saham. Disamping kebutuhan investasi, hal lain yang berkaitan adalah pembayaran dividen. Pembayaran dividen akan menyebabkan dana kas berkurang. Jika kas berkurang, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas baru. Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan lebih menyukai kebijakan dividen yang stabil, yaitu besarnya dividen tidak berubah-ubah.

Teori pecking order bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi.

## **TEORI ASIMETRI INFORMASI DAN SIGNALING**

Konsep sinyal (*signaling*) dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar (seperti investor). Karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dengan investor. Investor, yang merasa mempunyai informasi yang lebih sedikit, akan berusaha menginterpretasikan perilaku manajer. Dengan kata lain, perilaku manajer, termasuk dalam hal menentukan struktur modal, bisa dianggap sebagai signal oleh pihak luar (investor). Dua model asimetri dibicarakan berikut ini.

### **1. Myers dan Majluf (1977)**

Teori *Pecking Order* nampaknya 'sangat sesuai' dengan kenyataan empiris, tetapi teori tersebut pada awalnya kurang banyak dibicarakan dalam lingkungan akademis. Myers dan Majluf (1977) kemudian memberi justifikasi teoritis. Mereka membuat model asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar. Model mereka ingin menjelaskan fenomena menarik yang sering dijumpai, yaitu harga saham cenderung mengalami penurunan (koreksi) pada saat pengumuman penerbitan saham baru.

Menurut Myers dan Majluf (1977), ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar: manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Pada saat harga saham menunjukkan nilai yang terlalu tinggi (*overvalue*), manajer akan cenderung mengeluarkan saham (memanfaatkan harga yang terlalu tinggi). Tentunya pihak luar (pasar) tidak mau ditipu. Karena itu pada saat penerbitan saham baru diumumkan, harga akan jatuh karena pasar menginterpretasikan bahwa harga saham sudah *over value*. Teori tersebut bisa menjelaskan fenomena baru, yang sering dijumpai.

Jika harga saham jatuh cukup serius, maka pemegang saham lama akan dirugikan jika dilakukan penerbitan saham baru. Sebaliknya, pemegang saham baru yang akan diuntungkan karena bisa membeli saham dengan harga murah. Karena jatuhnya harga saham tersebut berkaitan dengan asimetri informasi, maka bisa dikatakan bahwa ada biaya asimetri informasi yang berkaitan dengan

penerbitan saham. Biaya tersebut akan semakin besar jika harga saham jatuh cukup signifikan.

Dibandingkan dengan saham, pengumuman penerbitan utang, menurut pengamatan, biasanya disertai dengan penurunan harga saham yang lebih kecil. Dilihat dari kerangka asimetri informasi, sekuritas utang mempunyai asimetri informasi yang lebih kecil dibandingkan dengan saham. Utang mempunyai pendapatan yang bersifat tetap (bunga utang), karena itu ketidakpastian pendapatan utang lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian saham. Asimetri informasi dari utang tidak sebesar asimetri untuk saham. Dengan kata lain biaya asimetri utang lebih kecil dibandingkan dengan biaya asimetri saham.

Karena biaya asimetri saham cenderung paling besar, manajer akan enggan untuk menerbitkan saham. Saham menjadi alternatif paling akhir dalam upaya mencari dana. Dana internal praktis bebas dari biaya asimetri informasi, karena itu data internal akan dipilih pertama kali jika perusahaan akan menerbitkan utang. Jika kebutuhan dana masih ada, maka langkah terakhir adalah menerbitkan saham.

Teori asimetri tersebut bisa digunakan untuk menjelaskan teori Pecking Order (perusahaan memilih dana internal, dan menggunakan penerbitan saham baru sebagai langkah terakhir). Dalam konteks asimetri informasi, preferensi penerbitan saham yang paling kecil (urutan paling rendah), disebabkan karena biaya asimetri saham adalah yang paling besar. Utang mempunyai biaya asimetri yang lebih rendah dibandingkan saham. Dana internal praktis terbebas dari biaya asimetri, karena itu dana internal mempunyai biaya asimetri paling kecil. Karenanya, urutan-urutan preferensi penggunaan dana berdasarkan biaya asimetri adalah: dana internal, utang, dan penerbitan saham. Dengan demikian model asimetri informasi bisa dipakai menjelaskan perilaku struktur modal.

## **2. Signaling (Ross, 1977)**

Ross (1977) mengembangkan model di mana struktur modal (penggunaan utang) merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Salah satu cara yang paling sederhana adalah dengan mengatakan secara langsung 'perusahaan kami mempunyai prospek yang baik'. Tentu saja investor tidak akan percaya begitu saja. Di samping itu, manajer ingin memberikan signal yang lebih dipercaya (*credible*). Manajer bisa menggunakan utang lebih banyak, sebagai signal yang lebih *credible*.

Jika utang meningkat, maka kemungkinan bangkrut akan semakin meningkat. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan 'terhukum', misal reputasi dia akan hancur dan tidak bisa dipercaya menjadi manajer lagi. Karena itu, perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau signal positif.

## TEORI LAINNYA

Disamping teori-teori struktur modal yang utama, seperti yang dijelaskan di muka, ada teori-teori lain yang berusaha menjelaskan struktur modal. Berikut ini teori-teori tersebut.

### 1. Pendekatan Teori Keagenan (*Agency Approach*)

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antara berbagai kelompok kepentingan (lihat bagian sebelumnya dalam kaitannya dengan teori *trade-off* dalam struktur modal). Sebagai contoh, pemegang saham dengan pemegang utang akan mempunyai konflik kepentingan. Pemegang saham dengan manajemen juga akan mengalami konflik kepentingan. Pada konflik yang pertama, jika utang mencapai jumlah yang signifikan dibandingkan dengan saham, maka pemegang saham akan tergoda melakukan substitusi aset. Dalam hal ini pemegang saham akan beroperasi dengan meningkatkan risiko perusahaan. Risiko perusahaan yang meningkat menguntungkan bagi pemegang saham karena kemungkinan memperoleh keuntungan yang tinggi akan semakin besar. Sebaliknya, hal tersebut bukan berita baik bagi pemegang utang. *Pay-off* pemegang utang akan tetap sebesar bunga yang dibayarkan, tidak peduli berapa besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan. Sebaliknya, pemegang saham memperoleh bagian terbesar jika keuntungan perusahaan meningkat. Jika terjadi kerugian, pemegang saham tidak terlalu merugi karena taruhannya dipertaruhkan (proporsi saham dipertaruhkan) tidak terlalu besar jika utang semakin banyak. Untuk mencegah situasi semacam itu, pemegang utang akan membebani bunga yang semakin tinggi dengan meningkatnya utang. Struktur modal dengan demikian merupakan kompromi antara kepentingan pemegang saham dengan pemegang utang.

Dalam situasi kedua, jika manajemen tidak mempunyai saham dipertaruhkan, maka keterlibatan manajer akan semakin berkurang. Dalam situasi tersebut manajer akan cenderung mengambil tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Ada konflik antara pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut bisa dipecahkan jika manajemen mempunyai saham 100% di perusahaan. Dalam situasi tersebut kepentingan manajer dengan pemegang saham akan menyatu. Dalam kenyataannya pemegang saham ingin berbagi risiko (agar risiko yang dihadapi tidak terlalu tinggi), dan akan terjadi kepemilikan manajemen yang parsial (tidak 100%). *Trade-off* semacam ini akan mengarah pada struktur modal yang optimal.

Erat kaitannya dengan konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep *free-cash flow* (Jensen, 1985). *Free-cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Karena perusahaan tidak mempunyai lagi kesempatan investasi yang menarik, *free-cash flow* sebaiknya dibagikan ke pemegang saham dan pemegang saham sendiri dibiarkan untuk menginvestasikan kelebihan tersebut. Tetapi ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free-cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Utang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan *free-cash flow* tersebut. Jika perusahaan menggunakan utang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga). Jika manajer tidak membayar bunga tersebut, manajer bisa mengalami kebangkrutan;

sesuatu yang ingin dihindari oleh manajer. Dengan demikian keputusan penggunaan utang bisa dilihat sebagai upaya untuk mengatasi konflik keagenan atas *free-cash flow*.

## **2. Pendekatan Interaksi Produk/Input dengan Pasar**

Model ini berangkat dari teori organisasi industri, dan relatif baru dibangun teori lainnya. Ada dua kategori dalam pendekatan ini: (1) Menjelaskan hubungan antara struktur modal perusahaan dengan strateg, dan (2) menjelaskan hubungan antara struktur modal dengan karakteristik produk atau input. Salah satu contoh pendekatan pertama adalah kesimpulan bahwa kepastian utang akan berhubungan positif dengan elastisitas permintaan dan negatif dengan *discount rate*. Oligopoli cenderung mempunyai utang yang lebih banyak dibandingkan dengan monopoli atau industri dengan persaingan sempurna. Untuk contoh pendekatan kedua, perusahaan yang memproduksi barang yang unik, atau membutuhkan reputasi khusus untuk memproduksi barang tersebut, diperkirakan mempunyai utang yang lebih kecil, faktor lain dianggap konstan. Perusahaan dengan serikat kerja yang kuat atau perusahaan dengan keterampilan karyawan yang mudah ditransfer, akan mempunyai utang yang lebih tinggi. Keterampilan yang mudah ditransfer juga konsisten dengan biaya kebangkrutan yang rendah. Karena itu keduanya mempunyai hubungan dengan struktur modal.

## **3. Kontes atas Pengendalian Perusahaan**

Pendekatan ini semakin memperoleh perhatian dengan semakin berkembangnya kegiatan pengambilalihan dan penggabungan bisnis serta restrukturisasi pada tahun 1980-an di AS. Beberapa penemuan pendekatan ini adalah perusahaan yang menjadi target (dalam pengambilalihan) akan meningkatkan tingkat utangnya, dan mengakibatkan kenaikan harga saham. Tingkat utang berhubungan negatif dengan kemungkinan sukses *tender offer* (penawaran terbuka pada proses pengambilalihan usaha). Premi yang dibayarkan ke pemegang saham perusahaan target (selisih antara harga yang dibayarkan dengan harga pasar saham) akan semakin besar jika perusahaan target mempunyai tingkat utang yang lebih tinggi. Perusahaan target yang mempunyai biaya yang tinggi untuk diambil alih, akan mempunyai tingkat utang yang lebih rendah, dan akan memperoleh premi yang lebih besar jika pengambilalihan terjadi. Perusahaan yang mempunyai potensi tinggi untuk diambil alih akan mempunyai tingkat utang yang tinggi.

---

## **RANGKUMAN**

Bab ini membicarakan struktur modal dengan sudut pandang konseptual. Lebih spesifik lagi, teori-teori struktur modal dibicarakan seperti teori Modigliani-Miller (MM) yang mengatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan, teori *pecking order* yang mengatakan bahwa penggunaan dana didasarkan pada urutan tertentu, dan teori keagenan yang mengatakan bahwa konflik keagenan yang akan menentukan penggunaan struktur utang tertentu. Teori MM merupakan teori yang paling klasik dan paling berpengaruh terhadap diskusi struktur modal selanjutnya, dan berharap teori keuangan perusahaan pada umumnya. Ada dua versi teori Modigliani-Miller : (1) tanpa pajak, dan (2) dengan pajak. Tanpa pajak, Modigliani-Miller berargumen bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan pajak, Modigliani-Miller berargu-

men nilai perusahaan dan utang sama dengan nilai perusahaan tanpa utang (100% saham) ditambah dengan penghematan pajak karena penggunaan utang (bunga bisa dipakai untuk mengurangi pajak). Bagian akhir membicarakan pengujian empiris untuk melihat teori mana yang paling baik menjelaskan fenomena struktur modal.

---

## **PERTANYAAN**

1. Jelaskan pendekatan tradisional untuk struktur modal!
2. Jelaskan argumentt Modigliani-Miller yang mengatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan!
3. Jelaskan proposisi 1 dan 2 MM (Modigliani-Miller) tanpa pajak! Apa kesimpulannya?
4. Jelaskan proposisi 1 dan 2 MM (Modigliani-Miller) dengan pajak! Apa kesimpulannya?
5. Jelaskan teori *trade-off* untuk struktur modal! Apa perbedaan dan persamaannya dengan teori tradisional?
6. Jelaskan apa yang dimaksud dengan *Pecking Order Theory* dalam struktur modal!
7. Hubungan *Pecking Order Theory* dengan teori asimetri informasi dalam struktur modal!
8. Jelaskan teori *signaling* dalam struktur modal!
9. Jelaskan teori-teori lain (selain MM, *Pecking Order*, dan *Signaling*) yang mencoba menjelaskan struktur modal!

---

## **LATIHAN**

### **Latihan 6.1.**

PT Sentosa memiliki modal yang keseluruhan merupakan saham biasa sebesar Rp1.000.000.000. Perusahaan merencanakan perluasan usaha dengan menambah modal sebesar Rp600.000.000. Kebutuhan dana tersebut dapat dipenuhi dengan tiga alternatif pembelanjaan sebagai berikut :

1. Mengeluarkan saham biasa 100% dengan nilai nominal Rp10.000 per lembar.
2. Mengeluarkan saham biasa 50% dengan nilai nominal Rp10.000 per lembar dan saham preferen 50% dengan dividen 17%.
3. Mengeluarkan saham biasa 50% dengan nilai nominal Rp10.000 per lembar saham dan obligasi 50% dengan tingkat bunga 19%.

Dengan perluasan usaha tersebut diharapkan PT Sentosa memperoleh laba usaha sebesar Rp120.000.000 dengan tingkat pajak 40%.

Diminta:

1. Alternatif mana yang anda pilih jika didasarkan pada kepentingan pemegang saham?
2. Berikan alasan mengapa alternatif tersebut Anda pilih.
3. Tentukan *break even financial leverage*.

### **Latihan 6.2.**

Beta saham untuk perusahaan Ninda adalah 1,29. PT Ninda memiliki rasio utang per modalnya sebesar 1.0. Return yang diharapkan pada pasar adalah 13%.

Tingkat risk-free adalah 7%. Biaya modal dalam bentuk utang adalah 7%. Tingkat pajak perusahaan adalah 35%.

1. Berapakah biaya modal PT.Nindya
2. Berapakah biaya modal rata-rata tertimbang PT Nindya?

**Latihan 6.3.**

Struktur modal untuk perusahaan Mendung adalah sebagai berikut. Perusahaan berencana untuk tetap mempertahankan struktur uangnya di masa mendatang. Jika perusahaan memiliki 5,5% biaya utang setelah pajak, 13,5% biaya saham preferen, dan 18% biaya saham biasa, berapakah WACC perusahaan?

Struktur Modal (Rp)	
Obligasi	Rp1.083.000
Saham preferen	Rp 268.000
Saham biasa	Rp3.681.000
Total	Rp5.032.000



# **KEBIJAKAN DIVIDEN**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Teori Kebijakan Deviden
2. Kebijakan Dividen Dalam Praktek
3. Pertimbangan Manajerial Dalam Menentukan *Dividen Pay Out Ratio*
4. *Stock Dividen*
5. *Stock Split*
6. *Repurchase Of Stock*

---

## **TEORI KEBIJAKAN DEVIDEN**

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan deviden adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya dimasa akan datang. Dalam bagian ini akan ditunjukkan bagaimana faktor-faktor tersebut berinteraksi dan mempengaruhi nilai perusahaan.

### **DEVIDEN ADALAH TIDAK RELEVAN**

Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa di dalam kondisi bahwa keputusan inves-tasi yang given, pembayaran deviden tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power*. Dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk deviden atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM membuktikan pendapatnya secara matematis dengan berbagai asumsi :

1. Pasar modal yang sempurna dimana semua investor bersikap rasional.
2. Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
3. Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi.
4. Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan.
5. Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi.

Hal yang penting dari pendapat MM adalah bahwa pengaruh pembayaran deviden terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana yang lain. Dalam kondisi keputusan investasi yang given, maka apabila perusahaan membagikan deviden kepada pemegang saham, perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran deviden tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran deviden akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru. Dengan demikian apakah laba yang diperoleh dibagikan sebagai deviden atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham.

Sekarang perhatikan model penilaian saham satu periode, harga saham pada awal periode ( $P_0$ ) tidak lain adalah sebesar nilai sekarang atau present value atas deviden yang dibayar akhir periode pertama ( $D_1$ ), ditambah dengan nilai sekarang harga saham diakhir periode pertama ( $P_1$ ).

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1 + K_e)^1}$$

Untuk menyederhanakan, angapan bahwa perusahaan saat ini dibiayai dengan 100% modal sendiri. Dengan demikian total nilai perusahaan tidak lain adalah sebesar harga saham dikalikan dengan jumlah lembar saham yang beredar ( $n$ ). Sehingga nilai perusahaan pada tahun Nol tampak dalam persamaan 11.2. misalkan sekarang perusahaan ingin mengeluarkan saham baru sebagai pengganti pembayaran deviden sebanyak ( $m$ ) lembar saham. Tentunya saham baru tersebut akan dijual pada tahun pertama  $t=1$  dengan harga jual sebesar  $P_1$

dengan memberikan total dana sebesar  $mP_1$ . Saham baru sebanyak ( $m$ ) tidak akan menerima deviden ( $D_1$ ). Jika persamaan di atas pembilangnya ditambah dan dikurangi dengan  $mP_1$  maka tidak akan berpengaruh nilai saham tersebut dan diperoleh persamaan berikut.

$$nP_o = \frac{nD_1 + nP_1}{(1 + k_e)^1}$$

$$nP_o = \frac{nD_1 + nP_1 + mP_1 - mP_1}{(1 + k_e)^1}$$

$$nP_o = \frac{nD_1 + (n + m)P_1 - mP_1}{(1 + K_e)^1}$$

Dengan demikian nilai perusahaan pada tahun ke nol ( $t=0$ ) adalah sebesar nilai sekurang total deviden yang dibayarkan pada tahun pertama ( $nD_1$ ), ditambah dengan nilai total nilai saham yang beredar pada tahun pertama  $(n+m)P_1$ , dikurangi dengan nilai total saham baru ( $mP_1$ ). Jika tidak ada utang, maka pada tahun pertama besarnya sumber dana ( $mP_1 + X$ ) harus sama dengan besarnya dengan penggunaan dana ( $I + nD_1$ ). Dimana  $I$  adalah kebutuhan dana untuk investasi dan  $X$  adalah laba bersih. Oleh karena itu ditambah dengan penjualan saham baru harus sama dengan investasi baru ditambah dengan pembayaran deviden atau total dana atas penjualan saham baru ditentukan oleh besarnya investasi.

$$mP_1 + X = I + nD_1$$

$$mP_1 = I + nD_1 - X$$

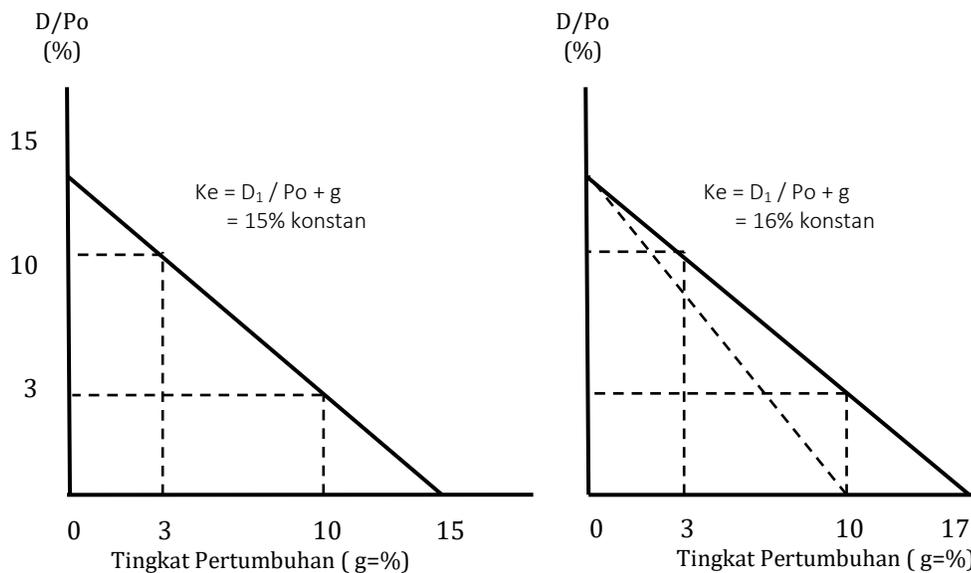
$$nP_o = \frac{nD_1 + (n + m)P_1 - (I + nD_1 - X)}{(1 + k_e)^1}$$

$$nP_o = \frac{(n + m)P_1 - I + X}{(1 + k_e)^1}$$

Dari persamaan di atas tidak ada lagi  $nD_1$ , maka pada tahun ke nol, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh deviden periode berikutnya. Besarnya pendapatan bersih ( $X$ ), investasi ( $I$ ), dan nilai saham pada akhir periode pertama  $[(n+m)P_1]$  tidak tergantung atas besarnya deviden periode pertama ( $D_1$ ). MM menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan deviden. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran deviden akan diimbangi dengan penurunan harga saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerimanya dalam bentuk *capital gain*. Kemakmuran pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan deviden saat ini maupun dimasa datang. Pemegang saham merasa *indifferent* atas kebijakan deviden.

### **BIRD-IN-THE HAND THEORY**

Salah satu asumsi dalam pendekatan Modigliani-Miller ini adalah bahwa kebijakan deviden tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor ( $K_e$ ). Sementara itu Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa  $K_e$  akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran deviden. Investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran deviden daripada menunggu *capital gain*. Coba perhatikan kembali bahwa dari tingkat keuntungan yang disyaratkan investor,  $K_e = D_1/P_0 + g$ ; unsur deviden yield ( $D_1/P_0$ ) lebih kecil risikonya jika dibanding dengan unsur pertumbuhan ( $g$ ) yang diharapkan.



Gambar 7.1. Hipotesis Modigliani-Miller dan Gordon-Lintner Tentang Kebijakan Dividen

Sementara itu MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis bahwa investor merasa sama saja apakah deviden saat ini atau menerima *capital gain* dimasa datang. Sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan ( $K_e$ ) tidak dipengaruhi oleh kebijakan deviden. Pendapat Gordon-Litner ini oleh Modigliani-Miller diberi nama *the-bird-in-the-hand fallacy*. Gordon Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Sementara itu MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkeinginan untuk menginvestasikan kembali deviden mereka di perusahaan yang sama atau sejenis dengan memiliki risiko yang sama, oleh sebab itu tingkat risiko pendapatan mereka dimasa datang bukannya ditentukan oleh kebijakan deviden, tetapi ditentukan oleh tingkat risiko investasi baru.

Gambar 7.1 menunjukkan dua pendekatan tersebut. Disebelah kanan MM beranggapan bahwa tingkat keuntungan yang disyaratkan investor,  $K_e = D_1/P_0 + g = 15\%$  adalah konstan terhadap setiap kebijakan deviden. Dalam kondisi keseimbangan semacam ini,  $K_e$  tidak mengalami perubahan apakah itu berasal dari deviden yield (garis vertikal) atau berasal dari *capital gains* yang diharapkan

(garis horizontal) atau kombinasi keduanya. Sedangkan Gordon mempunyai pendapat lain yang ditunjukkan oleh gambar disebelah kanan. Sedangkan Gordon berpendapat bahwa kemungkinan *capital gains* yang diharapkan adalah lebih besar risikonya dibanding dengan deviden yield yang pasti. Sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi dan semakin tinggi jika  $K_e$  di pergunakan untuk mensubsitusikan deviden. Sekali lagi Gordon berpendapat bahwa investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan *dividen yield*.

### **TAX DIFFERENTIAL THEORY**

Pertama harus disadari bahwa bagi investor yang dikenai pajak pendapatan per-seorangan, pendapatan yang relevan baginya adalah pendapatan setelah pajak. Dengan demikian tingkat keuntungan yang disyaratkan juga setelah pajak. Sekarang coba perhatikan kembali model penilaian saham dengan tingkat pertumbuhan yang konstan,  $K_e = D_1/P_o + g$ . Tingkat keuntungan yang diharapkan ( $K_e$ ) terdiri dari dua komponen yaitu deviden yield ditambah dengan capital gain yang diharapkan. Untuk memperoleh tingkat keuntungan setelah pajak yang diharapkan, kita harus menyesuaikan kedua komponen tersebut dengan pajak. Misalkan seorang investor berada dalam tingkat pajak pendapatan sebesar 28%. Investor tersebut dihadapkan dalam dua pilihan investasi, pertama saham dengan harga pasar ( $P_o$ )= Rp.100,- deviden tahun pertama ( $D_1$ )= Rp.12,- dan tingkat pertumbuhan ( $g$ )=3%. Pilihan kedua adalah saham dengan harga pasar ( $P_o$ )=Rp.100,- deviden tahun pertama ( $D_1$ )= Rp.4,- dan tingkat pertumbuhan 11%. Misalkan kedua saham tersebut hanya akan dimiliki selama satu tahun.

$$k_e = D_1 / P_o + g$$

$$k_e = 12 / Rp.100,- + 3\%$$

$$k_e = 15\%$$

$$k_e = D_1 / P_o + g$$

$$k_e = 4 / Rp.100,- + 11\%$$

$$k_e = 15\%$$

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas deviden, maka saham yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas deviden, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas deviden, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual sementara pajak atas deviden harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran deviden. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas deviden.

Dari kedua saham tersebut investor membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, tingkat keuntungan setelah pajak dapat ditentukan sebagai berikut :

$$k_e = \text{dividen yield (1 - T) + Capital gain yield (1 - T)}$$

$$k_e = 12\%(1 - 28\%) + 3\%(1 - 28\%)$$

$$k_e = 10.80\%$$

$$k_e = \text{dividen yield (1 - T) + Capital gain yield (1 - T)}$$

$$k_e = 4\%(1 - 28\%) + 11\%(1 - 28\%)$$

$$k_e = 10.80\%$$

Tetapi apabila investor membeli saham untuk selamanya maka tingkat keuntungan setelah pajak kedua saham tersebut adalah :

$$k_e = \text{dividen yield (1 - T) + Capital gain yield}$$

$$k_e = 12\%(1 - 28\%) + 3\%$$

$$k_e = 11,64\%$$

$$k_e = \text{dividen yield (1 - T) + Capital gain yield}$$

$$k_e = 4\%(1 - 28\%) + 11\%$$

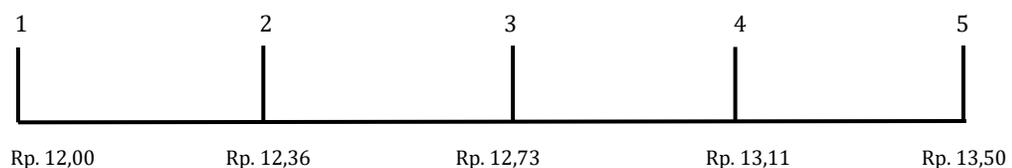
$$k_e = 13,88\%$$

Dalam praktek kita juga dapat mencari tingkat keuntungan yang di syaratkan investor jika periode investasinya antara satu dan tak terhingga. Misalkan untuk periode satu tahun hingga lima tahun, maka akan tampak seperti dalam tabel berikut ini:

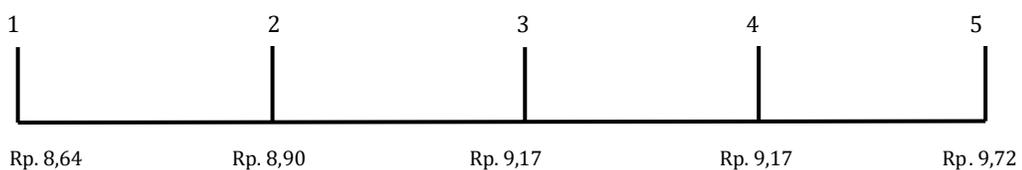
**Tabel 7.1.** Tingkat Keuntungan Setelah Pajak

Saham	Jangka Waktu Investasi					
	1 Tahun	2 Tahun	3 Tahun	4 Tahun	5 Tahun	Selamanya
A	10,80%	10,90%	10,95%	11,00%	11,05%	13,88%
B	10,80%	10,87%	10,90%	10,95%	11,02%	11,64%
Selisih	-	-	-	-	-	-

1. Deviden sebelum pajak :



2. Deviden setelah pajak, T = 28%



### 3. Capital gain setelah pajak

$P_{2AT} = P_0 (1+g)^2$  dimana  $P_{2AT}$  adalah harga saham akhir tahun kedua setelah pajak.  $P_{2AT} = \text{Rp.}100 (1+3\%)^2 = \text{Rp.} 106,09$ . Dengan demikian *capital gain* tahun kedua adalah Rp.6,09. Tarif pajak 28%, sehingga *capital gain* setelah pajak = Rp.4,38.  $P_{2AT} = \text{Rp.}104,38$ . Jadi aliran kas setelah pajak tahun pertama Rp.8,64,- dan sebesar (Rp.8,90 + Rp.104,38) di tahun kedua. Akhirnya dapat dicari tingkat keuntungan yang di harapkan atau  $IRR=Ke=10,80\%$ . Dengan cara yang sama dicari untuk tahun ke tiga hingga tahun ke lima; tentunya timbul selisih karena pembulatan.

Dari contoh tersebut tentunya investor lebih suka untuk menerima capital gain yang tinggi dibandingkan dengan dividen yang tinggi. Dengan kata lain investor menghendaki perusahaan untuk menahan laba setelah pajak dan dipergunakan untuk pembiayaan investasi daripada pembayaran dividen dalam bentuk kas. Untuk itu dapat disimpulkan bahwa investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividen yield* yang tinggi dari pada saham dengan *dividen yield* yang rendah. Oleh karenanya para akademis cenderung menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividen payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen. Pendapat kelompok ketiga ini ternyata bertentangan dengan pendapat Gordon sebelumnya. Dari ketiga pendekatan tersebut sementara dapat disimpulkan :

1. MM berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan bearti tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan ataupun biaya modal.
2. Gordon mempunyai pendapat lain bahwa dividen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan *capital gain*, sehingga gordon menyarankan perusahaan untuk menentukan *dividen payout ratio* atau bagian laba setelah pajak yang dibagikan dalam bentuk dividen yang tinggi dan menawarkan *dividen yield* yang tinggi untuk meminimumkan biaya modal-*the-bird-in-the-hand fallacy*.
3. Kelompok ketiga berpendapat bahwa dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi daripada capital gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividen yield* yang tinggi. Kelompok terakhir ini menyarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividen payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Ketiga pendapat tersebut memberikan kesimpulan yang saling bertentangan. Manajer keuangan kembali bertanya, lalu pendekatan mana yang seharusnya digunakan? paling tidak hingga saat ini terdapat dua study empiris untuk menguji hubungan antara kebijakan dividen dan tingkat keuntungan yang di syaratkan. Pertama untuk menguji pendekatan MM. Secara teoritis apabila dari sampel yang diambil ternyata hubungan antara kebijakan dividen yang berbeda dengan *dividen yield* dan tingkat pertumbuhan adalah negatif sempurna, berarti mendukung hipotesis MM. Tetapi jika ternyata slope garis regresi yang dihasilkan kurang minus satu atau seperti dalam gambar sebelah kanan, maka berarti mendukung pendekatan Gordon. Kemudian jika slope atau koefisien arah garis regresi ternyata negatif lebih besar lagi, misalnya minus satu setengah, bearti mendukung hipotesis kelompok ketiga.

Ternyata hasil study menunjukkan bahwa slope garis regresi yang dihasilkan berkisar antara minus satu. Ini berarti bahwa hipotesis MM benar dan menolak hipotesis Gordon dan kelompok ketiga. Tetapi perlu diingat, secara statistik dua asumsi penting untuk membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak relevan harus dipenuhi. Pertama, faktor lain selain kebijakan dividen harus konstan untuk setiap sampel. Asumsi kedua harus dapat diukur tingkat ketepatan dari tingkat pertumbuhan yang diharapkan atas sampel perusahaan. Sayangnya tidak satupun dari dua asumsi tersebut dapat dipenuhi karena sangat sulit menemukan perusahaan yang dalam praktik sama segalanya dan berbeda hanya kebijakan dividennya. Oleh karena itu tidak dapat ditentukan secara pasti pendekatan mana yang benar dan pendekatan mana yang salah. Dalam praktik manajer keuangan lebih mengetahui kondisi dan prospek perusahaan secara baik, sehingga lebih tahu berapa besar kecilnya laba setelah pajak yang akan dibagikan dalam bentuk dividen. Selanjutnya secara konsisten membuktikan kepada investor bahwa laba yang ditahan dipergunakan untuk membiayai investasi yang menguntungkan.

### ***INFORMATION CONTENT HYPOTHESIS***

Apabila diperhatikan kembali, MM berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan dengan mengasumsikan baik investor maupun manajer memiliki informasi yang sama atas kesempatan berbagai kesempatan investasi. Sehingga investor dan manajer memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan dan kebijakan dividen atau kebijakan distribusi pendapatan dimasa datang. Dalam kenyataannya manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibanding dengan investor atau pemegang saham, akibatnya investor menilai bahwa *capital gain* lebih berisiko dibandingkan dengan dividen dalam bentuk kas.

Dalam kenyataan yang sering terjadi bahwa pembayaran dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham sedangkan penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham. Kenyataan ini menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai pembayaran dividen daripada *capital gain*. Tetapi MM melihat kecenderungan ini dengan menyatakan bahwa karena perusahaan cenderung enggan untuk menurunkan tingkat dividen mereka. Sehingga perusahaan hanya akan meningkatkan dividen apabila prospek keuntungan dimasa datang lebih baik atau paling tidak stabil. MM selanjutnya berpendapat bahwa prospek perusahaan dimasa datang lebih baik. Selanjutnya penurunan dividen akan dilihat sebagai tanda bahwa prospek perusahaan menurun.

MM berkesimpulan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding dengan laba ditahan. Kenyataan bahwa harga saham berubah mengikuti perubahan dividen semata-mata karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman dividen. Sudah banyak penelitian dilakukan untuk menguji hipotesis ini, namun demikian hingga saat ini masih sulit untuk menentukan apakah perubahan harga saham yang mengikuti perubahan dividen disebabkan karena:

1. Kebijakan dividen dilihat sebagai tanda bagi investor disebut juga dengan *signaling effect*

2. Memang investor lebih menyukai dividen daripada capital gain disebut dengan *preference effect*
3. Kombinasi keduanya, ketidakjelasan ini menjadikan perhatian khusus untuk dilakukan studi secara mendalam.

### **CLIENTILE EFFECT**

Kita mengetahui bahwa terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingan. Ada investor yang lebih menyukai pendapatan saat ini dalam bentuk dividen seperti halnya individu yang sudah pensiun sehingga investor ini menghendaki perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi. Tetapi ada pula investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka, karena kelompok investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi.

Jika perusahaan menahan laba setelah pajak yang diperoleh, maka investor yang menyukai pembayaran dividen akan kecewa. Mereka memang akan menerima capital gain, tetapi untuk menginvestasikan kembali pendapatannya menghendaki perusahaan untuk membayar dividen yang rendah, karena bagi mereka pembayaran dividen yang besar berarti pajak yang harus dibayar juga semakin besar. Ini terjadi karena mungkin kenaikan dividen mengakibatkan kenaikan tarif pajak pendapatan sehingga pembayaran atas dividen tidak menguntungkan dibandingkan dengan kenaikan pajak yang harus dibayar. Dengan demikian paling tidak terdapat dua kelompok investor dengan kepentingan yang bertentangan.

Dengan adanya dua kelompok dari investor tersebut, perusahaan dapat menentukan kebijakan dividen yang oleh manajemen dianggap paling baik. Kemudian biarakan investor yang tidak menyukai kebijakan perusahaan, menjual saham mereka, dengan kata lain biar kan investor melakukan pemindahan investasi dari satu perusahaan ke perusahaan lain. Tetapi perlu diingat bahwa transaksi ini berlangsung secara tidak efisien karena adanya biaya transaksi dan pembayaran capital gain sebagai akibat penjualan saham. Oleh karena itu ada kecenderungan perusahaan untuk enggan melakukan perubahan kebijakan dividen. Karena perubahan kebijakan dividen mengakibatkan beberapa investor akan menjual sahamnya dan akibatnya akan menurunkan harga saham. Seperti halnya bidang yang lain, masih terdapat perbedaan pendapat tentang adanya perbedaan kepentingan ini dan tak satu kelompok pun yang dapat membuktikan kebenarannya.

Tidak jarang pula ada perusahaan yang membagikan dividen diikuti dengan penjualan obligasi. Ada dua hal penting dalam kebijakan semacam ini. Pertama, pembagian dividen tersebut digunakan untuk memberi sinyal ke pasar tentang prospek perusahaan. Harapannya adalah bahwa perusahaan kemudian dapat menjual obligasinya dengan harga yang lebih baik. Hal penting kedua adalah bahwa pembagian dividen itu bermaksud untuk mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham. Pemegang saham tidak ingin mengelola *cash flow* dalam jumlah yang besar. Apabila *free cashflow* dan laba tersebut dibagi sebagai dividen maka manajer terpaksa harus mencari perdanaan dari luar. Hal itu berarti bahwa manajer harus siap-siap untuk dievaluasi pihak eksternal dan secara tidak langsung akan memperkecil *agency conflict*.

## KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PRAKTEK

Apabila perusahaan mempertimbangkan akan menginvestasikan keuntungan yang diperoleh, sementara pemegang saham menghendaki untuk menerima dividen maka perusahaan harus mengeluarkan saham baru. Bagaimana pengaruh kedua alternatif tersebut ? misalkan Neraca sebuah perusahaan manufaktur:

PT Singlot  
Neraca 31 Desember 2020  
(dalam Rp.000,-)

Kas	Rp. 200.000,-	Modal sendiri	Rp. 2.000.000,-
Aktiva lain	1.800.000,-		
Total aktiva	Rp. 2.000.000,-	Total Passiva	Rp. 2.000.000,-

Andaikan terdapat kesempatan investasi yang memerlukan dana sebesar Rp.200.000. 000,- dan akan memberikan *net cash flow* setiap tahun sebesar Rp.50.000.000,- untuk selamanya. Biaya modal sendiri sebesar 20%. Apabila perusahaan tidak akan membagikan dividen maka perlu mengeluarkan saham baru. Dengan demikian neraca perusahaan menjadi :

PT Singlot  
Neraca 31 Desember 2020  
(dalam Rp.000,-)

Kas	Rp. 0,-	Modal sendiri	Rp. 2.050.000,-
Aktiva Lain	Rp. 1.800.000,-		
Investasi Baru	Rp. 250.000,-		
Total Aktiva	Rp.2.050.000,-	Total Passiva	Rp. 2.050.000,-

Karena laba yang diperoleh diinvestasi kembali maka kas menjadi Rp.0,-. Nilai investasi baru sebesar  $[Rp.50.000.000,-/20\%]=Rp.250.000.000,-$ . Maka nilai modal sendiri karena perusahaan memutuskan untuk tidak membagikan dividen menjadi sebesar Rp.2.050.000,-.

Seandainya perusahaan memutuskan untuk membagikan kas sebesar Rp.200.000. 000,- sebagai dividen, maka apabila akan melakukan investasi baru perusahaan harus mengeluarkan saham baru. Misalkan tidak ada *flotation cost*, maka perusahaan harus menerbitkan saham senilai Rp.200.000.000,-. Dengan demikian neraca perusahaan setelah emisi saham baru.

PT Singlot  
Neraca 31 Desember 2020  
(dalam Rp.000,-)

Kas	Rp. 0,-	Modal sendiri	Rp. 1.850.000,-
Aktiva Lain	1.800.000,-	Saham Baru	Rp. 200.000,-
Investasi baru	250.000,-		
Total Aktiva	Rp. 2.050.000,-	Total Passiva	Rp. 2.050.000,-

Apabila diputuskan untuk membagikan yang Rp.200.000.000,- maka hak pemegang saham lama hanya Rp.1.850.000.000,-. Kedua alternatif tersebut dalam kondisi tidak ada *flotation cost* akan sama saja, karena kekayaannya tidak berubah tetap sebesar Rp.2.050.000,- hanya bedanya yang Rp. 1.850.000,- tertanam di dalam perusahaan sedangkan Rp.200.000. 000,- sudah diambil.

Sekarang apabila ada *flotation cost* sebesar tiga persen, maka jumlah saham baru yang harus dikeluarkan adalah sebesar Rp.206.185.567,- dimana yang Rp.6.185.567,- merupakan *flotation cost*. Dengan demikian kekayaan pemegang saham lama hanya sebesar Rp.200.000. 000,- ditambah Rp.1.843.814.433,- sehingga dapat disimpulkan bahwa apabila ada *flotation cost*, maka emisi saham baru kurang baik dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap kekayaan pemilik perusahaan. Keadaan neraca setelah emisi saham baru menjadi:

PT Singolot  
Neraca 31 Desember 2020  
Setelah Emisi Saham dan Ada Flotation Cost

Kas	Rp. 0,-	Modal sendiri	Rp.1.843.814.433,-
AktivaLain	1.800.000.000,-	Saham Baru	206.185.567,-
Investasi Baru	250.000.000,-		
Total Aktiva	Rp.2.050.000.000,-	Total Passiva	Rp.2.050.000.000,-

## **PERTIMBANGAN MANAJERIAL DALAM MENENTUKAN DIVIDEN PAY OUT RATIO**

Pembicaraan kebijakan dividen sejauh ini hanya dari aspek terornya saja, tetapi belum melihat pertimbangan manajerial dalam praktik yang sesungguhnya. Berikut ini faktor-faktor yang sesungguhnya terjadi dan harus dianalisis dalam kaitannya dengan kebijakan dividen.

### **KEBUTUHAN DANA PERUSAHAAN**

Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal di masa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (skedul) pengurangan utang dan masih banyak lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen. Dalam pembicaraan sebelumnya mengenai kebijakan dividen menganggap bahwa kebijakan dividen yang diambil telah memperhatikan kebutuhan dana termasuk investasi yang *profitable*. Dengan anggapan semacam ini, kebijakan dividen yang ditempuh hanya memper timbangkan kelebihan dana di masa datang.

### **LIKUIDITAS**

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan *profitable* akan memerlukan dana yang

cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

Likuiditas perusahaan sangat besar pengaruhnya terhadap investasi perusahaan dan kebijakan pemenuhan dana. Keputusan investasi akan menentukan tingkat ekspansi dan kebutuhan dana perusahaan, sementara itu keputusan pembelanjaan (keputusan pemenuhan kebutuhan dana) akan menentukan pemilihan atas sumber dana untuk membiayai investasi tersebut.

### **KEMAMPUAN MEMINJAM**

Posisi likuiditas perusahaan dapat di atasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan meminjam dalam jangka pendek tersebut akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak dipasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah *establish* akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

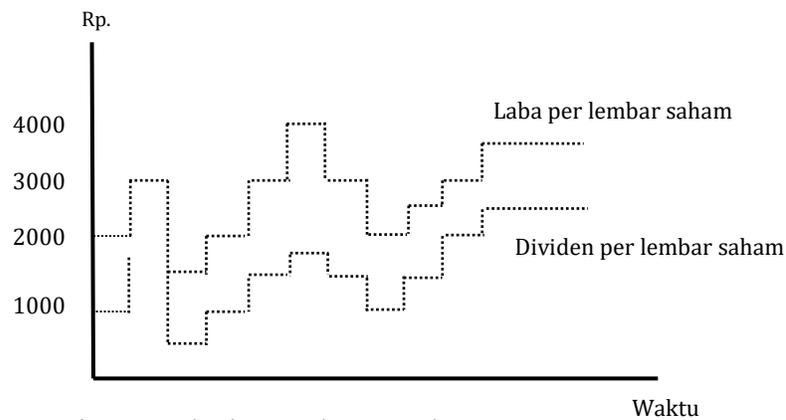
Dalam menentukan *dividen payout ratio* banyak perusahaan membandingkannya dengan industri, khususnya dengan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang sama. Meskipun belum tentu sama, namun akan lebih mudah untuk melihat posisi perusahaan dalam industri. Akhirnya perusahaan juga harus menilai pengaruh informasi atas dividen, apa yang diharapkan oleh investor? Dalam hal ini maka analisis surat berharga sangat membantu.

### **KEADAAN PEMEGANG SAHAM**

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high tax* dan lebih suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan dividen *pay out* yang rendah. Dengan *dividen payaout* yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang profitable. Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

### **STABILITAS DIVIDEN**

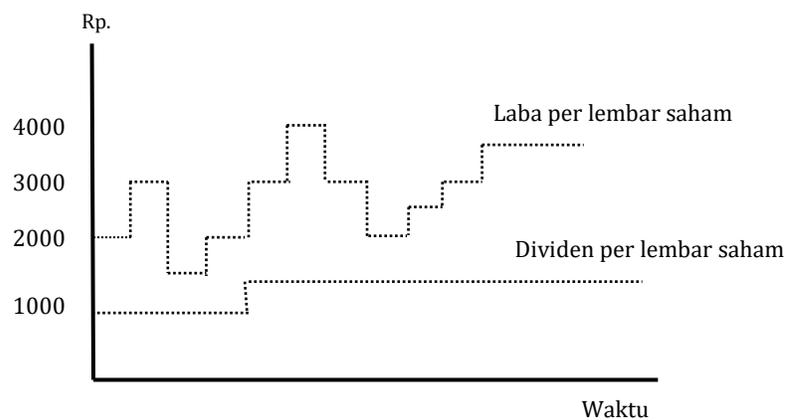
Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada dividen payout ratio yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang relatif lebih tinggi daripada saham yang membayar dividennya dalam persentase yang tetap terhadap laba.



Gambar 7.2. Kebijakan Dividen Perusahaan A

Misalkan perusahaan A memiliki dividen payout ratio jangka panjang sebesar 50 persen. Dan akan tetap membagikan dividen sebesar 50 persen tanpa memperhatikan bahwa laba yang diperoleh mengalami siklus, maka perusahaan A tersebut akan tampak dalam gambar 13.2. di lain pihak perusahaan B yang memiliki laba yang sama dengan perusahaan A dan mempunyai dividen payout ratio yang sama sebesar 50 persen tetapi juga menjaga stabilitas pembayaran dividennya. Kondisi perusahaan B tampak dalam gambar 7.3.

Dalam waktu jangka panjang, total dividen yang dibayarkan akan sama untuk kedua perusahaan A dan B. Namun demikian harga pasar saham perusahaan B akan lebih tinggi dibandingkan dengan harga pasar saham perusahaan A, dengan anggapan faktor lain sama. Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan dengan perusahaan yang membayarkan dividen tidak stabil. Dengan demikian kebijakan ini bukan hanya persentase tingkat dividen yang dibayarkan dalam hubungannya dengan laba tetapi juga bagaimana dividen yang benar-benar diterima itu dipertahankan.



Gambar 7.3. Kebijakan Dividen Perusahaan B

---

## STOCK DIVIDEN

*Stock dividen* adalah pembayaran tambahan saham (dividen dalam bentuk saham) kepada para pemegang saham. *Stock dividen* tidak lebih dari penyusutan kembali modal perusahaan (rekapitalisasi perusahaan), sedangkan proporsi kepemilikan tidak mengalami perubahan. Sebagai contoh misalkan PT Papua Lestari memiliki struktur modal sebagai berikut;

Saham biasa (nominal Rp.5000-6000 lembar)	Rp. 3.000.000.000,-
Capital Surplus	1.500.000.000,-
Laba ditahan	<u>7.500.000.000,-</u>
Modal sendiri	Rp. 12.000.000.000,-

Kemudian perusahaan menentukan *stock dividen* sebesar 50% maka akan ada tambahan saham sebesar 5% x 600.000 lembar atau sebesar 30.000 lembar. Dengan demikian untuk setiap 20 lembar saham akan mendapatkan tambahan satu lembar saham baru. Apabila harga saham adalah Rp.10.000,- maka setelah *stock dividen* neraca perusahaan akan menjadi :

Saham biasa (nominal Rp.5000-630.000 lembar)	Rp. 3.150.000.000,-
Capital surplus	1.650.000.000,-
Laba ditahan	<u>7.200.000.000,-</u>
Modal sendiri	Rp. 12.000.000.000,-

Karena ada *stock dividen* Rp.10.000,-x 30.000 lembar = Rp.300.000.000,- ditransfer dari laba ditahan ke dalam saham biasa dan capital surplus. Karena nilai nominalnya sama, kenai kan jumlah lembar saham tercermin dalam kenaikan saham biasa sebesar Rp.5.000,- x 30.000 lembar = Rp.150.000.000,- sedangkan Rp.150.000.000,- dimasukkan dalam *capital surplus*, dengan demikian modal sendiri tidak mengalami perubahan.

Bagi investor, dengan adanya *stock dividen* ini kama ia tidak memperoleh apa-apa kecuali tambahan saham. Demikian juga proporsi tingkat kepemilikan juga tidak mengalami perubahan. Apabila faktor lain tetap, maka penambahan jumlah lembar saham yang beredar akan mengakibatkan harga pasar saham akan turun, sehingga nilai keseluruhan bagi investor tidak mengalami perubahan. Misalkan seorang investor semula memiliki 100 lembar saham, harga pasarnya Rp.10.000,- maka nilai keseluruhan saham yang dimiliki adalah Rp.1.000.000,-. Setelah tingkat *stock dividen* maka nilai pasar akan turun sebesar Rp.10.000,-[1-100/105]= Rp.476,19,-. Dengan demikian nilai keseluruhan saham yang dimiliki adalah tidak memberikan pengaruh bagi kemakmuran pemegang saham.

Bagi investor apabila memerlukan dana dapat menjual tambahan saham yang diperoleh nya, dan seolah-olah saham yang dimiliki tidak berkurang. *Stock dividen* baru akan mampu meningkatkan kemakmuran pemegang saham Apabila perusahaan juga membayarkan dividen dalam bentuk kas. Sehingga pemegang saham selain mendapat tambahan lembar saham juga tetap mendapatkan *cash dividen*.

Tujuan perusahaan memberikan *stock dividen* adalah untuk menghemat kas karena ada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan, namun hal ini

akan mengakibatkan kekecewaan pemegang saham. Maka diperlukan informasi yang benar kepada pemegang saham, akan adanya kesempatan investasi dimasa datang. Kebijakan stock dividen yang tidak dapat dibenarkan apabila *stock dividen* digunakan untuk mengatasi kesulitan finansial, karena perusahaan tidak dapat memanipulasi investor yang akibatnya harga saham akan turun. Masalahnya yang penting adalah menyangkut biaya emisi saham yang mahal sehingga *stock dividen* perlu pertimbangan yang matang.

---

## **STOCK SPLIT**

*Stock split* adalah pemecahan nilai nominal saham ke dalam nilai nominal yang lebih kecil. Dengan demikian jumlah lembar saham yang beredar akan meningkat proporsional dengan penurunan nilai nominal saham. Tujuan stock split adalah untuk menempatkan harga pasar saham dalam *trading range* tertentu. Misalkan PT Papua Lestari menentukan *stock split* dari satu menjadi dua saham.

Saham biasa (nominal Rp.5000,-600.000 lembar)	Rp. 3.000.000.000,-
Capital Surplus	1.500.000.000,-
Laba ditahan	7.500.000.000,-
Modal sendiri	Rp. 12.000.000.000,-

Setelah stock split maka akan menjadi:

Saham biasa (nominal Rp.2.500,-1.200.000 lembar)	Rp. 3.000.000.000,-
Capital surplus	1.500.000.000,-
Laba ditahan	7.500.000.000,-
Modal sendiri	Rp. 12.000.000.000,-

Setelah stock split, maka nilai nominal saham berkurang dari Rp.5000,- per lembar menjadi Rp.2.500,- tetapi saham biasa *capital surplus* dan laba ditahan tidak mengalami perubahan. Investor yang semula memiliki 100 lembar saham setelah stock split jumlah lembar saham yang dimiliki menjadi 200 lembar, meskipun total nilainya tidak mengalami perubahan.

---

## **REPURCHASE OF STOCK**

Perusahaan sering melakukan pembelian kembali saham perusahaan karena perusahaan memiliki kelebihan kas, dan tidak ada kesempatan investasi yang menguntungkan. Alasan lain mungkin karena perusahaan akan melakukan penggabungan usaha dengan perusahaan lain. Dalam kondisi tidak ada kesempatan investasi yang *favourable*, maka pemberian dividen atau pembelian saham tidak ada dan biaya transaksi bagi investor akan sama saja. Dengan pembelian kembali maka jumlah lembar saham yang beredar akan berkurang dan dividen per lembar saham akan lebih besar akhirnya harga pasar saham akan meningkat.

Misalkan PT Papua Lestari memiliki laba dan harga pasar saham sebagai berikut:

Laba setelah pajak	Rp. 40.000.000,-
Jumlah aham beredar	500.000,-
Laba per lembar saham setelah dividen	80,-

Harga pasar saham setelah dividen	60,-
Price/earning ratio	12 kali

Misalkan perusahaan akan membagikan keuntungan sebesar Rp20.000.000,- sebagai pembayaran dividen dan pembelian kembali saham perusahaan. Maka dividen per lembar saham menjadi  $\text{Rp.20.000.000,-} / 500.000 = \text{Rp.40,-}$ . Dengan demikian investor berharap nilai saham sebelum dividen dibayarkan adalah sebesar Rp.1.000,-. Misalkan perusahaan akan membeli saham, dengan dana Rp.20.000.000,-/Rp.1.000,- = Rp.20.000 saham.

Dengan demikian, jumlah lembar saham yang beredar menjadi 480.000 lembar. Jadi keuntungan perlembar saham menjadi sebesar  $\text{Rp.40.000.000,-} / 480.000 = \text{Rp.83,33}$ .

Apabila *price earning ratio* perusahaan tidak berubah sebesar 12 kali, maka harga pasar saham secara keseluruhan tidak mengalami perubahan yakni sebesar  $\text{Rp.83,33} \times 12 = \text{Rp.1.000,-}$ . Dengan demikian yang diterima investor baik lewat pembagian dividen maupun pembelian kembali adalah sebesar Rp.40,-.

Untuk melakukan pembelian kembali ini dapat dilakukan dengan dua cara: pertama, perusahaan memberikan penawaran atau dengan cara membeli langsung di pasar. Dengan tender penawaran perusahaan membuat penawaran formal kepada pemegang saham untuk membeli sejumlah sahamnya pada tingkat harga tertentu. Cara lain adalah dengan membeli langsung di pasar modal dalam hal ini peran pialang, broker akan membantu. Sebagai imbalannya perusahaan memberikan *free* sebesar presentase tertentu. Sebelum perusahaan melakukan pembelian saham sebaiknya perusahaan memberikan informasi terlebih dahulu kepada pemegang saham mengenai tujuan dan alasan diadakannya pembelian kembali saham perusahaan.

### **KEUNTUNGAN DAN KELEMAHAN PEMBELIAN KEMBALI SAHAM (STOCK REPURCHASE)**

Pembelian kembali saham perusahaan memiliki beberapa keuntungan baik dari pemegang saham maupun dari manajemen. Keuntungan utama yang diperoleh atas pembelian saham adalah:

1. Pembelian kembali saham perusahaan dipandang sebagai indikasi bahwa saham dinilai terlalu rendah atau *undervalued*.
2. Pemegang saham memiliki pilihan untuk manual saham mereka atau tidak. Di lain pihak investor yang memerlukan uang kas dapat menjual saham mereka sedangkan yang tidak memerlukan uang kas dapat menahan sahamnya dengan harapan *capital gain* yang diperoleh dimasa datang lebih besar.
3. Dari pandangan manajemen pembelian kembali saham memberikan beberapa keuntungan. Seperti telah dijelaskan dibagian sebelumnya bahwa dividen bagi manajemen merupakan pilihan yang sulit. Karena manajemen enggan untuk menaikkan tingkat dividen dengan alasan mungkin sulit untuk mempertahankan tingkat dividen yang tinggi, ingat *signaling effect* yang menyatakan bahwa investor tidak menyukai penurunan dividen. Oleh sebab itu jika kelebihan aliran kas hanya bersifat sementara, akan lebih baik bagi manajemen mendistribusikan kelebihan aliran kas tersebut dalam bentuk pembelian kembali saham perusahaan daripada pembayaran dividen.

4. Pembelian kembali saham perusahaan juga merupakan satu cara praktis bagi manajemen untuk melakukan restrukturisasi keuangan perusahaan. Sebagai contoh sebuah perusahaan mungkin akan menjadi lebih baik apabila menggunakan utang lebih besar dalam struktur modalnya. Salah satu cara yang dapat ditempuh adalah dengan mengeluarkan obligasi kemudian melakukan pembelian kembali saham perusahaan dengan menggunakan dana yang berasal dari penjualan obligasi.

Tetapi perlu disadari bahwa pembelian kembali saham juga menimbulkan kerugian. Adapun kerugian yang ditimbulkan dari pembelian kembali saham antara lain :

1. Perusahaan mungkin membayar terlalu tinggi untuk pembelian kembali saham perusahaan, sehingga sangat merugikan pemegang saham yang memilih untuk tidak menjual sahamnya. Jika saham saat ini tidak begitu likuid dan perusahaan melakukan pembelian kembali saham dalam jumlah besar, maka harga saham akan cenderung turun setelah pembelian kembali saham ini.
2. Tidak semua pemegang saham mengetahui implikasi pembelian kembali saham perusahaan terutama menyangkut kondisi perusahaan saat ini dan prospeknya dimasa datang. Akibatnya tidak semua investor memperoleh manfaat atas pembelian kembali saham perusahaan.
3. Perusahaan semestinya akan dikenakan penalti jika ternyata pembelian kembali saham perusahaan dalam jumlah yang besar ini semata-mata dilakukan untuk menghindari pajak atas dividen.
4. Beberapa investor memandang bahwa pembelian kembali saham perusahaan merupakan indikasi bahwa perusahaan tidak memiliki pertumbuhan yang baik. Jika hal ini benar, maka pembelian kembali saham ini akan berakibat negatif terhadap harga saham. Namun demikian jika pembelian ini disebabkan karena tidak adanya kesempatan investasi, maka mungkin kebijakan ini memang lebih baik bagi manajemen dari pada membagikannya dalam bentuk dividen. Sehingga investor dapat melakukan investasi di kesempatan lain.

---

## **PERTANYAAN**

1. Modigliani-Miller dan Gordon Litner masing-masing memiliki pandangan yang kuat tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya modal perusahaan.
  - a. Jelaskan dua pendapat tersebut secara grafik dilengkapi dengan penjelasan secukupnya.
  - b. Pendapat mana yang secara statistik memiliki kelebihan ?
  - c. Jelaskan bagaimana MM menggunakan *information Content* untuk membantah pendapat penentangannya?
2. Sebagai seorang investor, apakah anda lebih menyukai investasi saham perusahaan yang memiliki payout ratio konstant, atau saham yang membayar dividen dalam jumlah yang semakin besar? Andaikan saudara sudah pensiun dan berumur enam puluh lima tahun, bagaimana jawaban anda ?
3. Apakah perbedaan antara pemecahan nilai saham atau stock split dengan pembayaran dividen dengan saham atau dividen? Manakah yang lebih baik?
4. Jelaskan apa yang dimaksud dengan *the-bird-in-the-hand theory*? Apa yang menjadi manfaat dan kelemahan pembelian kembali saham perusahaan?
5. Setelah pemecahan nilai saham lima-satu, perusahaan membayarkan dividen sebesar Rp.6,50,- per lembar saham yang telah mencerminkan kenaikan

sebesar 10 persen dari pembayaran dividen sebelum dilakukannya stock split. Berapakah besarnya dividen per lembar saham sebelum stock split?

6. Beta Tbk. Memperoleh laba bersih sebesar Rp.2 milyar dan memiliki 10 juta lembar saham beredar. Saham perusahaan saat ini diperjualbelikan dengan harga Rp.3.200,- per lembar. Perusahaan sedang mempertimbangkan menggunakan kas yang tersedia untuk membeli kembali saham perusahaan sebanyak 20% di pasar terbuka. Pembelian tersebut diharapkan tidak mempengaruhi *price earning ratio*. Bagaimana pengaruh *stock repurchase* terhadap harga saham perusahaan ?

---

## LATIHAN

### Latihan 7.1.

Saudara seorang investor, apakah saudara lebih menyukai investasi saham perusahaan yang memiliki pay out ratio konstan, atau saham yang membayar dividen dalam jumlah yang semakin besar.

### Latihan 7.2.

Apakah perbedaan antara pemecahan nilai saham atau stok splits dengan pembayaran dividen dengan saham atau stock dividend? Manakah yang lebih baik?

### Latihan 7.3.

Suatu perusahaan mempunyai usulan investasi sebagai berikut ini.

Usulan investasi	Cash outlay	Internal rate of return
A	3 juta	25%
B	2 juta	24
C	2 juta	23
D	2 juta	20
E	2 juta	18
F	3 juta	17
g	3 juta	15

Perusahaan mempunyai target utang 30%, dan saham 70%. Biaya modal rata-rata tertimbang adalah 21 %. Perusahaan memperoleh laba sebesar Rp12 juta.

1. Jika perusahaan menggunakan kebijakan dividen residual, berapa dividen yang akan dibagikan?
2. Jika perusahaan mempunyai biaya modal rata-rata tertimbang sebesar 19%, berapa dividen yang akan dibagikan?



# **MANAJEMEN MODAL KERJA**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pengertian Manajemen Modal Kerja
2. Utang Jangka Pendek
3. Penentuan Kebutuhan Modal Kerja
4. Anjak Piutang (*Factoring*)
5. Pihak-Pihak Yang Terlibat Dalam Anjak Piutang
6. Jasa-Jasa Anjak Piutang
7. Manfaat Anjak Piutang
8. Jenis Anjak Piutang
9. Pabrikasi International
10. Biaya Anjak Piutang
11. Penilaian Risiko Anjak Piutang
12. Konsep Modal Kerja Nol

---

## **PENGERTIAN MANAJEMEN MODAL KERJA**

Manajemen modal kerja berkepentingan terhadap keputusan investasi pada aktiva lancar dan utang lancar terutama mengenai bagaimana menggunakan dan komposisi keduanya akan mempengaruhi risiko. Modal kerja diperlukan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Ada dua pengertian modal kerja, yang pertama *gross working capital*, keseluruhan aktiva lancar, sementara pengertian *net working capital* adalah kelebihan aktiva lancar di atas utang lancar. Manajemen modal kerja yang efektif menjadi sangat penting bagi setiap pertumbuhan kelangsungan perusahaan dalam jangka panjang. Apabila perusahaan kekurangan modal kerja untuk memperluas penjualan dan meningkatkan produksinya, maka besar kemungkinannya akan kehilangan pendapatan dan keuntungan. Perusahaan yang tidak memiliki modal kerja yang cukup, tidak dapat membayar kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya dan akan menghadapi masalah likuiditas. Investasi modal kerja merupakan proses terus menerus selama perusahaan beroperasi, yang dipengaruhi oleh:

1. Tingkat investasi aktiva lancar perusahaan;
2. Proporsi utang jangka pendek yang digunakan;
3. Tingkat investasi pada setiap jenis aktiva lancar;
4. Sumber dana spesifik dan komposisi utang lancar yang harus di pertahankan.

Pada dasarnya modal kerja berbeda dengan aktiva tetap, hanya pada waktu yang diperlukan untuk memperbaharui aktiva tersebut atau dengan kata lain, aktiva tetap akan memerlukan waktu lebih dari satu periode atau satu tahun. Sedangkan investasi modal kerja biasanya akan berputar kurang dari satu periode normal operasi perusahaan. Siklus operasi perusahaan terdiri atas tiga kegiatan pokok: pengadaan bahan, proses produksi dan distribusi (penjualan). Aliran kas dalam kegiatan ini sering tidak sinkron, sering pengeluaran kas dilakukan jauh-jauh sebelum penerimaan kas, di samping itu juga penjualan dan biaya yang harus dikeluarkan sering tidak pasti. Oleh karena itu perusahaan memerlukan untuk menjaga modal kerja yang cukup.

Semakin lama periode antara saat pengeluaran kas sampai penerimaan kembali, maka kebutuhan modal kerja akan semakin besar. Periode itu bisa terjadi: pembayaran dimuka bahan baku → penerimaan bahan baku → bahan baku disimpan → proses produksi → disimpan sebelum dijual → dijual secara kredit → penerimaan kas kembali. Apabila rangkaian tersebut semakin panjang maka kebutuhan modal kerja menjadi semakin besar. Dengan demikian besar kecilnya modal kerja merupakan fungsi dari berbagai faktor seperti:

1. Jenis produk yang dibuat;
2. Jangka waktu siklus operasi;
3. Tingkat penjualan, semakin tinggi tingkat penjualan maka kebutuhan investasi pada persediaan juga akan semakin besar;
4. Kebijakan persediaan;
5. Kebijakan penjualan kredit;
6. Seberapa jauh efisiensi manajemen aktiva lancar.

---

## **UTANG JANGKA PENDEK**

Perusahaan tidak hanya berkepentingan mengenai tingkat aktiva lancar, tetapi juga penentuan proporsi utang jangka pendek dan panjang yang dipergunakan.

Keputusan ini menyangkut *trade-off* antara profitabilitas dan risiko. Utang jangka pendek biasanya akan jatuh tempo dalam waktu kurang dari satu tahun, sebaliknya utang jangka panjang akan jatuh tempo lebih dari satu tahun.

Utang jangka panjang lebih fleksibel jika dibandingkan dengan utang jangka pendek, tetapi sebagai konsekuensinya adalah bahwa biaya utang jangka panjang akan lebih besar dibandingkan dengan utang jangka pendek. Kebutuhan dana perusahaan meliputi investasi aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva lancar itu sendiri dapat dibagi menjadi dua kategori: (1) aktiva lancar permanen dan (2) aktiva lancar yang berfluktuasi. Fluktuasi aktiva dipengaruhi oleh faktor musiman atau siklus permintaan. Sebagai contoh, perusahaan investasi persediaan dalam jumlah besar pada masa puncak penjualan, sebaliknya akan pada masa-masa sepi.

Bagi manajer keuangan sangat penting untuk menganalisis berapa besar kebutuhan aktiva lancar yang sifatnya permanen dan yang berfluktuasi. Yang bersifat permanen, sebesar modal kerja minimum yang selalu harus ada selama satu tahun. Untuk kemudian memilih sumber dana untuk membiayai investasi itu baik aktiva lancar maupun aktiva tetap. Terdapat tiga alternatif pemenuhan kebutuhan dana dalam kaitannya dengan aktiva lancar: (1) *matching approach*, (2) *conservative approach*, dan (3) *aggressive approach*.

*Matching approach*, akan membiayai investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen dengan sumber dana jangka panjang, baik itu utang jangka panjang maupun modal sendiri. Hal ini dimaksudkan untuk menghindari risiko perusahaan apabila sumber dana jangka pendek, maka pada saat jatuh tempo perusahaan tidak dapat membayar kembali. Sedangkan *conservative approach*, akan membiayai investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen serta sebagian aktiva lancar yang berfluktuasi dengan utang jangka panjang atau modal sendiri. Proporsi utang jangka pendek dengan demikian akan lebih kecil dibandingkan dengan *matching approach*. Keputusan ini dimaksudkan untuk lebih memperkecil risiko meskipun akan memperkecil keuntungan yang diharapkan yang tersedia untuk pemegang saham karena biaya utang jangka panjang itu lebih besar dari biaya utang jangka pendek karena risiko dalam jangka panjang itu lebih besar daripada risiko jangka pendek yang relatif pasti lebih kecil.

Pendekatan agresif, adalah pendekatan dalam bentuk pemenuhan dana (*fund*) dengan menggunakan proporsi utang jangka pendek yang lebih besar, jika dibandingkan dengan pendekatan yang lain. Perusahaan yang menganut pendekatan ini akan memenuhi aktiva tetap dan sebagian aktiva lancar permanen dengan utang jangka panjang dan sebagian aktiva lancar permanen dan semua aktiva lancar variabel dengan utang jangka pendek. Oleh karena itu perusahaan yang menggunakan pendekatan ini menanggung pengembalian utang jangka pendek yang lebih besar, sehingga risiko fluktuasi bunga jangka pendek juga semakin besar tetapi dengan harapan bahwa laba yang diperoleh juga semakin besar dengan demikian akan memperkecil biaya utang jangka pendek.

Untuk memberikan ilustrasi ketiga pendekatan tersebut, misalkan sebuah perusahaan menggunakan ketiga alternatif seperti Tabel 7.1. Dari tampilan tabel tersebut tampak bahwa pendekatan agresif ternyata memberikan *return on equity* yang paling besar yakni sebesar 29,29%. Sementara itu pendekatan konservatif hanya sebesar 28,57%. Tetapi sebaliknya bahwa pendekatan agresif memiliki utang jangka pendek yang lebih besar dibandingkan pendekatan konservatif, yang memperbesar risiko, begitu juga dengan *net working capital* pendekatan agresif

adalah lebih rendah daripada pendekatan konservatif. Dengan demikian, maka profitabilitas dan risiko akan meningkat apabila proporsi utang jangka pendek juga meningkat.

**Tabel 7.1. Profitabilitas dan Risiko Tiga Alternatif Kebijakan Pemenuhan Kebutuhan Dana PT. Sentosa Komex (Rp 000,-)**

<b>PENDEKATAN</b>	<b>AGRESIF</b>	<b>MODERAT</b>	<b>KONSERVATIF</b>
Aktiva lancar (C/A) Aktiva tetap (F/A)	Rp 40.000,- 30.000,-	Rp 40.000,- 30.000,-	Rp 40.000,- 30.000,-
Total aktiva (T/A)	Rp 70.000,-	Rp 70.000,-	Rp 70.000,-
Utang lancar (C/L) 8%	Rp 30.000,-	Rp 22.000,-	Rp 10.000,-
Utang jangka panjang (LTD) Bunga 10%	12.000,-	22.000,-	32.000,-
Total utang (60% T/A) Modal saham	Rp 42.000,- 28.000,-	Rp 42.000,- 28.000,-	Rp 42.000,- 28.000,-
Total utang & modal Perkiraan penjualan Expected EBIT	Rp 70.000,- Rp 100.000,- 20.000,-	Rp 42.000,- Rp 100.000,- 20.000,-	Rp 42.000,- Rp 100.000,- 20.000,-
Dikurangi bunga: C/L 8% LTD 10%	Rp 2.400,- <u>Rp 1.200,-</u> Rp 3.600,-	Rp 1.600,- <u>Rp 2.200,-</u> Rp 3.800,-	Rp 800,- <u>Rp 3.200,-</u> Rp 4.000,-
Pendapatan kena pajak Dikurangi pajak 50%	Rp 16.400,- 8.200,-	Rp 16.200,- 8.100,-	Rp 16.000,- 8.000,-
Pendapatan setelah pajak Expected rate of return on equity	Rp 8.200,- 29,29%	Rp 8.100,- 28,93%	Rp 8.000,- 28,57%
Net working capital Current ratio	Rp 10.000,- 1,33	Rp 20.000,- 2,00	Rp 30.000,- 4,00

### **PENENTUAN KEBUTUHAN MODAL KERJA**

Pertanyaan yang muncul adalah berapa proporsi utang lancar dan utang jangka panjang yang optimal, maka jawabnya adalah tidak ada kombinasi utang jangka pendek dan utang jangka panjang yang optimal untuk semua perusahaan. Dalam memilih kebijakan pemenuhan dana yang akan memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham, manajer keuangan harus mempertimbangkan faktor lain seperti variabilitas dari penjualan, jumlah aliran kas yang akan mempengaruhi penilaian perusahaan. Dengan mengetahui adanya *trade-off* antara tingkat

profitabilitas dengan risiko untuk setiap alternatif pemenuhan kebutuhan dana maka manajer keuangan harus dapat mengambil keputusan yang terbaik dalam investasi modal kerja agar tujuan maksimasi kemakmuran pemegang saham dapat tercapai.

Terdapat beberapa metode yang biasa digunakan oleh perusahaan untuk menentukan besarnya kebutuhan modal kerja mereka seperti : (1) metode keterikatan dana, (2) metode perputaran modal kerja dan (3) metode aliran kas. Ketiga metode tersebut sengaja dijelaskan di dalam bab ini dengan harapan akan memberikan gambaran yang lebih mudah bagi para mahasiswa dan praktisi.

## **METODE KETERIKATAN DANA**

Untuk membahas metode ini akan lebih mudah dengan suatu contoh sederhana berikut ini. Misalkan Anda bermaksud mendirikan usaha pembuatan berbagai jenis roti di kota Anda. Setiap harinya diperlukan uang tunai untuk membeli bahan baku, membayar tenaga kerja dan pengeluaran tunai lainnya sebesar Rp 1.000.000,-. Roti hasil perusahaan dijual secara tunai dan dapat terjual seluruhnya pada hari itu juga dengan pendapatan Rp 1.100.000,-. Kemudian malam ia belanja lagi untuk membuat roti yang akan dijual esok harinya dengan pengeluaran yang sama sebesar Rp 1.000.000,- dikomsumsi untuk biaya hidup keluarga Anda. Apabila hal semacam ini berlangsung terus maka dengan mudah dapat dikatakan bahwa kebutuhan modal kerja Anda adalah sebesar Rp 1.000.000,-

Sekarang misalnya penjualannya dilakukan secara kredit selama 5 (lima) hari, artinya penjualan tanggal 1/1/20A baru akan diterima pembayarannya pada tanggal 6/1/20A, kemudian penjualan tanggal 2/1/20A baru akan diterima pembayarannya pada tanggal 7/1/20A dan seterusnya. Persoalan tersebut dapat disederhanakan seperti yang tampak pada bagan berikut ini. Pertanyaannya adalah berapa kebutuhan modal kerja Anda saat ini? Apakah Anda dapat menjaga kelangsungan usaha Anda dengan dana sebesar Rp 1.000.000,- seperti semula?

Dengan demikian Anda dari tanggal 1/1/20A sampai dengan tanggal 6/1/20A harus mengeluarkan uang tunai setiap hari sebesar Rp 1.000.000,- dan baru pada akhir tanggal 6/1/20A Anda menerima pembayaran atas penjualan tanggal 1/1/20A. Penerimaan akhir tanggal 6/1/20A dapat dipergunakan untuk membiayai usaha untuk tanggal 7/1/20A. Demikian proses itu berlangsung seterusnya. Dalam keadaan ini, maka kebutuhan modal kerja Anda adalah sebesar  $6 \times \text{Rp } 1.000.000,- = \text{Rp } 6.000.000,-$ . Dana sebesar Rp 6.000.000,- tersebut akan tertanam dalam kas atau persediaan sebesar Rp 1.000.000,- dan tertanam dalam piutang sebesar Rp 5.000.000,-.

Berikut contoh lain penentuan kebutuhan modal kerja yang lebih kompleks. Misalkan Anda bermaksud mendirikan sebuah perusahaan pembuatan sepatu, setiap hari memproduksi 1.000 pasang sepatu. Bahan kulit harus dibeli dengan cara membayar dimuka lima hari sebelum pesanan diterima, dengan harga Rp 2.000,- setiap kg. Untuk membuat sepasang sepatu diperlukan 2 kg kulit. Bahan penolong Rp 200,- upah seorang pekerja untuk membuat satu unit adalah Rp 1.000,-. Proses pembuatan sepatu tersebut memakan waktu 2 hari. Setelah selesai diibuat, terlebih dahulu sepatu tersebut disimpan selama satu minggu. Kemudian dijual dengan cara kredit selama 4 hari. Gaji staf setiap bulan Rp 1.500.000,- biaya overhead pabrik setiap bulan Rp 2.750.000,-. Biaya pemasaran setiap bulan sebesar Rp 1.400.000,- apabila satu bulan ada 25 hari kerja, dan kas minimal setiap

bulan ditentukan Rp 1.000.000,- berapakah kebutuhan modal kerja perusahaan tersebut.

Kebutuhan kas setiap hari:

Bahan baku	1.000 x 2 kg x Rp 2.000,-	=Rp 4.000.000,-
Bahan penolong	1.000 x Rp 200,-	= 200.000,-
Upah tenaga kerja	1.000 x Rp 1.000,-	= 1.000.000,-
Biaya overhead	Rp 2.750.000,-/25	= 110.000,-
Biaya pemasaran	Rp 1.400.000,-/25	= 56.000,-
Gaji staf	Rp 1.500.000,-/25	= <u>60.000,-</u>
Jumlah kebutuhan kas perhari		=Rp 5.426.000,-

Periode keterikatan dana pada:

Bahan baku kulit, bahan penolong:

Pembayaran di muka	= 5 hari
Proses produksi	= 2 hari
Disimpan di gudang	= 7 hari
Penjualan kredit	= <u>4 hari</u>
Lama keterikatan dana	=18 hari

Upah langsung, overhead pabrik, pemasaran:

Proses produksi	= 2 hari
Disimpan di gudang	= 7 hari
Penjualan kredit	= <u>4 hari</u>
Lama keterikatan dana	=13 hari

Kebutuhan modal kerja:

Bahan baku kulit	18 x Rp 4.000.000,-	=	Rp 72.000.000,-
Bahan penolong	18 x Rp 200.000,-	=	3.600.000,-
Biaya tenaga kerja	13 x Rp 1.000.000,-	=	13.000.000,-
Overhead pabrik	13 x Rp 110.000,-	=	1.430.000,-
Biaya pemasaran	13 x Rp 56.000,-	=	728.000,-
Gaji staf	13 x Rp 60.000,-	=	960.000,-
Persediaan kas minimal			<u>1.000.000,-</u>
Jumlah kebutuhan modal kerja		=	Rp 92.718.000,-

Dengan demikian tampak bahwa kebutuhan modal kerja perusahaan adalah sebesar Rp. 92.718.000,-

## **METODE PERPUTARAN MODAL KERJA**

Metode perputaran modal kerja ini berbeda dengan metode keterikatan dana, karena metode ini menentukan kebutuhan modal kerja dengan memperhatikan jumlah perputaran elemen pembentuk modal kerja itu sendiri seperti kas, piutang dan persediaan.

## **KEUNTUNGAN DAN KELEMAHAN PEMBIAYAAN JANGKA PENDEK**

Kebutuhan modal kerja dapat dipenuhi dengan tiga pendekatan: *maturity matching*, *aggressive* dan *conservative*. Ketiga pendekatan tersebut pada dasarnya membedakan modal kerja (*working capital*) menjadi dua komponen yaitu modal kerja yang berfluktuasi dan modal kerja permanen. Pendekatan yang agresif menggunakan utang jangka pendek yang lebih besar dibanding pendekatan konservatif. Sedangkan *maturity matching approach* terletak diantara dua pendekatan itu. Meskipun pendekatan utang jangka pendek lebih berisiko dibandingkan utang jangka panjang, tetapi penggunaan utang jangka pendek memiliki keuntungan, yaitu: kecepatan, fleksibilitas, biaya utang yang lebih rendah, risiko.

Dari segi kecepatan untuk memperoleh kebutuhan modal kerja, utang jangka pendek relatif lebih mudah dan cepat diperoleh daripada utang jangka panjang. Hal ini disebabkan karena kreditur enggan untuk memberikan pinjaman jangka panjang sebelum evaluasi keuangan secara cermat. Selain itu utang jangka pendek relatif fleksibel dibandingkan dengan utang jangka panjang. Banyak perusahaan enggan untuk mengambil utang jangka panjang karena tiga alasan: *flotation cost* yang tinggi, penalti akibat pelunasan yang lebih awal sangat tinggi, utang jangka panjang mengurangi kekuasaan manajemen dalam manuver dana.

Dalam kondisi normal, bunga utang jangka pendek akan lebih rendah daripada bunga utang jangka panjang. Ini erat kaitannya dengan tingkat risiko yang dihadapi oleh kreditur. Dengan demikian cukup rasional jika kreditur menghendaki keuntungan yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang mereka hadapi. Tetapi perlu di ingat bahwa penggunaan utang jangka pendek yang tidak hati-hati akan memberatkan perusahaan karena besar kemungkinan pada saat utang jatuh tempo, perusahaan tidak mampu membayar kembali. Dengan demikian untuk utang jangka pendek dalam jumlah besar akan memperburuk posisi keuangan perusahaan. Dalam praktek terdapat beragam sumber dana jangka pendek. Sumber dana tersebut mencakup: *accruals account*, utang dagang, utang bank, dan *commercial paper*.

## **ACCRUAL ACCOUNT, UTANG DAGANG DAN UTANG BANK**

Perusahaan biasanya membayar karyawannya mingguan, atau bulanan. Dengan demikian dalam neracanya akan tampak rekening upah sebagai utang gaji yang belum dibayarkan. Rekening ini akan meningkat secara otomatis jika kegiatan perusahaan juga meningkat. Jenis utang ini merupakan utang yang bebas bunga dalam arti perusahaan tidak perlu membayar bunga atas utang gaji. Bentuk kedua adalah perusahaan seringkali dapat membeli persediaan yang diperlukan secara kredit dari perusahaan lain. Utang dagang ini merupakan sumber dana jangka pendek yang terbesar, terutama untuk perusahaan besar yang bonafide. Sebagai contoh, perusahaan melakukan pembelian setiap hari Rp 100.000,- dengan syarat pembayaran net 30. Ini berarti perusahaan dapat membayar pada setiap akhir bulan. Dengan demikian secara keseluruhan perusahaan akan memiliki utang dagang sebesar tiga puluh kali pembelian harian atau sebesar Rp 3.000.000,-.

Tidak jarang perusahaan mendapat tawaran pembayaran kredit misalnya 2/10, net 30 dari suppliernya. Dengan syarat pembayaran semacam ini perusahaan akan memperoleh potongan dari harga jual sebesar 2 persen jika pembayaran dilakukan paling lambat pada hari kesepuluh dari pembayaran ini

perusahaan dilakukan paling lambat pada hari ke tiga puluh. Misalnya perusahaan komputer mendapat tawaran semacam itu dari suppliernya, ini berarti harga netonya adalah sebesar 98 persen. Jadi harga yang tertera adalah sebesar Rp 1.800.000,- maka harga netonya adalah Rp 1.764.000,-. Masalahnya sekarang haruskah perusahaan komputer tersebut mengambil kredit tersebut?

Andaikan perusahaan komputer tersebut membeli dari suppliernya setiap tahun sebesar Rp.720.000.000,- harga neto, atau sebesar Rp.720.000.000,-/360 = Rp.2.000. 000,- setiap hari. Jika perusahaan memutuskan membayar pada hari kesepuluh, berarti kredit (utang dagang) pada suppliernya adalah sebesar  $10 \times \text{Rp } 2.000.000,- = \text{Rp. } 20.000.000,-$ . Sekarang perusahaan memutuskan untuk membayar kreditnya pada hari ketiga puluh, maka perusahaan akan kehilangan kesempatan memperoleh potongan tunai; dan utang dagangnya akan meningkat menjadi  $30 \times \text{Rp } 2.000.000,- = \text{Rp. } 60.000.000,-$ . Dengan kata lain supplier memberi tambahan kredit kepada perusahaan sebesar Rp 40.000.000,-. Sehingga perusahaan dapat mempergunakan dana sebesar itu untuk meningkatkan persediaan atau bahkan dapat memberikan kredit kepada langganannya yang berarti akan meningkatkan jumlah piutang perusahaan.

### **COMMERCIAL PAPER ATAU FACTORING**

Sumber dana jangka pendek yang lain adalah *commercial paper*. *Commercial paper* adalah satu bentuk *promissory note* tanpa jaminan yang dikeluarkan perusahaan besar, profitable dan dijual kepada perusahaan lain seperti perusahaan asuransi, *pensions funds*, *money market mutual funds* dan kepada bank. *Commercial paper* ini pada umumnya dikeluarkan dalam satuan yang relatif besar dan dengan bunga yang lebih rendah dari pada *prime rate*. *Commercial paper* ini biasanya jatuh tempo dalam waktu satu hingga sembilan bulan. *Commercial paper* ini di beberapa negara maju mendapat penilaian atau ranking dari *rating agencies*. Setiap lembaga penilai mendasarkan pada standar penjualan yang berbeda. Namun demikian karena pada umumnya perusahaan yang menjual *commercial paper* adalah perusahaan solid, maka penilaian biasanya dititik beratkan pada aspek likuiditas.

---

### **ANJAK PIUTANG (FACTORING)**

Anjak piutang dapat didefinisikan sebagai suatu kontrak dimana perusahaan anjak piutang paling tidak menyediakan jasa-jasa pembiayaan, jasa pembukuan (*maintenance of accounts*), jasa penagihan piutang dan jasa perlindungan risiko kredit dan untuk itu klien berkewajiban kepada perusahaan anjak piutang untuk menjual atau menjaminkan piutang yang berasal dari penjualan produk. Sedangkan yang disebut perusahaan adalah suatu badan yang melakukan kegiatan pembiayaan dalam bentuk pembelian dan atau pengalihan serta pengurusan piutang atau tagihan jangka pendek perusahaan dari transaksi perdagangan dalam atau luar negeri. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kegiatan anjak piutang meliputi antara lain:

1. Pembelian dan atau pengalihan piutang jangka pendek dari transaksi perdagangan.
2. Administrasi penjualan kredit.
3. Penagihan piutang perusahaan klien.

Kegiatan anjak piutang pada dasarnya merupakan suatu proses pemberian kredit oleh perusahaan anjak piutang kepada supplier dengan cara membeli

piutang atau tagihan perusahaan supplier tersebut kepada nasabahnya. Proses pemberian kredit sesungguhnya terjadi antara supplier dengan pembeli (nasabah), hanya saja proses penagihan piutang dialihkan kepada pihak *faktor* yang sebelumnya telah mengambil alih hak penagihan dari supplier. Proses pembelian kredit dalam anjak piutang berbeda dengan kredit bank. Dalam dunia perbankan, pemberian kredit hanya melibatkan dua pihak yaitu pihak bank dan pihak debitur. Beberapa perbedaan lain antara kredit bank dengan anjak piutang antara lain:

1. Kredit bank dimulai dari timbulnya utang yang berasal dari mobilisasi dana yang di transformasikan menjadi aktiva produktif. Sebaliknya dengan anjak piutang, dimana aktiva produktif (yaitu tagihan) ditransformasikan kas pada saat jatuh tempo.
2. Kredit bank memberikan tambahan aktiva dalam bentuk kas kepada debitur. Sedangkan anjak piutang tidak memberikan tambahan kas dan hanya memperlancar arus kas dengan menggunakan piutang yang telah jatuh tempo.
3. Kredit bank hampir selalu dikaitkan dengan agunan, sedangkan pada anjak piutang agunan bukan merupakan sesuatu yang mutlak diperlukan.

## **PIHAK-PIHAK YANG TERLIBAT DALAM ANJAK PIUTANG**

Tiga partisipan utama dalam transaksi anjak piutang adalah perusahaan anjak piutang (*faktor*), klien (*supplier*) dan nasabah (*customer*) yang juga disebut sebagai debitur. Perusahaan anjak piutang atau faktor adalah perusahaan yang menawarkan jasa anjak piutang. Klien adalah pihak yang menggunakan jasa perusahaan anjak piutang. Sedangkan nasabah adalah pihak-pihak yang telah mengadakan transaksi dengan klien. Gambar 15.1. dan 15.2. menjelaskan hubungan antara partisipan kegiatan anjak piutang ini.

Penyerahan Barang			
SUPPLIER (PENJUAL)		Pengiriman faktur	NASABAH (PEMBELI)
		Pembayaran	

**Gambar 7.1.** Transaksi Tradisional (Tanpa Jasa Anjak Piutang)

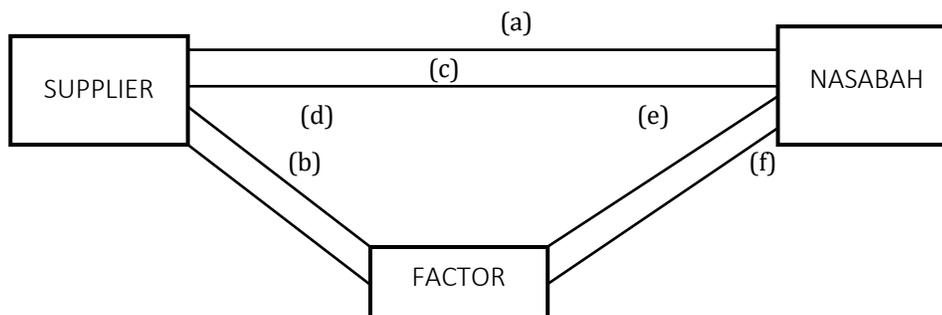


**Gambar 7.2.** Transaksi Antara Pihak-pihak yang Terlibat Dalam Anjak Piutang

Peranan faktor dalam hubungannya dengan supplier dan pembeli (debitur), seperti yang terlihat pada Gambar 7.2 antara lain dengan mengambil alih fungsi pengelolaan penjualan kredit perusahaan supplier, terutama perusahaan-perusahaan baru yang sedang mulai melakukan ekspansi. Dengan pengalihan ini, perusahaan supplier dapat lebih berkonsentrasi pada kegiatan pemasaran. Pada bagian berikut akan dijelaskan beberapa jenis mekanisme hubungan antara para partisipan anjak piutang, yaitu *disclosed factoring*, *undisclosed factoring*, *recourse factoring* dan *nonrecourse factoring*.

### **DISCLOSED (WITH NOTIFICATION) FACTORING**

Dalam *disclosed factoring*, penjualan atau penyerahan perusahaan supplier kepada perusahaan anjak piutang dilakukan dengan sepengetahuan pihak nasabah atau debitur. Dengan demikian apabila piutang tersebut jatuh tempo, perusahaan anjak piutang memiliki hak untuk menagih pada nasabah. Mekanisme *disclosed factoring* ditunjukkan pada Gambar 7.3.



**Gambar 73.** Mekanisme Disclosed Factoring

Keterangan gambar:

- a) Supplier melakukan penjualan secara kredit kepada nasabah.
- b) Pembuatan kontrak anjak piutang antara supplier dengan factor yang disertai dengan penyerahan faktur dan berbagai dokumen terkait.
- c) Supplier memberitahukan tentang kontrak anjak piutang kepada nasabah.
- d) Factor melakukan pembayaran kepada supplier. Besarnya pembayaran tersebut berkisar sampai dengan 80% dari total nilai faktur. Sisanya akan dibayar bila telah dilakukan pelunasan secara penuh oleh nasabah.
- e) Proses penagihan oleh faktor.
- f) Nasabah melakukan pembayaran (pelunasan) utang kreditnya kepada faktor.

### **UNDISCLOSED (WITHOUT NOTIFICATION) FACTORING**

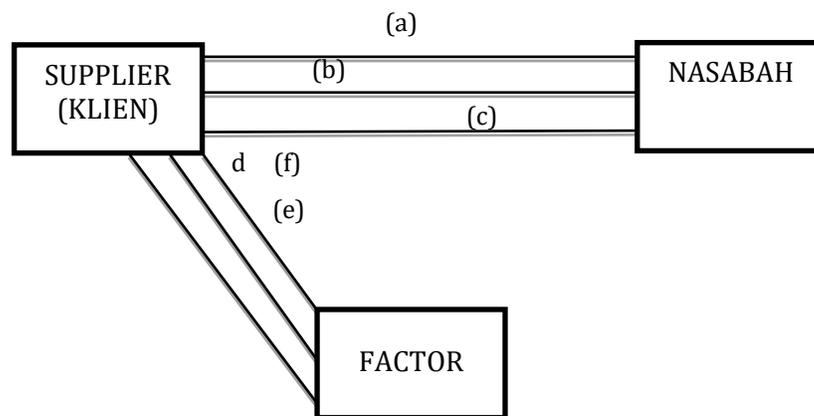
Dalam *undisclosed factoring*, transaksi penjualan atau penyerahan piutang milik perusahaan supplier kepada faktor dilakukan tanpa pemberitahuan atau notifikasi kepada nasabah. Adapun mekanisme *undisclosed factoring* ditunjukkan pada Gambar 7.4.

### **RECOURSE (WITH RECOURSE) FACTORING**

Dalam mekanisme *recourse factoring*, risiko kredit yaitu tidak terbayarnya piutang ditanggung oleh klien. Dengan demikian, pihak factor akan mengembalikan pengelolaan piutang kepada klien apabila nasabah tidak dapat atau tidak mau melunasi utangnya.

### **NONRECOURSE (WITHOUT RECOURSE) FACTORING**

Dalam mekanisme *nonrecourse factoring* pihak faktor berperan dalam mengurangi risiko kredit yang ditanggung klien. Biasanya perusahaan anjak piutang bersedia menanggung risiko tidak terbayarnya piutang oleh perusahaan nasabah yang mengalami kesulitan keuangan.



Gambar 7.4. Mekanisme Undisclosed Anjak Piutang

Keterangan gambar:

- Supplier (klien) melakukan penjualan secara kredit kepada nasabah.
- Klien menyerahkan faktur kepada nasabah tanpa memberitahukan kontrak anjak piutang.
- Klien menyerahkan salinan faktur kepada perusahaan anjak piutang.
- Factor melakukan pembayaran di muka kepada klien. Sisa pembayaran akan dilaksanakan pada saat nasabah melunasi utangnya.
- Nasabah melakukan pelunasan utang kreditnya langsung kepada klien.
- Klien menyampaikan pembayaran yang dimaksud pada (e) kepada factor, yang kemudian akan melakukan pelunasan sisa pembayaran klien.

---

## **JASA-JASA ANJAK PIUTANG**

### **JASA PEMBIAYAAN**

Perusahaan anjak piutang dalam memberikan jasa pembiayaan dapat dilakukan dengan cara menyediakan pembiayaan di muka atau *prefinancing* yang besarnya sekitar 60 – 80% dari total piutang setelah dilakukan kontrak *anjak piutang* dan penyerahan bukti-bukti penjualan barang. Jika kontrak atau transaksi ini berupa *with recourse factoring* maka risiko terjadinya kemacetan atau piutang (tagihan) ditanggung klien atau supplier. Sedangkan jika kontrak *without recourse factoring*

maka perusahaan anjak piutanglah yang akan mengambil risiko kemacetan piutang. Untuk memutuskan dasar transaksi yang akan dipilih (apakah *with recourse* atau *without recourse*), perusahaan anjak piutang perlu memperhatikan dan juga mempertimbangkan potensi risiko yang dihadapi nasabah (*customer*). Jika terdapat adanya kemungkinan yang besar bahwa akan terjadi piutang macet maka perusahaan anjak piutang sebaiknya hanya bersedia melakukan kontrak atas dasar *with recourse factoring*.

## **JASA NONPEMBIAYAAN**

Jasa nonpembiayaan yang ditawarkan oleh perusahaan anjak piutang biasanya berupa jasa pengelolaan kredit klien (*supplier*). Produk jasa semacam ini antara lain berbentuk:

1. Investasi kredit.
2. *Sales ledger administration* atau *sales accounting*. Perusahaan anjak piutang menyediakan jasa untuk mengadministrasikan penjualan dalam valuta asing dalam *export factoring* yang ditujukan agar klien dapat mengikuti perkembangan kegiatan ekspor-nya dalam valuta asing.
3. Pengawasan kredit. Perusahaan anjak piutang dapat melakukan pengawasan atau monitoring terhadap kegiatan penjualan yang dilakukan klien. Penagihan kredit juga dapat dilakukan oleh perusahaan anjak piutang dengan menetapkan prosedur penagihan.
4. Perlindungan risiko kredit. Perusahaan anjak piutang dapat memberikan jasa perlindungan terhadap risiko piutang. Dalam *export factoring*, perusahaan-perusahaan anjak piutang juga menyediakan jasa perlindungan terhadap risiko terjadinya flutuasi kurs valuta asing.

Jenis-jenis jasa nonpembiayaan yang disediakan oleh perusahaan anjak piutang merupakan fungsi dari departemen kredit dalam perusahaan klien. Sehingga, dengan adanya penyediaan jasa-jasa semacam ini, perusahaan klien tidak lagi perlu membentuk suatu unit kredit tersendiri dalam struktur organisasinya dan dengan demikian dapat mengefisiensikan kegiatan usahanya.

---

## **MANFAAT ANJAK PIUTANG**

Sebagai sarana pembiayaan, anjak piutang memberikan beberapa manfaat, diantaranya:

1. Membantu administrasi penjualan dan penagihan.
2. Perusahaan anjak piutang antara lain menyediakan jasa pengadministrasian piutang yang dianjak piutangkan serta prosedur penagihan piutang tersebut. Dengan demikian, beban tugas yang ditanggung perusahaan klien dalam kegiatan pembukuan akan berkurang.
3. Mengurangi beban risiko. Sering kali perusahaan klien (*supplier*) menolak untuk menjual secara kredit kepada nasabah-nasabah baru karena alasan risiko kredit. Perusahaan anjak piutang dapat membantu perusahaan klien (*supplier*) dalam hal ini dengan cara ikut menanggung sebagian risiko kredit.
4. Membantu kegiatan penagihan. Jika perusahaan anjak piutang membeli suatu tagihan, maka perusahaan tersebut mengharapkan agat tagihan tersebut dibayar tepat pada waktunya. Dengan demikian perusahaan anjak piutang akan membantu klien dalam hal pemantauan pembayaran piutang dan juga

membantu administrasi penagihan dengan cara memberitahukan kepada klien mengenai tagihan-tagihan yang telah jatuh tempo.

5. Membantu memperlancar modal kerja. Dalam penjualan kredit dibutuhkan kelancaran arus kas untuk mempertahankan kesinambungan jadwal produksi. Dengan anjak piutang, setiap penjualan kredit menjadi penjualan tunai bagi perusahaan klien dan ini berarti terlepasnya masalah kredit dari pundak klien. Bila hal ini terjadi maka klien tidak lagi kesulitan dalam melunasi tagihan sehingga reputasi klien akan meningkat dan membuka peluang bagi pengembangan usaha. Hal ini terutama terjadi pada perusahaan-perusahaan kecil dan menengah yang menghadapi masalah keterbatasan sumber-sumber finansial.

---

## JENIS ANJAK PIUTANG

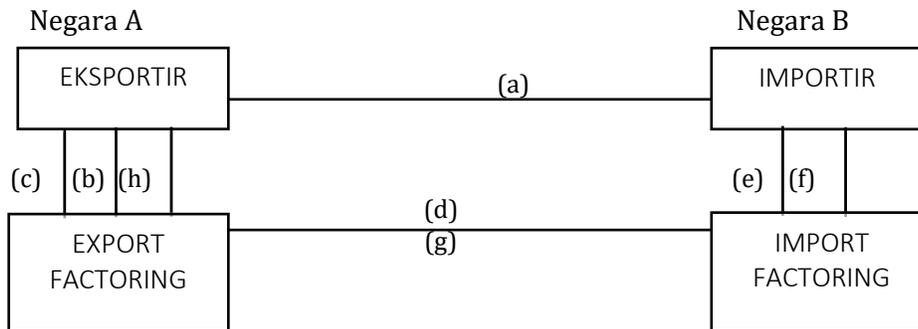
Jenis-jenis anjak piutang disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan klien dan kemampuan perusahaan anjak piutang karena tidak semua perusahaan anjak piutang dapat menyediakan seluruh jenis fasilitas anjak piutang. Beberapa jenis anjak piutang yang biasanya oleh perusahaan anjak piutang antara lain:

1. Fungsi *service factoring*, yaitu suatu bentuk jasa yang meliputi seluruh jenis jasa anjak piutang baik yang berupa jasa pembiayaan maupun jasa nonpembiayaan.
2. *Recourse factoring*, yaitu suatu bentuk pelayanan yang meliputi seluruh bentuk jasa anjak piutang kecuali jasa perlindungan risiko kredit.
3. *Bulk factoring*, yaitu jasa anjak piutang hanya meliputi jasa pembiayaan dan pemberian jatuh tempo tagihan kepada nasabah. Bentuk-bentuk lainnya seperti perlindungan risiko kredit, administrasi penjualan ataupun penagihan tidak diperlukan.
4. *Manurity factoring*, yaitu suatu bentuk jasa anjak piutang dimana klien tidak menerima pembayaran di muka dari perusahaan anjak piutang. Pembayaran dari perusahaan anjak piutang baru diterima setelah penagihan jatuh tempo. Penekanan jasa *maturity factoring* adalah pada layanan penjaminan perlindungan kredit dan bukan pada jasa pembiayaan. Layanan perlindungan kredit ini antara lain meliputi pengurusan penuh atas penjualan, penagihan kepada pelanggan dan proteksi terhadap piutang.
5. *Agency factoring*, yaitu bentuk anjak piutang yang merupakan perluasan dari *bulk factoring*, dimana terjadi penyerahan seluruh penjualan (piutang klien) kepada perusahaan anjak piutang atas dasar notifikasi. Namun demikian, transaksi semacam ini bersifat *with recourse*, dimana perusahaan anjak piutang tidak bertanggung jawab atas pengurusan penagihan dan pengalihan piutang tersebut. Dalam bentuk jasa ini, pelunasan utang dibayarkan oleh pelanggan kepada klien yang selanjutnya diteruskan kepada perusahaan anjak piutang. Jasa anjak piutang semacam ini biasanya digunakan jika pola transaksi dagang klien terdiri dari banyak pelanggan kecil dengan financial standing yang tidak memenuhi standar ketentuan administratif untuk suatu penjualan faktur.

---

## PABRIKASI INTERNASIONAL

Dilihat dari dimensi ruang lingkup operasi, kegiatan anjak piutang dapat bersifat transaksi domestik maupun transaksi internasional. Kegiatan transaksi *domestic factoring* memiliki mekanisme yang sama dengan beberapa bentuk transaksi anjak piutang yang telah dijelaskan sebelumnya. Sedangkan pada kegiatan *international factoring* terdapat sedikit perbedaan.



**Gambar 7.5.** Mekanisme *International Factoring*

Keterangan gambar:

- a. Eksportir mengirimkan produk beserta fakturnya kepada importir di negara B dengan pemberitahuan agar importir melakukan pembayaran kepada import factor pada saat penjualan kredit tersebut jatuh tempo.
- b. Setelah produk dikirimkan, eksportir menyampaikan salinan faktur kepada export factor.
- c. Export factor melakukan pembayaran di muka kepada eksportir.
- d. Export factor mengirimkan salinan faktur kepada import factor.
- e. Import factor menyiapkan sales ledger dan melakukan penagihan kepada importir pada saat penjualan kredit tersebut jatuh tempo.
- f. Importir melakukan pembayaran kepada importir factor.
- g. Import factor melakukan pembayaran kepada export factor sebesar 100% dari total nilai faktur setelah dikurangi persentase tertentu yang telah disepakati.
- h. Export factor melunasi sisa pembayaran kepada eksportir setelah dikurangi biaya-biaya anjak piutang.

Pada dasarnya kegiatan *international factoring* atau yang juga biasa disebut *export factoring* merupakan fasilitas yang digunakan untuk mempercepat proses pembayaran tunai atau transaksi antara penjual di suatu negara (eksportir) dengan pembeli dari negara lain (importir). Perbedaan antara *international factoring* dengan *domestic factoring* antara lain terdapat pada jumlah pihak-pihak yang terlibat. Dalam *international factoring* terdapat empat pihak yang terlibat yaitu eksportir, importir, perusahaan anjak piutang eksportir (*exportir factor*) dan perusahaan anjak piutang importir (*importir factor*). Transaksi *international factoring* biasanya bersifat *nonrecourse*, dimana perusahaan *factoring* memberikan jaminan 100% atas kemungkinan tidak terbayarnya utang pihak importir.

Mekanisme transaksi ini dimulai dengan pembuatan kontrak anjak piutang antara pihak eksportir dengan pihak eksportir *factor*. Perusahaan eksportir mengajukan usulan batasan kredit kepada pihak eksportir *factor* sehubungan dengan kegiatan ekspor yang direncanakan. Pihak eksportir *factor* ini selanjutnya menghubungi pihak korespondennya (*correspondent factor*) di negara tempat kedudukan perusahaan pembeli (importir). *Correspondent factor* berperan sebagai impor factor yang akan melakukan investigasi kredit untuk mengetahui kondisi kredit pihak importir dan kemudian melakukan batasan kredit. Selanjutnya, pihak importir factor akan memberikan jaminan untuk membayar jumlah tagihan (faktur) yang dianjak piutangkan sampai dengan jumlah batasan kredit yang telah ditetapkan. Selain seluruh persyaratan dan ketentuan disepakati oleh semua pihak yang terkait, maka proses *international factoring* yang terjadi adalah seperti yang diilustrasikan pada Gambar 7.5.

## **MANFAAT INTERNATIONAL FACTORING**

### **Manfaat bagi Eksportir**

1. Klien dapat melakukan kegiatan ekspor atas dasar *open account basis* tanpa memerlukan L/C dan tidak perlu khawatir dengan kemungkinan ketidakmampuan pembeli membayar akibat terjadinya kesulitan keuangan.
2. Penagihan piutang di suatu negara asing dapat dilakukan secara lebih baik. Kegiatan penagihan piutang dari importir merupakan masalah yang besar dalam perdagangan internasional. Hal ini biasanya disebabkan oleh keterbatasan informasi mengenai bahasa, budaya, ketentuan hukum ataupun praktek bisnis di suatu negara asing. Perusahaan anjak piutang internasional biasanya memiliki jaringan koresponden yang luas yang dapat mempermudah dan mempercepat proses penagihan.

### **Manfaat bagi Importir**

1. Fasilitas kredit yang diperoleh dari bank (*credit line*) dapat digunakan secara lebih bebas.
2. Klien dapat melakukan penghematan biaya dengan tidak menggunakan fasilitas L/C yang disediakan oleh bank.

---

## **BIAYA ANJAK PIUTANG**

1. *Service fee*, yaitu suatu biaya yang dikenakan untuk layanan uang berkaitan dengan pengadministrasian penjualan dan proteksi kredit. Biaya ini dinyatakan dalam persentase terhadap nilai kotor faktur yang dianjak piutangkan, yang besarnya berkisar antara 0,75% - 2,5%. *Service fee* yang dikenakan untuk *international factoring* biasanya lebih tinggi daripada yang dikenakan dalam *domestic factoring*. Besarnya biaya disesuaikan dengan beratnya tugas-tugas administratif yang dikerjakan dan besarnya risiko.
2. *Interest charge (discount charge)*, merupakan biaya yang dikenakan kepada klien terhadap uang muka (*advanced payment*) dari perusahaan *factor*. Biaya bunga ini dihitung secara harian dari total sisa penarikan uang muka.

---

## **PENILAIAN RISIKO ANJAK PIUTANG**

Seperti halnya berbagai jenis usaha lainnya, kegiatan usaha anjak piutang juga mengandung risiko. Risiko yang terdapat dalam kegiatan usaha anjak piutang pada dasarnya dapat dibagi menjadi dua risiko klien dan risiko nasabah atau risiko debitur. Perusahaan anjak piutang perlu melakukan penilaian yang cermat terhadap kedua jenis risiko ini.

### **PENILAIAN RISIKO KLIEN**

Terdapat dua variabel penting yang perlu dinilai oleh perusahaan faktor dalam melakukan antisipasi terhadap risiko klien. Kedua variabel tersebut adalah kemampuan keuangan perusahaan klien dan kualitas piutang yang dimiliki perusahaan klien. Penilaian mengenai kemampuan keuangan klien dapat dilakukan dengan melihat kondisi keuangan klien di masa lalu dan pada saat ini serta dengan melihat prediksi keuangannya dimasa mendatang. Kondisi operasional dan posisi keuangan terakhir keuangan klien dapat dijadikan dasar untuk menilai kemampuan keuangannya dimasa yang akan datang. Perkiraan mengenai prospek klien di masa mendatang juga dapat dilakukan dengan melihat anggaran penjualan perusahaan dan memperkirakan arus kasnya. Selain itu, perusahaan anjak piutang juga perlu mempelajari bagaimana dan mengapa bisnis perusahaan klien dilakukan, serta bagaimana produk dan struktur organisasinya dikembangkan. Hal ini penting untuk dilakukan mengingat sebagian besar perusahaan yang menjadi klien dalam kegiatan anjak piutang merupakan perusahaan-perusahaan baru yang memiliki akses terbatas ke sumber-sumber finansial. Perusahaan factoring juga perlu menyelidiki kreditur-kreditur pihak klien, termasuk perusahaan-perusahaan pemasoknya. Penyelidikan mengenai hal ini dapat memberikan informasi yang berguna mengenai apakah klien memiliki ketergantungan pada beberapa pemasok tertentu, dan juga informasi mengenai apakah klien cenderung menunggak atau menunda pembayaran kewajiban finansialnya.

Piutang klien merupakan jaminan bagi perusahaan anjak piutang jika perusahaan klien masih menggunakan fasilitas dibayar di muka (*prepayment facility*). Dengan demikian, pihak perusahaan anjak piutang perlu benar-benar melakukan penilaian atas kualitas piutang yang akan dibeli sebab jika karena sesuatu hal perusahaan klien tidak meneruskan kegiatan usahanya maka kemungkinan besar perusahaan anjak piutang hanya dapat mengklaim dan memperoleh jumlah yang telah dibayar di muka atas piutang yang dianjak piutangkan. Beberapa informasi yang dapat digunakan dalam penilaian kualitas piutang antara lain:

1. Diversifikasi piutang. Semakin tersebar piutang yang dimiliki klien semakin kecil risiko yang ditanggung pihak faktor. Hal ini disebabkan karena piutang yang tidak terdiversifikasi dengan baik akan mengakibatkan ketergantungan klien pada nasabah tertentu. Apabila nasabah tersebut menghentikan atau mengurangi pembelian, kemampuan keuangan klien akan sangat terpengaruh.
2. Jumlah kredit notes. Credit notes adalah klaim terhadap sejumlah faktur yang terjadi akibat kesalahan pengiriman, kerusakan produk, kesalahan harga, pengiriman yang tidak sesuai dengan pesanan dan alasan-alasan lainnya. Perusahaan anjak piutang sangat perlu memperhatikan apakah credit notes yang dikeluarkan mengalami kecenderungan naik atau tidak. Semakin besar

credit notes yang dikeluarkan menunjukkan semakin rendahnya kualitas piutang.

3. Pelunasan piutang oleh nasabah. Pembayaran piutang yang lebih cepat dibandingkan dengan rata-rata industri memberikan indikasi bahwa supplier disukai oleh nasabahnya. Dengan demikian, kualitas piutang dianggap lebih baik jika piutang tersebut dibayar cepat.
4. Piutang yang dikecualikan. Pihak faktor perlu melihat apakah piutang yang akan dibeli merupakan piutang yang tidak dapat ditagih atau merupakan piutang yang bukan hak klien. Beberapa piutang yang termasuk dalam jenis ini sehingga dikecualikan untuk menjadi objek anjak piutang antara lain piutang yang timbul dari penjualan kepada perusahaan afiliasi (*associated companies*), piutang yang timbul dari kontrak jangka panjang dimana terdapat ketentuan bahwa faktur baru akan dikeluarkan pada suatu tingkat pada proses pekerjaan tertentu serta piutang yang timbul dari penjualan produk di mana di dalamnya terdapat kewajiban atau perjanjian layanan purna jual di pihak klien.
5. Sistem akuntansi penjualan yang dilakukan klien. Perusahaan anjak piutang perlu meneliti sistem akuntansi penjualan yang digunakan untuk mengetahui waktu penerbitan dan pengiriman faktur. Risiko yang ditanggung perusahaan anjak piutang akan lebih besar jika faktur diterbitkan dan dikirimkan kepada nasabah sebelum diterimanya produk oleh nasabah.

## **RISIKO NASABAH**

Penilaian risiko nasabah merupakan hal yang penting terutama jika transaksi anjak piutang dilakukan dengan menggunakan mekanisme dari sistem *non recourse*, dimana pihak faktor harus menanggung risiko tidak terbayarnya piutang nasabah. Penilaian risiko nasabah menjadi penting karena sebelumnya nasabahlah yang merupakan sumber dana bagi pembiayaan yang diberikan oleh perusahaan anjak piutang.

---

## **KONSEP MODAL KERJA NOL**

Akhir-akhir ini muncul konsep baru berkaitan dengan pengelolaan modal kerja. Modal kerja nol atau *zero working capital* tampak sedikit aneh dan mungkin kurang penting bagi perusahaan. Manajer keuangan tidak jarang memandang masalah modal kerja tidak penting seperti halnya masalah investasi jangka panjang pada berbagai aset tetap, kebijakan pendanaan jangka panjang, kebijakan deviden maupun merger dan reorganisasi. Kini perhatian manajer keuangan mulai terfokus pada pengelolaan modal kerja, seiring dengan meningkatnya kompetisi pasar global. Modal kerja kini sangat strategis seperti halnya keputusan lain dibidang keuangan. Beberapa perusahaan di Amerika kini telah mencoba menerapkan modal kerja nol. Peningkatan kompetisi global tidak hanya mempercepat arus barang, transaksi tetapi juga proses produksi dan hal ini memaksa perusahaan untuk melakukan perencanaan modal kerja secara akurat dan tepat waktu. Secara mendasar konsep modal kerja nol adalah merupakan selisih antara persediaan ditambah piutang dikurangi dengan utang jangka pendek. Logikanya adalah sekalipun terjadi peningkatan persediaan, sebenarnya persediaan itu dapat dibiayai oleh supplier dalam bentuk utang dagang.

Secara rata-rata kebutuhan modal kerja perusahaan di Amerika adalah dua puluh persen, dengan kata lain perputaran modal kerja per tahun adalah lima kali.

Dengan demikian pengurangan modal kerja berarti peningkatan perputaran modal kerja. Kenaikan persediaan dapat dikaitkan dengan peningkatan utang dagang, sehingga penerapan *zero working capital* dengan sendirinya akan meningkatkan laba operasi perusahaan. Seperti halnya investasi pada modal kerja juga memerlukan perhitungan biaya, dengan demikian penurunan modal kerja akan menurunkan biaya modal dan berarti ada penghematan. Disisi lain penurunan modal kerja memaksa perusahaan untuk memproduksi secara akurat, tepat dan mengirimkannya secara cepat dan efisien. Jika ini dilakukan maka perusahaan memiliki daya saing untuk melakukan penetrasi pasar baru dan perluasan pangsa pasar. Konsep ini juga sejalan dengan just in time inventory management. Dalam konsep ini persediaan ditekan serendah mungkin, sehingga perusahaan tidak perlu mempertahankan persediaan dalam jumlah besar.

Penerapan *zero working capital* memerlukan sistem produksi dan informasi yang baik, sehingga manajemen dapat melakukan pengawasan secara komprehensif. Sistem informasi itu diperlukan agar pesanan dapat dikirim ke pabrik secara cepat, kemudian fasilitas produksi yang fleksibel segera melakukan perencanaan produksi dan menyelesaikan produksi tepat waktu, mutu dan jumlah. Selanjutnya produk dikirim dengan skedul yang ketat agar sampai tujuan dengan tepat. Persyaratan utama diterapkan *zero working capital* ini adalah staff mekanik harus *stand by* untuk memperbaiki mesin jika terjadi kerusakan. Karena apabila mekanik tidak siap akan terjadi penumpukan persediaan dan mengganggu arus produksi. Sebagai contoh perusahaan yang memproduksi mainan anak-anak di Jakarta. Seluruh produksinya dijual di Amerika melalui super market seperti Wall Mart, dan K-Mart yang memiliki 60.000 retail di seluruh dunia. Setiap kali produk mainan tersebut diproses lewat scanner kasir, maka manajer gudang terdekat setiap saat dapat mengetahui berapa turnover mainan anak tersebut, persediaan di setiap retail dan menentukan kapan harus segera dikirim kembali. Begitu pula pabrik yang ada di Jakarta mengetahui kapan harus segera menyelesaikan proses produksi mengisi container, mengirim ke pelabuhan dan hingga tiba ditujuan. Jika terlambat mengirim ke pelabuhan sehingga melewati *closing time* maka akan sendirinya terpaksa harus menunggu kapan berikutnya dan mengakibatkan keterlambatan. Memanfaatkan teknologi informasi semacam itu, maka baik retail maupun pabrik di Jakarta dapat menekan modal kerja hingga level minimum.

---

## **PERTANYAAN**

1. Jelaskan mengapa jenis industri dan skala perusahaan mempengaruhi besar kecilnya aktiva lancar? Apakah faktor yang sama juga mempengaruhi utang lancarnya?
2. Bagaimana manajemen asset yang agresif mempengaruhi (a) tingkat aktiva lancar, (b) besar kecilnya biaya operasional, dan (c) risiko dan tingkat keuntungan.
3. Anggaplah bahwa volume penjualan perusahaan konstan, bagaimana posisi kas perusahaan dalam periode uang ketat atau sebaliknya?
4. Dari sudut pandang peminjam, mana yang lebih besar risikonya antara pinjaman jangka panjang dengan jangka pendek? Mengapa, jelaskan!
5. Jelaskan pengertian berikut ini:
  - a. Net working capital dan gross working capital?

- b. Aktiva lancar permanen dan aktiva lancar sementara?
- c. Kebijakan investasi aktiva lancar konservatif, dan agresif.

## LATIHAN

### Latihan 8.1.

Hitunglah biaya implisit dan bunga efektif tahunan kredit dengan syarat pembayaran sebagai berikut:

- a. 1/15, net 20
- b. 2/10, net 60
- c. 3/10, net 45
- d. 2/15, net 40

### Latihan 8.2.

Misalkan periode perputaran kas diketahui 40 hari, satu tahun adalah 365 hari. Perputaran piutang adalah 8 kali, dan perputaran utang lancar adalah 10 kali.

- a. Berapa perputaran persediaan perusahaan?
- b. Berapa besarnya piutang jika perusahaan kredit sebesar Rp 920.000,-

### Latihan 8.3.

Berikut strategi modal kerja dari tiga perusahaan uang sejenis agresif, moderat, dan konservatif dalam ribuan rupiah.

Neraca per 31-12-1993	agresif	moderat	konservatif
aktiva lancar	Rp 300,-	Rp 400,-	Rp 600,-
aktiva tetap	700,-	600,-	400,-
total aktiva	Rp 1.000,-	Rp 1.000,-	Rp 1.000,-
utang lancar	Rp 500,-	Rp 350,-	Rp 200,-
utang jangka panjang	100,-	250,-	400,-
saham biasa	400,-	400,-	400,-
	Rp 1.000,-	Rp 1.000,-	Rp 1.000,-
penjualan bersih	Rp 1.800,-	Rp 1.800,-	Rp 1.800,-
harga pokok penjualan	1.260,-	1.280,-	1.300,-
biaya adm & pemasaran	300,-	300,-	300,-
Piutang	120,-	160,-	240,-
Persediaan	250,-	200,-	100,-
utang dagang	250,-	200,-	100,-
utang jk. Pendek lain	200,-	150,-	100,-

Tingkat bunga utang jangka pendek adalah 10 persen sedangkan tingkat bunga utang jangka panjang adalah 12 persen. Tingkat pajak adalah 30 persen.

- a. Tentukan pendapatan bersih setelah pajak masing-masing perusahaan.
- b. Hitunglah periode pengumpulan kas untuk setiap perusahaan?
- c. Berapakah current ratio dan net working capital masing-masing perusahaan?
- d. Apakah masih ada faktor lain yang perlu dipertimbangkan dalam analisis ini, jika ada jelaskan!

**Latihan 8.4.**

Misalkan saudara mengajukan pinjaman ke bank Rp 100.000.000,- bunga yang diisyaratkan oleh bank 14 persen per tahun.

- a. Jika pinjaman tersebut untuk jangka waktu satu tahun, berapakah bunga efektifnya jika dihitung dengan metode: simple interest, discount interest, dan add-on interest?
- b. Jika jangka waktu pinjaman adalah selama dua bulan, berapa bunga efektifnya dengan jika diperhitungkan dengan ketiga metode tersebut?

**Latihan 8.5.**

Apa yang dimaksud dengan commercial paper, siapa yang mengeluarkannya dan jelaskan pengertian *asset-backed commercial paper*?

**Latihan 8.6.**

Jelaskan pengertian *factoring* dan manfaat pendanaan ini? Apa perbedaannya dengan pendanaan jangka pendek lainnya?



# **MANAJEMEN KAS**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pengantar Manajemen Kas
2. Budget Kas
3. Menentukan Saldo Kas Optimal
4. Model Random Aliran Kas (Model Miller-ORR)

---

## **PENGANTAR MANAJEMEN KAS**

### **PENGERTIAN MANAJEMEN KAS**

Kas perusahaan merupakan elemen yang penting dan merupakan urat nadi dari setiap bisnis. Oleh karena itu, manajemen kas yang efektif akan membantu perusahaan untuk menjaga kinerja keuangan sepanjang tahun. Anggaran kas merupakan pencatatan tentang posisi kas pada waktu tertentu yang memuat tentang penerimaan dan pengeluaran kas karena adanya rencana pembelian dan penjualan ataupun aktivitas lainnya. Manajemen Kas (*Cash Management*) merupakan suatu kumpulan kegiatan perencanaan, perkiraan, pengumpulan, pengeluaran dan investasi kas dari suatu perusahaan agar dapat beroperasi dengan lancar. Tanpa manajemen kas yang baik sebuah perusahaan bisa mengalami kebangkrutan karena kekurangan kas, walaupun ia menghasilkan profit. Karena situasi bisnis banyak memiliki ketidakpastian membutuhkan pengelolaan kas yang baik, perencanaan kas yang baik akan dapat mengidentifikasi potensi krisis kas sebelum itu terjadi.

Pada dasarnya, adanya manajemen kas bertujuan untuk mempertimbangkan risiko dana imbal hasil agar terjadi keseimbangan antara memiliki terlalu banyak atau sedikit kas. Jika terlalu sedikit kas yang diinvestasikan, maka mengurangi kesempatan untuk memperoleh imbal hasil yang lebih mendatangkan keuntungan dimasa yang akan datang. Namun jika terlalu banyak kas yang diinvestasikan, maka akan terjadi *cash insolvency*. Kas yang cukup akan meningkatkan kemampuan perusahaan memenuhi segala pengeluaran yang dibutuhkan. Kas yang cukup artinya cadangan kas dipelihara pada titik minimum sehingga tidak terlalu banyak cash yang idle dan justru bisa mendatangkan potensi keuntungan jika diinvestasikan pada instrumen investasi.

### **MOTIF PERUSAHAAN MEMILIKI KAS**

Pengelolaan kas merupakan fungsi keuangan yang vital dan mendasar dalam sebuah perusahaan. Hal ini berperan dalam perencanaan dan pengendalian kas, karena di dalam aktivitasnya manajer keuangan harus mengetahui besarnya jumlah kas yang diperlukan setiap saat. Menurut Syahyunan (2004:50) ada beberapa motif (dorongan) yang menyebabkan perusahaan perlu memiliki sejumlah kas. Dorongan-dorongan inilah yang menentukan berapa jumlah kas yang harus dimiliki perusahaan. Motif- motif tersebut adalah sebagai berikut :

#### **1. Motif Transaksi**

Motif transaksi yang dimaksudkan bahwa perusahaan membutuhkan sejumlah uang tunai membiayai kegiatannya sehari- hari, seperti untuk membayar gaji dan upah, membeli barang, membayar tagihan, dan pembayaran hutang kepada kreditur apabila jatuh tempo.

#### **2. Motif Berjaga-Jaga**

Motif berjaga-jaga dimaksudkan untuk berjaga- jaga terhadap kebutuhan yang mungkin terjadi tetapi tidak jelas kapan terjadinya, (misalnya kebakaran, kecelakaan).

#### **3. Motif Spekulatif**

Motif Spekulatif dimaksudkan untuk mengambil keuntungan jika kesempatan itu ada, seperti perusahaan menggunakan kas yang dimilikinya untuk diinvestasikan pada sekuritas (saham dan obligasi) dengan harapan setelah membeli sekuritas tersebut harganya akan naik.

#### 4. Motif Compensating Balance

Motif ini sebenarnya lebih merupakan keterpaksaan perusahaan meminjam sejumlah uang di bank. Apabila perusahaan meminjam uang di bank, biasanya bank menghendaki agar perusahaan tersebut meninggalkan sejumlah uang di rekeningnya.

### MANAJEMEN KAS

Ada tiga hal yang ingin dilakukan oleh manajer keuangan ketika mengelola kas (Mamduh M Hanafi, 216):

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

Dengan dua langkah pertama (langkah 1 dan 2), *cash availability* (ketersediaan kas) diharapkan akan meningkat. Semakin besar ketersediaan kas (atau kas yang bisa dipegang oleh perusahaan), semakin baik untuk perusahaan. Manajer keuangan kemudian mempunyai kesempatan yang lebih besar untuk memanfaatkan kas yang dipegang tersebut. Karena itu tugas manajemen keuangan yang ketiga adalah memelihara saldo kas yang optimal. Yaitu saldo kas yang tidak terlalu tinggi (kas mengatur berkurang), tetapi bisa memenuhi kebutuhan likuiditas perusahaan.

Meningkatkan *cash availability* konsisten dengan tujuan meningkatkan *cash conversation cycle* (lihat bab mengenai model kerja). Siklus kas (*cash conversion cycle*) yang kecil akan menurunkan investasi pada modal kerja. Perusahaan dagang demikian bisa menghemat dana investasi pada modal kerja. Perusahaan dagang demikian bisa menghemat dana investasi pada modal kerja. Di samping itu, jika waktu memegang kas diperpanjang, perusahaan mempunyai kesempatan yang lebih banyak untuk memanfaatkan kas tersebut. Perpanjangan waktu tersebut bisa dilakukan dengan (1) mempercepat pembayaran dari pelanggan (aliran kas masuk), dan/atau (2) memperlambat pengeluaran (ke pemasok). Tentu saja dalam aktivitas tersebut, manajer harus ingin *constraint* (pembatasan) yang perlu diketahui, yaitu reputasi perusahaan tidak turun. Manajer bisa saja tidak membayar kewajibannya agar bisa menunda pembayaran, tetapi cara semacam itu tentunya tidak etis dan bisa merusak reputasi perusahaan. Setelah saldo kas dipegang oleh perusahaan, langkah berikutnya adalah menentukan saldo kas yang optimal. Kas merupakan aset yang tidak menghasilkan tingkat keuntungan. Karena itu kas yang terlalu tinggi akan cenderung menurunkan produktivitas. Tetapi kas yang terlalu kecil akan meningkatkan risiko likuiditas, yaitu risiko perusahaan tidak bisa menandai aktivitasnya saldo kas yang optimal dengan demikian perlu ditentukan. Bagian berikutnya membicarakan cara mempercepat pengeluaran kas, cara memperlambat pengeluaran kas, dan menentukan saldo kas optimal.

---

### BUDGET KAS

Manajer bisa menggunakan beberapa untuk mempercepat pemasukan kas dan memperlambat pengeluaran kas. Berikut ini cara-cara yang bisa dilakukan oleh manajer keuangan.

## **PENERIMAAN KAS**

Mempercepat pemasukan kas bertujuan menaikkan ketersediaan kas (daripada kas dipegang oleh perusahaan lain, lebih baik dipegang dan dikelola oleh manajer keuangan).

### **Penjualan Kas**

Cara ini tentunya merupakan cara yang paling langsung. Dengan penjualan kas, tanpa piutang, manajer keuangan akan memperoleh kas. Piutang atau kredit hanya akan menunda penerimaan kas. Tetapi piutang atau penjualan kredit kadang-kadang diperlukan untuk meningkatkan penjualan, dan dengan demikian meningkatkan keuntungan perusahaan. Apabila pesaing-pesaing perusahaan menawarkan penjualan kredit, maka perusahaan yang menawarkan hanya penjualan tunai akan berada dalam posisi persaingan yang kurang menguntungkan. Dengan demikian penjualan kredit diperlukan tetapi harus ada cara-cara untuk mempercepat pemasukan kas dari penjualan kredit tersebut.

### **Potongan Kas (Cash Discount)**

Potongan kas ditujukan untuk mempercepat pembayaran piutang oleh pembeli/pelanggan perusahaan. Term atau persyaratan potongan kas biasanya adalah 1/10-n/30. Penawaran semacam itu bisa dibaca sebagai "Perusahaan menawarkan potongan (*discount*) sebesar 1% apabila pelanggan bersedia membayar dalam jangka waktu 10 hari. Apabila pelanggan tidak mau memanfaatkan tawaran tersebut, pelanggan harus melunasi utangnya dalam jangka waktu 30 hari. Pembayaran dalam jangka waktu 11 sampai 30 hari tidak akan memperoleh potongan".

Apabila dalam jangka waktu 30 hari piutang tersebut belum dibayarkan, perusahaan bisa mengubah piutang dagang tersebut menjadi piutang wesel. Piutang wesel merupakan janji tertulis pelanggan akan membayar sejumlah uang tertentu, beserta bunganya, dalam jangka waktu tertentu. Piutang wesel mempunyai kekuatan hukum yang lebih tinggi dibandingkan dengan piutang dagang yang biasanya hanya timbul dari kebiasaan bisnis (tanpa bukti tertulis yang cukup). Apabila pelanggan berniat memanfaatkan potongan kas, maka ia akan membayar pada hari kesepuluh, bukannya pada hari pertama. Kenapa? Karena pelanggan masih bisa menunda pengeluarannya kas. Jika pelanggan tidak berniat memanfaatkan potongan kas, maka sebaiknya pelanggan membayar pada hari ketiga puluh, dengan alasan yang sama dengan alasan sebelumnya.

### **Desentralisasi Pusat Penerimaan Pembayaran**

Misal pelanggan tersebar secara geografis, dan pelanggan mempunyai kebiasaan menggunakan pos wesel sebagai alat pembayaran, atau cek pribadi pada negara-negara maju. Untuk menentukan baik tidaknya alternatif ini, penghematan uang (atau manfaat dari penghematan uang tersebut) masih harus dibandingkan dengan biaya pelaksanaan *concentration banking* tersebut.

### **Lockboxes**

*Lockboxes* mempunyai ide yang sama dengan *concentration banking*. Misalkan pembeli tersebar ke dalam pelosok-pelosok kota. Cara mempercepat pembayaran mereka adalah dengan mendirikan kotak-kotak penerimaan yang ditaruh di

kantor pos. Pelanggan cukup memasukkan pembayaran di kotak di kantor pos yang terdekat. Pelanggan tidak perlu pergi ke kantor pusat untuk melunasi tagihan mereka. Kemudian setiap periode tertentu (misal, setiap hari atau dua hari sekali) petugas perusahaan berkeliling untuk mengumpulkan pembayaran dalam kotak-kotak tersebut. Dengan cara tersebut pembayaran bisa dipercepat. Apakah alternatif ini baik atau tidak akan ditentukan oleh pertimbangan manfaat dan biayanya. Jika manfaat lebih besar dibandingkan dengan biayanya, maka alternatif ini merupakan alternatif yang baik.

## **PENGELUARAN KAS**

Memperlambat pembayaran mempunyai tujuan yang sama dengan mempercepat pemasukan, yaitu agar perusahaan mempunyai kesempatan yang lebih lama untuk menggunakan kas. Ada pembatasan yang harus diperhatikan, yaitu reputasi (*credit standing*) perusahaan tidak turun dikarenakan upaya memperlambat aliran kas keluar. Alternatif yang paling mudah untuk menunda pembayaran kas adalah menolak untuk membayar. Tetapi tentu saja alternatif tersebut tidak layak dilakukan, karena akan merusak reputasi perusahaan. Ada beberapa cara untuk memperlambat pembayaran.

### **Pembelian dengan Kredit**

Pembelian dengan kredit berarti supplier mendanai lebih dulu pembelian yang dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan dengan demikian mempunyai kesempatan untuk menunda pengeluaran kas. Biasanya pembeli kredit akan lebih mahal dibandingkan dengan pembelian tunai. Untuk itu perusahaan bisa menghitung manfaat dan biaya yang berkaitan dengan pembelian kredit tersebut. Apabila manfaat dari penundaan tersebut lebih besar dibandingkan dengan biaya yang timbul karena harga kredit yang lebih mahal, maka alternatif pembelian dengan kredit bisa dilakukan.

### **Memfaatkan Float**

*Float* merupakan selisih perbedaan saldo bank dengan saldo kas perusahaan. Ada tenggang waktu untuk menguangkan cek. Apabila perusahaan bisa menaksir jumlah *float* setiap periodenya dengan cukup akurat, maka *float* tersebut bisa dimanfaatkan sebagai sumber dana. Risiko yang mungkin timbul dari cara semacam itu adalah peramalan yang salah yang mengakibatkan *overdrawn* (jumlah kewajiban melebihi saldo kas yang ada). Bank bisa memberi "penalti atau denda" terhadap *overdrawn* semacam itu, kecuali kalau perusahaan mempunyai perjanjian khusus dengan bank.

## **ANALISIS MANFAAT DAN BIAYA UNTUK PENERIMAAN/PENGELUARAN ALIRAN KAS**

Sama seperti prinsip analisis ekonomi pada umumnya, analisis manfaat biaya bisa digunakan untuk memutuskan apakah alternatif mempercepat atau memperlambat aliran kas sebaiknya dilakukan atau tidak. Alternatif akan dilakukan jika manfaatnya lebih besar dibandingkan dengan biayanya. Sebagai contoh, perusahaan sedang mempertimbangkan desentralisasi pusat penerimaan pembayaran. Saat ini pembayaran dikirimkan ke kantor pusat di Jakarta. Perusahaan sedang mempertimbangkan dua pusat penerimaan yang baru, yaitu di Ujung

Pandang untuk wilayah Indonesia bagian timur, dan di Medan untuk wilayah Indonesia bagian barat. Misalkan rata-rata ada 150 pos wesel yang dikirimkan ke kantor pusat di Jakarta, masing-masing 50 dari wilayah Indonesia bagian barat, tengah dan timur. Rata-rata waktu yang dibutuhkan dari wilayah timur dan barat ke kantor pusat adalah 14 hari. Sedangkan waktu yang dibutuhkan dari Indonesia tengah adalah lima hari. Pendirian pusat penerimaan baru hanya akan mempengaruhi pengiriman pembayaran dari wilayah Indonesia bagian timur dan barat. Rata-rata kas beredar setiap harinya adalah Rp100,000,00. Tingkat bunga adalah 15% pertahun. Pajak adalah 30%. Ada 360 hari dalam satu tahun.

Manfaat bisa dihitung sebagai biaya bunga yang bisa diperoleh jika perusahaan memegang kas. Penghematan jangka waktu bisa dihitung sebagai berikut ini.

Penghematan dari Indonesia bagian timur: 14 hari – 7 hari =	7 hari
Penghematan dari Indonesia bagian barat: 14 hari – 7 hari =	7 hari
Penghematan dari Indonesia bagian timur: 7 hari – 7 hari =	<u>0 hari</u>
Total penghematan (dalam hari)	14 hari

Total penghematan (dalam Rupiah):  $14 \times \text{Rp}100.000,00 \times 100 = \text{Rp}140.000.000,00$

Bunga tambahan yang bisa diperoleh melalui penghematan tersebut adalah Rp40.833,00 per hari, yang dihitung sebagai berikut ini.

$$14 \times 100 \times \text{Rp}100.000,00 \times (0,15 / 360) \times 0,7 = \text{Rp}40.833,00$$

Jika biaya yang dikeluarkan lebih kecil dari Rp40.833,00, maka alternatif desentralisasi pusat penerimaan pembayaran tersebut layak sebagai berikut ini.

Misalkan kita ingin menentukan berapa volume pos wesel minimal supaya alternatif mempercepat peasukan kas tersebut bisa dilakukan. Tambahan biaya yang diperlukan adalah Rp10.000,00 per hari. Tingkat bunga 15% per tahun, pajak perusahaan 30%, total penghematan waktu adalah 14 hari. Berapa volume pos wesel minimal agar alternatif tersebut bisa dilakukan?

Tambahan Biaya	= Tambahan Mnafaat
10.000	= $14 \times (\text{Poswesel Minimal}) \times (0,15/360) \times 0,7$
Poswesel Minamal	= Rp2.448.980,00

Jika poswesel yang dikirimkan mempunyai rata-rata nilai sebesar sekitar Rp2,4 juta per hari, maka alternatif desentralisasi pusat penerimaan pembayaran layak dilakukan.

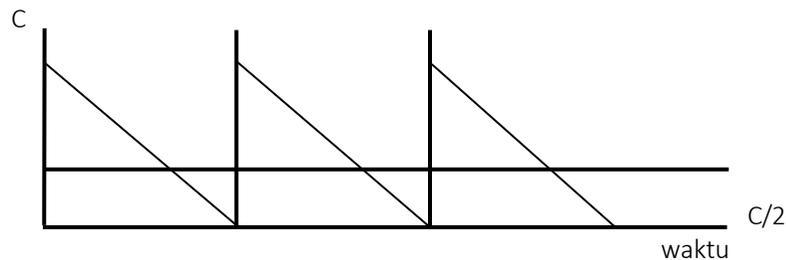
---

## **MENENTUKAN SALDO KAS OPTIMAL MODEL PERSEDIAAN UNTUK KAS (MODEL BAUMOL)**

Ide model ini berasal dari manajemen persediaan. Pola 'konsumsi' kas digambarkan melalui gambar berikut ini (gambar 9.1). Pada awal periode, saldo kas sebesar C diperoleh. Kemudian kas digunakan dengan tingkat penggunaan yang konstan, sampai akhirnya menjadi nol. Pada saat titik nol tersebut, saldo kas di isi kembali

dengan kas sebesar C. Proses tersebut kemudian berulang kembali. Untuk menghitung saldo kas optimal, kita perlu mengetahui biaya yang berkaitan dengan penyimpanan kas. Setelah itu kita bisa meminimalkan biaya tersebut. Dengan kata lain, tujuan dari model ini adalah menghitung saldo kas yang optimal, yaitu saldo kas yang bisa meminimalkan total biaya transaksi (Baumol, William S, 1952).

**Gambar 9.1.** Pola Konsumsi Kas dengan Model Baumol



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

1. Biaya simpan: yang berupa biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang muncul karena perusahaan memegang kas, bukannya memegang surat berharga. Dengan kata lain, biaya kesempatan adalah pendapatan bunga yang tidak bisa diperoleh karena perusahaan memegang kas. Pendapatan bunga (yang hilang) tersebut dihitung sebagai tingkat bunga investasi pada surat berharga yang dikalikan saldo kas rata-rata.
2. Biaya transaksi: biaya transaksi dihitung dari biaya yang harus dikeluarkan ketika manajer keuangan menjual surat berharga. Dengan kata lain, biaya transaksi merupakan biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh saldo kas tersebut.

Biaya total dengan demikian bisa dituliskan sebagai berikut ini.

Biaya total = Biaya simpanan + Biaya transaksi

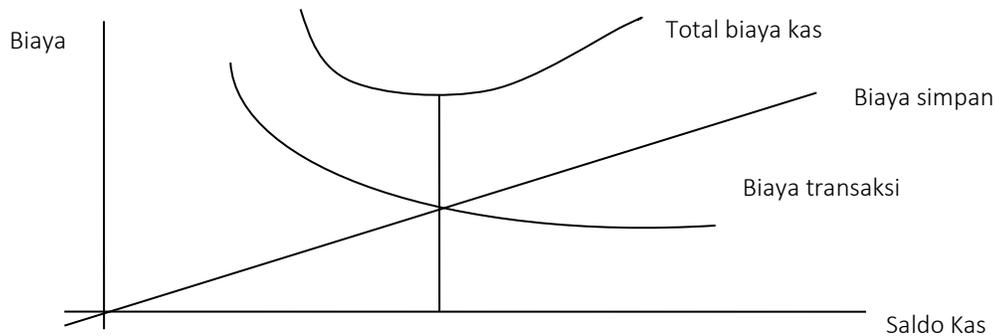
$$TC = (C/2 \cdot i) + (T/C)b$$

dimana C = saldo kas yang optimal yang akan kita cari  
 i = tingkat bunga  
 T = total kebutuhan kas dalam satu periode  
 b = biaya order kas

C adalah saldo kas optimal, yang akan kita hitung nilainya. Saldo kas rata-rata dihitung sebagai C/2. Perhatikan bahwa ada *trade-off* antara biaya simpan dengan biaya transaksi. Jika saldo kas optimal besar, maka biaya simpan dengan biaya transaksi. Jika saldo kas optimal besar, maka biaya simpan akan menjadi lebih tinggi, tetapi biaya transaksi akan lebih kecil. Sebaliknya, jika saldo optimal

kecil, perusahaan akan semakin sering mengisi kas, yang berarti semakin tinggi biaya transaksi pengadaan kas; tetapi biaya simpan menjadi semakin kecil, karena rata-rata persediaan menjadi lebih kecil. Kas optimal diperoleh sedemikian rupa sehingga total biaya transaksi bisa diminimalkan. Gambar 9.2 berikut ini menggambarkan *trade-off* tersebut.

**Gambar 9.2.** Trade-off Total Biaya Kas



Untuk menghitung saldo kas optimal, kita bisa mendiferensialkan persamaan (1) di atas (turunan pertama), dan menyamakan hasil diferensial tersebut dengan nol, sebagai berikut ini.

$$\begin{aligned} \delta TC / \delta C &= -bT/C^2 + i/2 = 0 \text{ atau} \\ bT/C^2 &= i/2 \text{ atau} \\ C^2 &= 2 bT/i \text{ atau} \\ C &= (2 bT/i)^{1/2} \end{aligned}$$

Misalkan kebutuhan kas perusahaan selama satu bulan Rp20 juta. Perusahaan memperoleh kas dengan menjual surat berharga. Biaya transaksi perolehan kas adalah Rp10 ribu, sedangkan tingkat bunga adalah 18% per tahun, atau 1,5% per bulan. Saldo kas bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$\begin{aligned} C &= [ (2 \times 10.000 \times 20.000.000) / 0,015 ]^{1/2} \\ &= 5.163.978 \end{aligned}$$

Saldo kas yang optimal adalah Rp5.163.978,00. Dalam periode satu bulan, perusahaan melakukan order pengisian kas sebanyak Rp20 juta / 5,163 juta = 3,9 kali, atau sekitar empat kali. Jika kas menyentuh angka nol, maka kas baru sebesar Rp5,163 juta segera datang.

$$\begin{aligned} TC &= (5.163.978/2) \times 0,015 + (20.000.000/5.163.978) \times 10.000 \\ TC &= 38.730 + 38.730 = 77.460 \end{aligned}$$

Biaya simpan adalah Rp38.730,00, sedangkan biaya transaksi adalah Rp38.730,00. Rata-rata persediaan kas adalah  $5.163.978/2 = \text{Rp}2.581.989,00$ . Karena dalam satu bulan dilakukan 3,9 kali pesanan kas, maka dalam satu bulan



harga). Ketiga, fluktuasi saldo kas harian. Nilai z bisa dihitung melalui formula berikut ini :

$$Z = (3 b \sigma^2 / 4 i)^{1/3}$$

$$h = 3 z$$

$$C = 4 Z / 3$$

dimana z = batas bawah yang akan dicari

h = batas atas

b = biaya transaksi (tetap) pembelian/penjualan surat berharga

$\sigma^2$  = varians aliran kas bersih harian

i = tingkat bunga harian pada surat berharga

C = rata-rata saldo kas

Misalkan varians aliran kas bersih harian adalah Rp2.000,00, tingkat bunga adalah 10% per tahun, biaya transaksi pembelian/penjualan surat berharga adalah Rp100.000,00. Berapa batas atas dan bawah? Tingkat bunga harian, dengan mengasumsikan satu tahun ada 365 hari, bisa dihitung sebagai berikut :

$$0,1 / 365 = 0.000274$$

Varians aliran kas bersih harian bisa dihitung sebagai berikut :

$$\sigma^2 = (2.000)^2 = \text{Rp}4.000.000$$

batas bawah (z) dan batas atas (h) dihitung sebagai berikut ini :

$$z = [3 \times 100.000 \times 4.000.000 / (4 \times 0.000274)]^{1/3}$$

$$= \text{Rp}103.071,00$$

$$h = \text{Rp}103.071,00 \times 3$$

$$= \text{Rp}309.213,00$$

Rata-rata saldo kas adalah :

$$C = (4 \times \text{Rp}103.071)/3$$

$$= \text{Rp}137.428$$

Jika kita ingin menetapkan batas minimal yang bernilai bukan 0, kita bisa menambahkan batas tersebut ke nilai z. Misalkan batas minimal tersebut adalah L, formula di atas bisa diubah sebagai berikut ini :

$$Z^* = (3 b \sigma^2 / 4 i)^{1/3} + L$$

$$h = 3 Z^* - 2 L$$

$$C = (4 Z - L)/3$$

Misalkan kita menetapkan batas minimal adalah Rp100.000,00, sehingga saldo kas tidak akan pernah menyentuh nilai 0 (nol). Nilai z, h, dan C dengan memasukkan batas minimal Rp100.000,00 adalah :

$$z = \text{Rp}103.071,00 + \text{Rp}100.000,00 = \text{Rp}203.071,00$$

$$h = \text{Rp}309.213,00 - (2 \times \text{Rp}100.000,00) = \text{Rp}109.213,00$$

$$C = ((4 \times \text{Rp}203.071,00) - \text{Rp}100.000,00)/3 = \text{Rp}237.428,00$$

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

1. Menentukan batas minimal, apakah 0 atau jumlah tertentu yang menjadi jumlah minimal yang aman (*minimum safety*);
2. Menghitung standar deviasi aliran kas harian. Standar deviasi tersebut bisa dihitung dengan menggunakan data historis aliran kas bersih harian;
3. Menentukan tingkat bunga harian;
4. Memperkirakan biaya transaksi pembelian/penjualan surat berharga.

Miller dan ORR melakukan empat langkah tersebut untuk menguji model mereka, dengan menggunakan data sembilan bulan untuk saldo kas perusahaan besar. Model mereka bisa menghasilkan rata-rata kas harian yang jauh lebih kecil dibandingkan dengan saldo kas sesungguhnya yang diperoleh oleh perusahaan. Dengan kata lain, model mereka bisa menghasilkan saldo kas yang lebih optimal dibandingkan saldo kas yang dipunyai oleh perusahaan dalam penelitian mereka.

## **SINKRONISASI PENGELUARAN DAN PEMASUKAN KAS MELALUI ANGGARAN KAS**

Optimalisasi saldo kas dilakukan dengan menggunakan anggaran kas. Bab mengenai perencanaan keuangan membicarakan lebih detail mengenai anggaran kas. Dalam anggaran kas, manajer keuangan akan memperkirakan kas masuk dan kas keluar dimasa mendatang. Kemudian saldo kas akan diperoleh dengan mengurangi kas keluar terhadap kas masuk. Jika saldo kas yang diperoleh lebih besar dari target saldo kas, maka perusahaan sudah harus bersiap-siap mencari alternatif investasi kelebihan kas tersebut. Sebaliknya, jika saldo kas yang diperoleh ternyata lebih kecil dari target saldo kas, maka perusahaan harus bersiap-siap mencari alternatif untuk memperoleh kas tambahan, misal dari pinjaman jangka pendek. Dengan demikian anggaran kas bisa dipakai untuk merencanakan aliran kas dimasa mendatang, mensinkronkan aliran kas masuk dengan kas keluar, dan pada akhirnya memelihara kas optimal yang meminimalkan saldo kas dan menekan risiko likuiditas.

---

## **PERTANYAAN**

1. Jelaskan beberapa motif memegang kas!
2. Jelaskan inti dari manajemen kas!
3. Jelaskan cara mempercepat pemasukan kas!
4. Jelaskan cara memperlambat pengeluaran kas!
5. Jelaskan model persediaan untuk kas (model Baumol)!
6. Jelaskan model Miller-ORR untuk menghitung saldo kas optimal!
7. Jelaskan beberapa alternatif investasi untuk surplus kas!

---

## LATIHAN

### Latihan 9.1.

Apakah upaya-upaya mempercepat pemasukan kas dan memperlambat pengeluaran kas seperti yang diceritakan di atas (termasuk yang jadi sasaran adalah karyawan perusahaan) cukup etis dilakukan? Diskusikan!

### Latihan 9.2.

Misalkan varians aliran kas masuk harian = 800, biaya transaksi kas ke surat berharga atau sebaliknya = 25, tingkat bunga surat berharga 20% per tahun. Berdasarkan model Miller dan Orr berapa batas atas? Jika kas perusahaan mencapai 900, apa yang harus dilakukan? Jika kas perusahaan mendekati 0, apa yang harus dilakukan? (satu tahun ada 365 hari).

### Latihan 9.3.

PT Nanda mempunyai rencana penerimaan dan pengeluaran pada 6 (enam) bulan pertama tahun 2020 sebagai berikut :

1. Rencana Penjualan

Januari	Rp 6.400.000
Februari	Rp 8.200.000
Maret	Rp 5.800.000
April	Rp 6.800.000
Mei	Rp 7.400.000
Juni	Rp 8.000.000

Penjualan bulan Nopember dan Desember tahun lalu sebesar Rp6.200.000 dan Rp8.600.000. Pembayaran rencana penjualan ini diatur dengan ketentuan sebagai berikut :

- 30% dari penjualan diterima secara tunai dengan discount sebesar 5% dan sisanya dengan kredit.
- Dari penjualan kredit tersebut, 60% diterima dalam satu bulan setelah bulan penjualan, sedangkan sisanya diterima dalam bulan kedua setelah penjualan.

2. Penerimaan Lain-lain

Januari	Rp 90.000
Februari	Rp 1.400.000
Maret	Rp 1.000.000
April	Rp 1.200.000
Mei	Rp 1.100.000
Juni	Rp 1.000.000

3. Pada awal tahun, perusahaan akan menambah 1 (satu) buah mesin baru dengan nilai investasi diperkirakan Rp3.000.000 dan umur ekonomis 10 (sepuluh) tahun.

4. Pembelian bahan baku yang direncanakan

Januari	Rp 1.000.000
Maret	Rp 700.000
April	Rp 1.000.000
Juni	Rp 1.100.000

5. Pembayaran gaji Rp1.900.000 per bulan.
6. Asuransi dan dana kesejahteraan karyawan sebesar Rp4.000.000 akan dibayar pada bulan April.
7. Pajak perusahaan tahun lalu yang belum dibayar sebesar Rp1.000.000 dan akan dibayar pada bulan Juli.
8. Biaya operasional per bulan (tidak termasuk penyusutan) :

Januari	Rp 3.000.000
Februari	Rp 3.500.000
Maret	Rp 4.000.000
April	Rp 3.800.000
Mei	Rp 3.300.000
Juni	Rp 2.800.000
9. Pembayaran lain-lain :

Januari	Rp 1.200.000
Maret	Rp 1.100.000
Juni	Rp 1.400.000

Saldo akhir Desember tahun lalu Rp2.800.000 dan kas minimal ditetapkan sebesar Rp800.000.

Ditanyakan :

- a. Anggaran pengumpulan piutang
- b. Anggaran kas dengan ketentuan
  1. Pisahkan antara transaksi dan transaksi finansial.
  2. Jika defisit akan ditutup dari pinjaman bank dengan bunga 3% per bulan.



# **MANAJEMEN PIUTANG DAGANG**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pertimbangan Pemberian Kredit
2. Kebijakan Pengumpulan Piutang
3. Faktor Yang Mempengaruhi Piutang
4. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi
5. Besarnya Piutang
6. Kebijakan Piutang
7. Perputaran Piutang
8. Pengendalian Piutang
9. Penilaian Risiko Kredit Dan Penyaringan Pelanggan

---

## PENDAHULUAN

Piutang merupakan tagihan perusahaan kepada pihak lain yang timbul dari adanya transaksi penjualan perusahaan secara kredit. Manajemen piutang terutama menyangkut masalah pengendalian jumlah piutang, pengendalian pemberian dan pengumpulan piutang, dan evaluasi terhadap politik kredit yang dijalankan oleh perusahaan. Piutang yang dimiliki oleh perusahaan pada dasarnya harus dibiayai oleh perusahaan, karena dengan adanya piutang maka ada sebagian dana perusahaan yang terikat pada piutang. Dimana pada umumnya dana ini tidak produktif bahkan menanggung resiko. Piutang merupakan elemen modal kerja yang juga selalu dalam keadaan berputar secara terus-menerus dalam rantai perputaran modal kerja.

Hubungan antara piutang dengan kas adalah sebagai berikut:

Kas → Persediaan Barang Jadi → Piutang → Kas

Besarnya investasi dalam piutang ditentukan oleh:

1. Volume penjualan kredit,
2. Syarat pembayaran kredit, makin longgar atau makin lunak syarat kredit makin besar piutang dagang,
3. Kemampuan mengumpulkan atau menagih piutang,
4. Karakter pengutang atau debitur.

Ada tiga aspek penting yang berkaitan dengan piutang dalam perusahaan yaitu :

1. Kebijakan kredit  
Kebijakan penjualan secara kredit merupakan pedoman yang ditempuh perusahaan dalam menentukan langganan yang pantas diberikan kredit dan seberapa besar jumlah kredit yang akan diberikan.
2. Standar kredit  
Didefinisikan sebagai kriteria minimum yang harus ditempuh oleh seorang langganan untuk dapat diberikan kredit.
3. Biaya-biaya administrasi  
Semakin longgar standar kredit maka biaya administrasi yang berkaitan dengan piutang akan semakin besar demikian pula sebaliknya.

---

## PERTIMBANGAN PEMBERIAN KREDIT

Sebelum suatu kredit diputuskan, maka terlebih dahulu perlu dianalisis kelayakan kredit tersebut. Analisis kredit merupakan analisis yang digunakan untuk menilai layak tidaknya suatu kredit dikucurkan oleh lembaga keuangan seperti bank. Tujuannya jangan sampai kredit yang dibiayai nantinya tidak layak. Kalau ini yang terjadi maka kemungkinan besar bank akan menderita kerugian karena ketidakmampuan nasabah untuk mengembalikan pinjamannya alias macet. Tidak hanya itu saja ketidakmampuan membayar angsuran kredit, bagi nasabah juga akan terkena dampak dari beban yang harus dibayar yang justru dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan lebih lanjut.

Macetnya pembayaran kredit nasabah memang bukan hanya karena salah perhitungan dalam analisis kredit yang sesungguhnya, akan tetapi dapat terjadi karena faktor lainnya, misalnya objek kredit yang dibiayai terkena bencana alam. Namun paling tidak apabila kredit telah dinilai secara baik, maka risiko kredit

macet dapat diminimalkan. Oleh karena itu, sebelum kredit dikururkan wajib untuk terlebih dahulu dianalisis kelayakannya. Analisis kredit dapat dilakukan dengan berbagai alat analisis. Dalam praktiknya menurut Kasmir (2013: 258-261) terdapat beberapa alat analisis yang dapat digunakan untuk menentukan kelayakan suatu kredit.

## **THE FIVE C'S OF CREDIT**

### **Character**

*Character* adalah sifat atau watak nasabah. Analisis ini untuk mengetahui sifat atau watak seorang nasabah pemohon kredit, apakah memiliki watak atau sifat yang bertanggung jawab terhadap kredit yang diambilnya. Dari watak atau sifat ini akan terlihat kemauan nasabah untuk membayar dalam kondisi sesulit apa pun. Namun sebaliknya jika nasabah tidak memiliki sifat yang mau membayar, maka nasabah akan berusaha mengelak untuk membayar dengan berbagai alasan tentunya. Watak atau sifat ini akan dapat dilihat dari masa lalu nasabah melalui pengamatan, pengalaman, riwayat hidup, maupun hasil wawancara dengan nasabah.

### **Capacity**

*Capacity* yaitu analisis yang digunakan untuk melihat kemampuan nasabah dalam membayar kredit. Kemampuan ini dapat dilihat dari penghasilan pribadi untuk kredit konsumtif dan melalui usaha yang dibiayai untuk kredit perdagangan atau produktif. Kemampuan ini penting untuk dinilai agar bank tidak mengalami kerugian. Untuk menilai kemampuan nasabah dapat dinilai dari dokumen yang dimiliki, hasil konfirmasi dengan pihak yang memiliki kewenangan mengeluarkan surat tertentu (misalnya penghasilan seseorang), hasil wawancara atau melalui perhitungan rasio keuangan.

### **Capital**

*Capital* adalah untuk menilai modal yang dimiliki oleh nasabah untuk membiayai kredit. Hal ini penting karena bank tidak akan membiayai kredit tersebut 100%. Artinya, harus ada modal dari nasabah. Tujuannya jika nasabah juga ikut memiliki modal yang ditanamkan dikegiatan tersebut, maka nasabah juga akan merasa memiliki, sehingga termotivasi untuk bekerja sungguh-sungguh agar usaha tersebut berhasil, sehingga mampu untuk membayar kewajiban kreditnya.

### **Condition**

*Condition* yaitu kondisi umum saat ini dan yang akan datang tentunya. Kondisi yang akan dinilai terutama kondisi ekonomi saat ini, apakah layak untuk membiayai kredit untuk sektor tertentu. Misalnya, kondisi produksi tanaman tertentu sedang membludak pasaran (jenuh), maka kredit untuk sektor tersebut sebaliknya dikurangi. Kondisi lainnya yang harus diperhatikan adalah kondisi lingkungan sekitar, misalnya kondisi keamanan dan kondisi sosial masyarakat.

### **Collateral**

*Collateral*, merupakan jaminan yang diberikan nasabah kepada bank dalam rangka pembiayaan kredit yang diaukannya. Jaminan ini digunakan sebagai alternatif terakhir bagi bank untuk berjaga-jaga kalau terjadi kemacetan terhadap kredit yang dibiayai. Mengapa *collateral* atau jaminan menjadi penilaian terakhir dari 5C, hal ini disebabkan karena yang paling penting adalah penilaian yang disebutkan sebelumnya, apabila sudah layak maka jaminan hanyalah merupakan tambahan saja, untuk berjaga-jaga karena ada faktor-faktor yang tidak dapat

dihindari yang menyebabkan kredit macet, misalnya bencana alam. Di samping itu, juga untuk menjadi motivasi nasabah untuk membayar karena jaminannya ditahan oleh bank.

## **THE SEVEN P'S OF CREDIT**

### **Personality**

*Personality* atau kepribadian merupakan suatu penilaian yang digunakan untuk mengetahui kepribadian si calon nasabah. Dalam menilai kepribadian yang dilakukan bank, hampir sama dengan *character* atau sifat atau watak nasabah. Hanya saja *personality* lebih ditekankan kepada orangnya, sedangkan dalam *character* termasuk kepada keluarganya.

### **Purpose**

*Purpose* atau tujuan mengambil kredit. Seperti diketahui sebelumnya bahwa tujuan untuk mengambil kredit ada tiga yaitu untuk usaha yang produktif, atau untuk digunakan sendiri (konsumtif), atau perdagangan. Penilaian dari ketiga tujuan ini sedikit berbeda, oleh karena itu jangan sampai pemberian kredit yang dikurcurkan oleh bank disalahgunakan oleh nasabah.

### **Party**

*Party* artinya dalam menyalurkan kredit, bank memilah-milah menjadi beberapa golongan. Hal ini dilakukan agar bank lebih fokus untuk menangani kredit tersebut, misalnya kredit untuk usaha kecil, menengah, atau besar. Atau dapat juga dipilah berdasarkan wilayah, misalnya daerah pedesaan, perkotaan atau sektor usaha, misalnya peternakan, industri, atau sektor lainnya.

### **Payment**

*Payment* adalah cara pembayaran kredit oleh nasabah. Penilaian yang dilakukan untuk menilai cara nasabah untuk membayar kredit, apakah dari penghasilan (gaji) atau dari sumber objek yang dibiayai. Dari penilaian ini akan terlihat kemampuan nasabah dalam membayar kredit.

### **Prospect**

*Prospect* yaitu untuk menilai harapan ke depan terutama terhadap objek kredit yang dibiayai. Tentunya harapan yang diinginkan adalah memberikan harapan yang baik atau cerah. Usaha yang tidak mengandung prospek cerah sebaiknya ditunda karena akan menyulitkan bank dan nasabah nantinya, misalnya usaha yang sudah memasuki titik jenuh.

### **Profitability**

*Profitability*, artinya kredit yang dibiayai oleh bank akan memberikan keuntungan bagi kedua belah pihak, baik bank ataupun nasabah. Jika tidak sebaiknya jangan diberikan. Keuntungan bagi bank tentunya adalah berupa balas jasa yang diberikan nasabah dari bunga atau bagi hasil. Sebaiknya bagi nasabah adalah berkembangnya usaha yang dibiayai yang ujung-ujungnya juga adalah keuntungan dan adanya tambahan modal baginya.

### **Protection**

*Protection* artinya perlindungan terhadap objek kredit yang dibiayai. Perlindungan tidak sebatas jaminan fisik yang diberikan, akan tetapi lebih dari itu yaitu jaminan si pengambil kredit seperti asuransi meninggal dunia dan jaminan perlindungan terhadap jaminan fisik yang diberikan dari kehilangan, kerusakan, atau lainnya.

---

## **KEBIJAKAN PENGUMPULAN PIUTANG**

Secara umum kredit perdagangan menurut Kasmir (2013: 243-250) diartikan sebagai:

Penjualan barang dimana pembayarannya dilakukan secara angsuran (cicilan) sesuai kesepakatan yang dibuat antara penjual dan pembeli untuk jangka waktu tertentu dengan masing-masing hak dan kewajibannya.

Dari pengertian ini terkandung bahwa dalam transaksi penjualan secara kredit adanya suatu kesepakatan untuk melakukan transaksi. Di dalam kesepakatan tersebut tertuang hak dan kewajiban masing-masing pihak. Misalnya, jumlah yang harus dibayar pihak penerima berikut jangka waktu pembayaran. Di samping itu, adanya kebijakan terhadap penjualan kredit tersebut apabila misalnya dilunasi sebelum jangka waktunya. Untuk perusahaan dagang pengaruh dari hasil penjualan kredit ini akan terlihat komponen pos piutang di aktiva lancar bagi perusahaan yang menjual barang. Sebaliknya bagi perusahaan yang membeli secara kredit, maka akan terlihat di sisi pasiva pada pos utang dagang.

Dalam rangka meningkatkan penjualan secara kredit, maka perusahaan dagang perlu menetapkan kebijakan kredit (*credit policy*). Tujuannya agar penjualan kredit yang diberikan akan memberikan keuntungan seperti yang diinginkan. Penundaan atau keterlambatan pembayaran oleh debitur akan merugikan perusahaan pemberi, apalagi debitur yang tidak mampu untuk mengembalikannya. Oleh karena itu, dalam memberikan atau menjual barang secara angsuran ada beberapa kebijakan yang harus dilakukan. Kebijakan kredit ini meliputi:

### **STANDAR KREDIT**

Penjualan barang atau jasa yang diberikan ke pelanggan mengandung suatu risiko bagi perusahaan yang menyebabkan kerugian bagi perusahaan entah keterlambatan waktu pembayaran atau kerugian karena nasabah tidak mampu lagi membayar barang yang sudah dibelinya. Dalam praktiknya risiko yang dihadapi perusahaan berkaitan dengan penjualan kredit adalah:

1. Pelanggan terlambat untuk membayar tagihannya kepada perusahaan, misalnya melewati batas tanggal jatuh tempo. Hanya saja walaupun terlambat atau tersendat-sendat pelanggan masih mau dan mampu untuk membayar tagihannya.
2. Perjalanannya terkadang pelanggan tidak memiliki kemampuan untuk membayar sesuai kesepakatan, sehingga kredit benar-benar macet, sekalipun pelanggan masih berusaha untuk membayar.
3. Pelanggan kabur sehingga tidak dapat ditagih sama sekali dan ini benar-benar macet, alias tidak tertagih.

Untuk menghindari atau meminimalkan risiko yang dihadapi perusahaan, maka sebelum penjualan kredit diberikan, maka perlu dilakukan analisis kredit. Tujuannya adalah untuk mengetahui kemauan dan kemampuan pelanggan dalam membayar kewajibannya. Analisis kredit yang diberikan tidak jauh berbeda dengan pinjaman yang diberikan bank, misalnya dengan analisis "*the Five C's of Credit*" (dibahas dalam analisis kebijakan terhadap investasi). Dengan alat analisis

ini paling tidak perusahaan mampu melihat kemauan dan kemampuan nasabah sebelum penjualan kredit diberikan.

### **PERSYARATAN KREDIT**

Kebijakan kredit juga berkaitan erat dengan persyaratan kredit yang diberikan. Persyaratan kredit ini berguna untuk meningkatkan penjualan kredit dan merangsang pelanggan untuk segera membayar tagihannya. Di samping itu, jangka waktu kredit yang diberikan juga memberikan ruang gerak pelanggan untuk membayar kredit yang diterimanya. Sebagai contoh, perusahaan memberikan persyaratan kredit **2/10, net 30** yang artinya pelanggan akan diberikan potongan pembayaran 2% dari total penjualan apabila perusahaan membayar dalam waktu 10 hari. Sedangkan jangka waktu kredit adalah 30 hari yang artinya kredit harus dibayarkan dalam jangka waktu 30 hari.

Bila perusahaan memberikan persyaratan kredit **2/10, net 60** yang artinya pelanggan akan diberikan potongan pembayaran 2% dari penjualan apabila perusahaan membayar dalam waktu 10 hari. Sedangkan jangka waktu kredit adalah 60 hari yang artinya kredit harus dibayar dalam jangka waktu 60 hari. Selanjutnya, perusahaan dapat memperpanjang jangka waktu kredit guna meningkatkan penjualan. Akan tetapi memperpanjang jangka waktu kredit mengandung suatu risiko tertanamnya dana dalam piutang, makin besar dan makin berpotensi membuat kredit tersebut macet.

Kemudian untuk merangsang kecepatan pembayaran kredit dapat pula dilakukan dengan potongan kas (*cash discount*). Pemberian potongan ini dapat dilakukan dengan menaikkan potongan seperti 2/10, net 30 menjadi 3/10, net 30 atau sesuai dengan kebijakan perusahaan.

### **KEBIJAKAN PENGUMPULAN PIUTANG**

Kebijakan kredit dan pengumpulan piutang menurut Sartono (2014: 435-436) mencakup beberapa keputusan: (1) kualitas *account accepted*, (2) periode kredit, (3) potongan tunai, (4) persyaratan khusus dan (5) tingkat pengeluaran untuk pengumpulan piutang. Apabila pelanggan terlambat untuk membayar tagihannya, maka perusahaan perlu mengambil tindakan nyata untuk menyelamatkan kredit tersebut agar tidak macet. Tindakan atau kebijakan yang dapat dilakukan meliputi hal-hal sebagai berikut:

1. Melalui teguran yang dilakukan melalui surat atau telepon. Teguran ini dapat bersifat mengingatkan, misalnya sebelum kredit jatuh tempo pelanggan di telpon dengan teguran halus. Kemudian teguran dapat pula bersifat menyuruh nasabah untuk segera membayar dan memastikan tanggal kapan pelanggan akan dibayar.
2. Apabila melalui teguran baik surat maupun telepon sudah tidak ditanggapi, maka perusahaan dapat menyerahkannya ke badan penagih (*collection agency*) semacam *debt collector* untuk menagih kredit tersebut hingga tertagih.

### **RASIO YANG BERHUBUNGAN DENGAN PIUTANG**

Penjualan secara kredit akan mengakibatkan atau mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan. Oleh karena itu, manajemen perlu menilai kinerja dari sisi piutangnya. Alat ukur untuk menilai kinerja ini dapat dilakukan dengan menggunakan rasio rasio keuangan yang berhubungan dengan

piutang tersebut. Sedangkan rasio-rasio keuangan yang berhubungan dengan piutang tersebut adalah sebagai berikut:

1. Perputaran piutang (*receivable turnover*)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa lama penagihan piutang selama satu periode. Atau berapa kali dana yang ditanam dalam piutang ini berputar dalam satu periode. Makin tinggi rasio menunjukkan bahwa modal kerja yang ditanamkan dalam piutang makin rendah (bandingkan dengan rasio tahun sebelumnya) dan tentunya kondisi ini bagi perusahaan makin baik. Sebaliknya jika rasio makin rendah, maka ada *over investment* dalam piutang. Yang jelas bahwa rasio perputaran piutang memberikan pemahaman tentang kualitas piutang dan kesuksesan penagihan piutang.

2. Hari rata-rata penagihan piutang (*days of receivable*)

Bagi bank yang akan memberikan kredit perlu juga menghitung hari rata-rata penagihan piutang (*days of receivable*). Hasil perhitungan ini menunjukkan jumlah hari (berapa hari) piutang tersebut rata-rata tidak dapat ditagih dan rasio ini juga sering disebut *days sales uncollected*

---

## **FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PIUTANG**

### **KENAPA PERUSAHAAN MEMPUNYAI PIUTANG**

Secara umum, perusahaan akan lebih suka untuk menjual dengan tunai, karena akan menerima kas lebih cepat dan memperpendek siklus kas. Tetapi tekanan persaingan membuat perusahaan bersedia menjual secara kredit. Piutang dagang muncul ketika penjualan terjadi, tetapi perusahaan belum menerima kas. Dengan demikian penggunaan piutang diharapkan bisa meningkatkan penjualan dan keuntungan, tetapi di lain pihak, piutang juga menyebabkan peningkatan biaya yang berkaitan dengan piutang. Biaya tersebut antara lain biaya kesempatan karena dana tertanam pada investasi piutang dan biaya piutang tidak terbayar. Kebijakan piutang yang baik adalah kebijakan yang bisa mengoptimalkan *trade-off* keuntungan dan risiko (kerugian) dari piutang tersebut. Pada akhirnya pembeli akan melunasi utangnya, dan dengan demikian piutang dagang akan terbayar. Piutang datang akan berkurang dalam situasi ini. Tema dalam manajemen piutang kredit akan sama dengan manajemen modal kerja pada umumnya, yaitu ada *trade-off* antara risiko dengan *return* (tingkat keuntungan). Semakin tinggi piutang dagang, semakin besar biaya yang berkaitan dengan piutang dagang, misal biaya investaso. Biaya piutang tidak terbayar. Tetapi semakin tinggi piutang, semakin besar tingkat penjualan yang diharapkan. Manajer keuangan harus menentukan tingkat piutang dagang yang optimal.

### **SIKLUS PIUTANG DAGANG**

Tingkat piutang suatu perusahaan dalam suatu periode bisa dipecah ke dalam dua hal: (1) besarnya piutang rata-rata, dan (2) Rata-rata lamanya periode pengumpulan piutang. Sebagai contoh, jika suatu perusahaan mempunyai penjualan kredit rata-rata harian Rp1 juta, kemudian lamanya periode pengumpulan piutang adalah 30 hari, maka piutang perusahaan, pada saat operasi perusahaan sudah mulai stabil, adalah:

$$\text{Piutang} = 30 \text{ hari} \times \text{Rp1 juta} = \text{Rp30 juta}$$

Piutang tersebut merupakan suatu investasi yang harus dibiayai. Dana untuk membiayai investasi tersebut bisa berasal dari beberapa hal, utang wesel atau utang dagang. Misalkan suatu perusahaan baru saja berdiri dengan menerbitkan saham, dan langsung memproduksi persediaan. Neraca perusahaan tersebut akan nampak sebagai berikut ini.

Persediaan	1.500	Saham Biasa	1.500
------------	-------	-------------	-------

Kemudian perusahaan menjual dengan kredit dengan nilai perusahaan sebesar 2.000. Neraca berikut ini menunjukkan perubahan tersebut.

Piutang	2.000	Saham Biasa	1.500
Persediaan	0	Laba yang Ditahan	500

Untuk hari berikutnya, perusahaan harus memproduksi kembali, tetapi piutang belum bisa diuangkan. Perusahaan harus mencair sumber pendanaan, misal dari utang wesel. Neraca perusahaan pada hari kedua akan nampak sebagai berikut ini.

Piutang	2.000	Utang Wesel	1.500
Persediaan	1.500	Saham Biasa	1.500
		Laba yang Ditahan	500

Kemudian pada hari ketiga, ketika piutang telah dibayar, neraca akan nampak sebagai berikut ini.

Kas	2.000	Utang Wesel	1.500
		Saham biasa	1.500
Piutang	2.000	Laba yang Ditahan	1.000

Setelah utang wesel terbayar, kas akan menunjukkan nilai sebagai berikut ini.

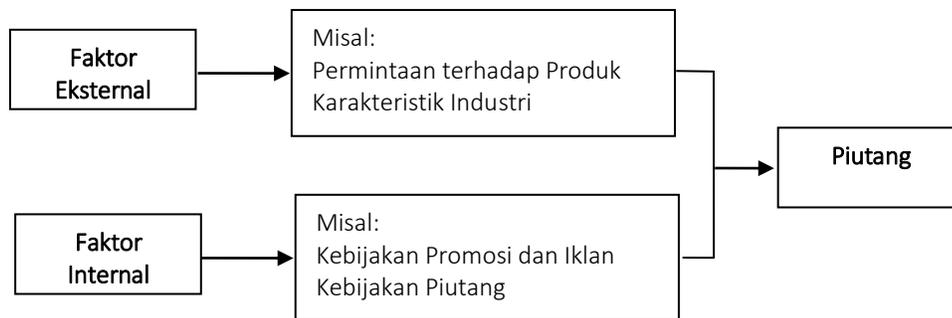
Kas	500	Saham biasa	1.500
Piutang	2.000	Laba yang Ditahan	1.000

Ilustrasi di atas menunjukkan siklus piutang. Piutang didanai oleh utang wesel dan saham.

### **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI BESARNYA PIUTANG**

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi besar kecilnya piutang dagang. Faktor tersebut bisa dikelompokkan ke dalam dua bagian: eksternal dan internal. Bagan berikut ini menggambarkan skema tersebut.

Gambar 17.1. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Besar Kecilnya Piutang Dagang



### 1. Faktor Eksternal

Permintaan terhadap produk dan karakteristik industri. Besarnya piutang bervariasi dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya dan dari satu industri ke industri lainnya. Sebagai contoh Perusahaan RETAIL cenderung mempunyai tingkat piutang dan persediaan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan manufaktur. Kenapa satu industri mempunyai tingkat piutang dan persediaan yang lebih tinggi.

Beberapa kemungkinan jawabannya

1. Karakteristik produk dan proses produksi
2. Faktor kompetisi
3. Faktor musiman

### 2. Faktor Internal

Di samping faktor eksternal, faktor internal juga akan menentukan besar kecilnya persediaan dan piutang. Sebagai contoh, manajer keuangan mempunyai pilihan apakah akan melaksanakan kebijakan kredit yang longgar (yang berarti akan meningkatkan piutang) atau yang ketat (yang berarti akan meminimumkan piutang). Tentunya seperti disebutkan dimuka, kebijakan piutang akan melibatkan *trade-off* antara keuntungan dan biaya (risiko). Faktor internal lain bisa mempengaruhi piutang seperti kebijakan promosi dan iklan, kebijakan piutang. Disamping faktor eksternal, faktor internal juga akan menentukan besar kecilnya persediaan piutang. Sebagai contoh, manajer keuangan mempunyai pilihan apakah akan melaksanakan kebijakan kredit yang longgar (meningkatkan piutang) atau ketat (meminimumkan piutang). Tentunya kebijakan piutang akan menciptakan trade off antar keuntungan dan biaya (resiko). Faktor internal lain juga mempengaruhi piutang, sebagai contoh perusahaan cukup sukses untuk mengelola promosi sehingga penjualan akan meningkat, maka piutang akan meningkat.

---

## FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI BESARNYA PIUTANG

Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya investasi dalam piutang menurut Riyanto (2015: 85-87) dapatlah disebutkan sebagai berikut:

## **VOLUME PENJUALAN KREDIT**

Makin besar proporsi kredit dari keseluruhan penjualan memperbesar jumlah investasi dalam piutang. Dengan makin besarnya volume penjualan kredit setiap tahunnya berarti bahwa perusahaan itu harus menyediakan investasi yang lebih besar lagi dalam piutang. Makin besarnya jumlah piutang berarti makin besarnya risiko, tetapi bersamaan dengan itu juga memperbesar "*profitability*"-nya.

## **SYARAT PEMBAYARAN PENJUALAN KREDIT**

Syarat pembayaran penjualan kredit dapat bersifat ketat atau lunak. Apabila perusahaan menetapkan syarat pembayaran yang ketat berarti bahwa perusahaan lebih mengutamakan keselamatan kredit daripada pertimbangan profitabilitas. Syarat yang ketat misalnya dalam bentuk batas waktu pembayarannya yang pendek, pembebanan bunga yang berat pada pembayaran piutang yang terlambat. Makin panjang batas waktu pembayarannya berarti makin besar jumlah investasinya dalam piutang.

## **KETENTUAN TENTANG PEMBATAAN KREDIT**

Dalam penjualan kredit, perusahaan dapat menetapkan batas maksimal atau plafond bagi kredit yang diberikan kepada para langganannya. Makin tinggi plafond yang ditetapkan bagi masing-masing langganan berarti makin besar pula dana yang diinvestasikan dalam piutang. Demikian pula ketentuan mengenai siapa yang dapat diberi kredit. Makin selektif para langganan yang dapat diberi kredit akan memperkecil jumlah investasi dalam piutang. Dengan demikian maka pembatasan kredit disini bersifat baik kuantitatif maupun kualitatif.

## **KEBIJAKSANAAN DALAM MENGUMPULKAN PIUTANG**

Perusahaan dapat menjalankan kebijaksanaan dalam pengumpulan piutang secara aktif atau pasif. Perusahaan yang menjalankan kebijaksanaan secara aktif dalam pengumpulan piutang akan mempunyai pengeluaran uang yang lebih besar untuk membiayai aktivitas pengumpulan piutang tersebut dibandingkan dengan perusahaan lain yang menjalankan kebijaksanaannya secara pasif. Perusahaan yang disebutkan terdahulu kemungkinan akan mempunyai investasi dalam piutang yang lebih kecil daripada perusahaan yang disebutkan kemudian. Tetapi biasanya perusahaan hanya akan mengadakan usaha tambahan dalam pengumpulan piutang apabila biaya usaha tambahan tersebut tidak melampaui besarnya tambahan *revenue* yang diperoleh karena adanya usaha tersebut. Jadi perusahaan tidak akan mengeluarkan uang sebesar Rp1.000,00 untuk dapat mengumpulkan piutang sebesar Rp500,00.

## **KEBIASAAN MEMBAYAR DARI PARA LANGGANAN**

Ada sebagian langganan yang mempunyai kebiasaan untuk membayar dengan menggunakan kesempatan mendapatkan *cash discount*, dan ada sebagian lain yang tidak menggunakan kesempatan tersebut. Perbedaan cara pembayaran ini tergantung kepada cara penilaian mereka terhadap mana yang lebih menguntungkan antara kedua alternatif tersebut. Apabila perusahaan telah menetapkan syarat pembayaran 2/10/net 30, para langganan dihadapkan pada dua alternatif, yaitu apakah mereka akan membayar pada hari ke-10 atau pada hari ke-30 sesudah barang diterima. Alternatif pertama ialah apabila mereka akan membayar pada

hari ke-30 yang ini berarti bahwa mereka membelanjai pembeliannya sepenuhnya dengan kredit penjual (kredit leveransir). Alternatif kedua ialah kalau mereka membayar pada hari ke-10 dengan mendapatkan *cash discount* sebesar 2%. Pada umumnya para langganan lebih menyukai pembayaran pada hari ke-10 karena mendapatkan *cash discount*, dengan meminjam uang dari bank yang pada umumnya dengan tingkat bunga yang lebih rendah daripada bunga kredit leveransir.

Kebiasaan para langganan untuk membayar dalam "*cash discount period*" atau sesudahnya akan mempunyai efek terhadap besarnya investasi dalam piutang. Apabila sebagian besar para langganan membayar dalam waktu selama "*discount period*", maka dana yang tertanam dalam piutang akan lebih cepat bebas, yang ini berarti makin kecilnya investasi dalam piutang. Seperti halnya pada *inventory*, dalam piutang pun kita mengenal pula pengertian persediaan besi atau persediaan minimal, yaitu yang disebut "persediaan besi debitur" atau "persediaan inti debitur". Persediaan besi debitur adalah saldo piutang yang secara terus-menerus dan selalu tertanam dalam perusahaan sebagai akibat dari adanya jangka waktu kredit yang diberikan kepada para langganan atau debitur. Dengan kata lain dapatlah dikatakan persediaan inti debitur adalah jumlah minimal dari dana yang diberikan sebagai kredit penjual untuk mempertahankan *credit sales* yang normal, dan jumlah ini merupakan "inti permanen" dari kebutuhan yang diinvestasikan dalam piutang.

---

## KEBIJAKAN PIUTANG

Kebijakan kredit merupakan kebijakan internal yang bisa dikendalikan oleh manajer keuangan. Kebijakan kredit bisa dilihat sebagai *trade-off* antara peningkatan keuntungan dan peningkatan biaya yang berkaitan dengan piutang dagang. Peningkatan keuntungan diperoleh dari peningkatan penjualan. Peningkatan biaya bisa terjadi antara lain melalui peningkatan biaya investasi, peningkatan risiko piutang tak terbayar, dan peningkatan potongan kas.

## ANALISIS KUANTITATIF MANFAAT DAN BIAYA

Misalkan PT Dinar saat ini menjual dengan tunai. Penjualan saat ini adalah Rp100 juta. Perusahaan mempertimbangkan pemberian kredit untuk meningkatkan penjualan. Penggunaan kredit diperkikan akan meningkatkan penjualan sebesar Rp20 juta. Harga produk adalah Rp1.000,00, sedangkan biaya variabel adalah Rp750,00. Tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk piutang adalah 20% sebelum pajak. Rata-rata pengumpulan piutang adalah 2 bulan. Bagan berikut ini menunjukkan analisis untuk melihat apakah pemberian kredit tersebut pantas dilakukan.

**Tabel 17.1.** Analisis Pemberian Kredit

i.	Tambahan keuntungan:	
	Tambahan penjualan	= Rp20.000.000
	Tambahan keuntungan	= 0,25 x Rp20.000.000
		= Rp5.000.000
ii.	Tambahan biaya:	
	Tambahan piutang	= Rp120 juta/6 = Rp20.000.000

Tambahan investasi pada piutang	= 0,75 x Rp20.000.000 = Rp15.000.000
Keuntungan yang disyaratkan	= 0,2 x Rp15.000.000 = Rp3.000.000

Dalam bagan di atas, margin kontribusi dihitung sebagai berikut ini:

$$[(\text{harga} - \text{biaya variabel}) / \text{harga}] \times 100\% = 25\%$$

Margin kontribusi dipakai untuk perhitungan tambahan keuntungan dan biaya. Tambahan biaya bersumber dari biaya investasi pada piutang. Perhatikan dalam hal ini biaya variabel yang relevan karena dianggap biaya tetap konstan untuk kisaran penjualan tertentu. Karena tambahan tingkat keuntungan (Rp5 juta) lebih besar dibandingkan dengan tambahan biaya (Rp3 juta), maka keputusan menjual secara kredit layak dilakukan.

Ilustrasi di atas belum memasukkan biaya-biaya lain yang berkaitan dengan piutang dagang. Misalkan berangkat dari tingkat penjualan kredit di atas, PT Dinar sedang mempertimbangkan pelonggaran lebih lanjut. Ada dua alternatif pelonggaran yang sedang di pertimbangkan: moderat dan ekstrim. Berikut perkiraan informasi yang berkaitan dengan pelonggaran tersebut.

	Pelonggaran Moderat	Pelonggaran Ekstrim
Tambahan penjualan	Rp20.000.000,00	Rp30.000.000,00
Rata-rata periode pengumpulan piutang	3 bulan	4 bulan
Piutang tidak terbayar	1%	3%
Perputaran piutang dalam satu tahun (12/rata-rata periode pengumpulan piutang)	4 kali	3 kali

Tabel di atas memasukkan perhitungan piutang tidak terbayar yang dihitung berdasarkan persentase dari total kredit. Periode pengumpulan piutang menjadi semakin melambat, yaitu menjadi 3 bulan dan 4 bulan untuk pelonggaran moderat dan ekstrim, berturut-turut. Evaluasi kedua alternatif tersebut bisa dilihat berikut ini.

**Tabel 17.2. Evaluasi Kredit Moderat Versus Kredit Ekstrim**

	Moderat	Ekstrim
<b>A. Tambahan keuntungan:</b>		
Tambahan penjualan	Rp20.000.000,00	Rp30.000.000,00
Tambahan keuntungan	0,25 x Rp20 jt = Rp5 jt	0,25 x Rp30 juta = Rp 7,5 juta
<b>B. Tambahan biaya:</b>		
1. Tingkat piutang	Rp140 jt/4 = Rp35.000.000,00	Rp150 juta/3 = Rp50.000.000,00
Investasi pada piutang	0,75 x Rp35 jt = Rp26,25 jt	0,75 x Rp50 juta = Rp37,5 juta
Tambahan investasi pada piutang	Rp26,25 jt – Rp15 jt = Rp11.250.000	Rp37,5 jt – Rp15 jt = Rp22.500.000

Tambahan tingkat keuntungan yang disyaratkan	0,2 x Rp11.250.000,00 = Rp2.250.000,00	0,2xRp22.500.000,00 = Rp4.500.000,00
2. Piutang yang tidak terbayar	0,01 x Rp140 juta Rp1.400.000,00	0,03 x Rp150 juta = Rp4.500.000,00
3. Total tambahan biaya (1+2)	Rp3.650.000,00	Rp9.000.000
C. Keuntungan bersih: (tambahan keuntungan – tambahan biaya)	Rp1.350.000,00	Rp(-)1.500.000,00

Dari tabel diatas nampak bahwa pelonggaran kredit moderat memberikan tambahan keuntungan yang positif, sementara pelonggaran kredit ekstrim memberikan tambahan keuntungan yang negatif. Dengan demikian pelonggaran moderat bisa diterima, sementara pelonggaran ekstrim tidak alayak dilakukan.

Misalkan PT Dinar menjalankan kebijakan pelonggaran kredit moderat, tetapi tidak puas dengan periode pengumpulan piutang yang relatif lama. PT Dinar merencanakan pemberian poonga kas dengan *term* sebagai berikut ini.

$$2/10 - n/90$$

PT Dinar menawarkan potongan 2% jika pelanggan membayar dalam jangka waktu 10 hari atau kurang sejak pembelian. Piutang dagang jatuh tempo dalam jangkat waktu 90 hari. Misalkan PT Dinar memperkirakan 37,5% pelanggan memanfaatkan potongan kas tersebut dengan membayar pada hari kesepuluh, sementara sisanya membayar pada hari ke-90. Rata-rata periode pengumpulan piutang bisa dihitung sebagai berikut ini.

$$(37,5\% \times 10 \text{ hari}) + (62,5\% \times 90 \text{ hari}) = 60 \text{ hari}$$

Berikut ini perbandingan antara kondisi saat ini (penjualan kredit) dan kondisi menawarkan potongan kas 2%.

	Penjualan Kredit Moderat	Penjualan Kredit dan Potongan Kas 2%
Penjualan	Rp140 juta	Rp140 juta
Tambahan penjualan	0	0
Rata-rata periode pengumpulan piutang	90 hari	60 hari
Perutaran piutang	12/3 = 4 kali	12/2 = 6 kali
Piutang tidak terbayar	1%	1%

Evaluasi pemberian potongan kas bisa dilakukan sebagai berikut ini.

**Tabel 17.3. Evaluasi Pemberian Potongan Kas**

i. Tambahan keuntungan:	
Tambahan penjualan	= 0
Tambahan keuntungan	= 0
ii. Penghematan biaya:	
A. Penurunan biaya investasi piutang	

1. Tingkat piutang baru	= Rp140 juta/6 = Rp23.333.333,00
Investasi pada piutang	= 0,75 x Rp23.333.333,00 = Rp17.497.500,00
2. Tingkat piutang saat ini	= Rp140 juta/4 = Rp35.000.000,00
Investasi pada piutang	= 0,75 x Rp35.000.000,00 = Rp26.250.000,00
3. Penurunan investasi piutang	= Rp26,25 juta – Rp17,497 juta = Rp8.752.500,00
Penghematan keuntungan yang disyaratkan	= 0,2 x Rp8.752.500,00 = Rp1.750.500,00
B. Tambahan biaya potongan kas	
Potongan kas	= 37,5% x Rp140 juta x 0,02 = Rp1.050.000,00
iii. Keuntungan bersih:	= Rp1,7505 juta – Rp1,05 juta = Rp700.000,00

Karena keuntungan kas bersih menunjukkan angka positif, maka tawaran potongan kas nampaknya layak dilakukan. Penghematan dari penurunan investasi sebesar Rp1,75 juta lebih besar dibandingkan dengan biaya potongan kas sebesar Rp1,05 juta. Tambahan keuntungan yang diperoleh adalah Rp700 ribu.

### **ANALISIS KUALITATIF KEBIJAKAN KREDIT**

Di samping analisis kuantitatif seperti dijelaskan di muka, manajer keuangan akan mengevaluasi debitur potensial, apakah mereka layak diberi kredit atau tidak. Manajer keuangan harus mencari informasi yang bisa dipakai untuk menentukan apakah seseorang atau perusahaan pantas menerima kredit. Informasi tersebut bisa diperoleh dari beberapa sumber:

1. *Laporan keuangan.* Perusahaan bisa meminta pelanggan untuk mengirimkan laporan keuangannya. Laporan tersebut bisa dipakai untuk mengidentifikasi kemampuan ekonomis (kemampuan menghasilkan kas) dan juga stabilitas aliran kas yang dihasilkan. Perhitungan rasio bisa dilakukan untuk mendukung analisis terhadap pelanggan.
2. *Bank.* Bank biasanya menyimpan informasi mengenai pelanggannya. Bank bisa diminta membantu menentukan apakah suatu perusahaan layak diberi pinjaman kredit atau tidak.
3. *Asosiasi perdagangan.* Banyak asosiasi perdagangan yang mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai perusahaan yang menjadi anggotanya.
4. *Pengalaman perusahaan.* Jika calon penerima kredit sudah terbiasa melakukan transaksi dengan perusahaan, maka perusahaan dapat mengevaluasi pengalaman historis melakukan transaksi bisnis dengan calon debitur tersebut.
5. *Informasi lainnya.* Banyak cara lain untuk memperoleh informasi apakah suatu perusahaan layak diberi kredit atau tidak. Perusahaan bisa memperoleh informasi melalui laporan *credit rating*. Di negara maju, biasanya ada lembaga khusus yang merating atau mengkompilasi sejarah pembayaran seseorang atau institusi tertentu. Sebagai contoh, keputusan memberi kartu kredit atau

tidak sering didasarkan atas informasi dari agen pelaporan yang menyimpan informasi historis mengenai pembayaran seseorang, informasi dari perusahaan lain yang pernah berhubungan dengan calon penerima kredit, juga bisa dipakai.

## **ANALISIS SKORING (PEMBERIAN SKOR) DALAM ANALISIS KREDIT**

Beberapa perusahaan menggunakan analisis yang lebih canggih untuk menentukan apakah pihak tertentu layak diberi kredit. Sebagai contoh, perusahaan kredit barangkali mempunyai model tertentu (seperti model *credit scoring*) untuk menganalisis calon penerima kartu kredit. Model tersebut barangkali merupakan model dengan teknik statistik diskriminan seperti berikut ini.

$$Y = 0,23 + 0,2 (\text{Usia}) + 0,003 (\text{Pendapatan}) + 500 (\text{Kepemilikan rumah}) \quad (1)$$

Kepemilikan rumah merupakan variabel *dummy*, yang bernilai 1 jika memiliki rumah, dan 0 jika tidak. Misal seorang pelamar kartu kredit mempunyai usia 30 tahun, pendapatan Rp5 jutaper bulan, dan mempunyai rumah sendiri. Dengan menggunakan model di atas, orang tersebut mempunyai skor sebesar:

$$Y = 0,23 + 0,2 (30) + 0,003 (5 \text{ juta}) + 500 (1) = 15.500,29$$

Misal perusahaan mempunyai batas skor (*cut-off rate*) sebesar 10.000. Karena skor pelamar tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan batas minimal, maka pelamar tersebut pantas diberi kartu kredit.

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

$$Y = 5 (\text{coverage biaya tetap}) + 20 (\text{rasio quick}) + 1,5 (\text{usia perusahaan})$$

Kemudian perusahaan mempunyai pengelompokan kelas risiko sebagai berikut ini. Kelas risiko rendah jika skor diatas 50, kelas risiko menengah jika skor di antara 25 dan 50, dan kelas risiko tinggi jika skor dibawah 25. Kebijakan kredit kemudian dirumuskan sebagai berikut ini.

Jenis Risiko	Skor	Kebijakan
Risiko Rendah	> 50	Kredit langsung diberikan
Risiko Menengah	25 <= skor <=50	Kredit diberikan secara terbatas, dengan laporan keuangan diberikan setiap setengah tahun
Risiko Tinggi	<25	Kredit tidak diberikan

Misalkan seorang calon mempunyai data *coverage* biaya tetap = 4 , rasio *quick* = 1, usia perusahaan = 10 tahun, skor untuk calon tersebut adalah:

$$Y = 5 (4) + 10 (1) + 1.5 (10) = 55$$

Calon tersebut berada dalam kategori kelas rendah. Karena calon tersebut mempunyai skor dalam kategori risiko rendah, manajer bisa memberikan kredit secara langsung kepada perusahaan tersebut. Penggunaan model skoring semacam itu semakin mudah dilakukan dengan bantuan komputer.

---

## PERPUTARAN PIUTANG

Kelancaran penerimaan piutang dan pengukuran baik tidaknya investasi dalam piutang dapat diketahui dari tingkat perputarannya. Perputaran piutang adalah masa-masa penerimaan piutang dari suatu perusahaan selama periode tertentu. Perputaran piutang akan menunjukkan berapa kali piutang yang timbul sampai piutang tersebut dapat tertagih kembali ke dalam kas perusahaan. Perputaran piutang dapat didefinisikan sebagai: posisi piutang dan taksiran waktu pengumpulannya dapat dinilai dengan menghitung tingkat perputaran piutang tersebut (*turn over receivable*), yaitu dengan membagi total penjualan kredit (netto) dengan piutang rata-rata.

Tingkat perputaran piutang (*receivable turn over*) dapat diketahui dengan membagi jumlah kredit sales selama periode tertentu dengan jumlah rata-rata piutang (*average receivable*). Menurut Munawir (2004:75), "Posisi piutang dan taksiran waktu pengumpulannya dapat dinilai dengan menghitung tingkat perputaran piutang *turn over receivable* yaitu, dengan membagi total penjualan kredit neto dengan piutang rata-rata".

Dari pengertian diatas, dapat disimpulkan bahwa perputaran piutang terdiri dari dua variable yaitu total penjualan kredit dan rata-rata piutang. Periode perputaran piutang tergantung dari panjang pendeknya ketentuan waktu yang dipersyaratkan dalam syarat pembayaran kredit. Perputaran piutang (*receivable turnover*) dipengaruhi oleh syarat pembayaran dan kecenderungan debitur untuk menepati janji pembayarannya.

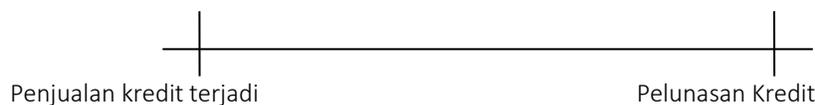
---

## PENGENDALIAN PIUTANG

Manajer keuangan perlu melakukan tindakan-tindakan yang diperlukan jika ada indikasi semacam itu, misal memperketat kebijakan kredit. Disamping itu, kenaikan piutang yang tidak terkendali bisa mengindikasikan kondisi bisnis yang semakin buruk secara umum (misal penjualan semakin menurun). Penanganan yang cepat dengan demikian akan membantu memecahkan masalah. Monitoring piutang dagang bisa dilakukan dengan mengawasi periode pengumpulan piutang. Ada beberapa cara untuk mengawasi piutang: rata-rata periode piutang, *aging schedule* (skedul umur), dan *payment pattern approach* (pendekatan pola pembayaran).

### **RATA-RATA PERIODE PENGUMPULAN PIUTANG (DAYS SALES OUTSTANDING/DSO)**

Rata-rata periode pengumpulan piutang adalah periode dari penjualan kredit terjadi sampai penjualan tersebut dibayarkan.



Periode pengumpulan ingin melihat seberapa lama piutang dagang terbayar, misalkan PT Dinar mempunyai rata-rata penjualan kredit harian sebesar Rp2 juta. Informasi lebih lanjut menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kebijakan kredit 2/10-n/20. Hal itu berarti perusahaan menawarkan potongan kas sebesar 2% untuk pelanggan yang membayar 10 hari atau kurang dari hari pembelian. Piutang jatuh tempo dalam waktu 30 hari. Informasi lebih lanjut menunjukkan bahwa 60% pelanggan memanfaatkan potongan kas dengan membayar pada hari kesepuluh, sedangkan 30% pelanggan membayar pada hari ketiga puluh, dan sisanya membayar pada hari keenam puluh. Berdasarkan informasi tersebut, kita bisa menghitung periode rata-rata pengumpulan piutang (PRP) sebagai berikut ini.

$$\begin{aligned} \text{PRP} &= [ 0,6 \times 10 ] + [ 0,3 \times 30 ] + [ 0,1 \times 60 ] \\ &= 25 \text{ hari} \end{aligned}$$

Untuk melihat baik tidaknya angka tersebut, kita bisa membandingkan angka tersebut dengan rata-rata industri atau dengan kebijakan piutang perusahaan. Misalkan rata-rata industri menunjukkan angka 32 hari, berarti periode pengumpulan piutang PT Dinar bisa dikatakan cukup baik, karena angka 25 hari lebih kecil dari 32 hari. Jika dibandingkan dengan kebijakan piutang internal, PT Dinar mempunyai kebijakan agar piutang dibayar (jatuh tempo) dalam 30 hari. Karena angka 25 hari yang diperoleh lebih kecil dibandingkan dengan 30 hari, maka periode pengumpulan piutang PT Dinar cukup baik dibandingkan dengan standar internal.

### **AGING SCHEDULE (SKEDUL UMUR)**

Skedul Umur Piutang (AS atau *Aging Schedule*) adalah persentase dari piutang akhir kuartal dalam kelompok umur yang berbeda. Istilah kelompok umur di sini merupakan periode waktu dimana piutang terjadi sejak waktu penjualan. Skedul Umur Piutang yang baik menunjukkan persentase yang kecil piutang akhir kuartal dari penjualan yang lama, dengan persentase yang tinggi berdasarkan penjualan bulan-bulan yang terakhir. Penagihan piutang dan skedul umur piutang berkaitan dengan piutang tak tertagih dan metode yang dapat digunakan adalah metode AS. Dalam metode ini, piutang dianalisa secara individu berdasarkan lamanya waktu piutang tersebut berada dalam perkiraan perusahaan. Skedul umum memecah lebih lanjut informasi piutang dagang berdasarkan umur dari masing-masing rekening piutang dagang. Berikut ini contoh skedul umur PT Dinar.

Tabel 10.4. Skedul Umur

Umur Rekening (Hari)	Nilai Piutang Dagang	Persentase
0-10	30.000.000	60%
11-30	15.000.000	30%
31-45	0	0
46-60	5.000.000	10%
61-90	0	0
Di atas 90	0	0
Total Piutang Dagang	50.000.000	100%

Skedul umur diatas menunjukkan bahwa 90% pelanggan membayar pada hari ke-30 atau kurang. Hanya sekitar 10% yang tidak mengindahkan kebijakan kredit perusahaan.

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

### **PAYMENT PATTERN APPROACH (PENDEKATAN POLA PEMBAYARAN)**

Dua cara diatas (periode pengumpulan piutang dan skedul umur) mempunyai kelemahan yaitu tidak memperhitungkan penjualan musiman. Periode pengumpulan piutang dihitung sebagai berikut ini,

$$\begin{aligned} \text{PPR} &= \text{Piutang dagang} / \text{Perputaran Piutang} \\ &= \text{Piutang dagang} / (\text{Penjualan}/360) \end{aligned}$$

Piutang dagang pada titik tertentu mencerminkan penjualan dimasa lalu (misal, satu atau dua bulan yang lalu). Sedangkan penjualan mencerminkan transaksi selama dua belas tahun terakhir (penjualan tahunan). Jika penjualan bulan ini meningkat karena faktor faktor musiman, maka piutang akan meningkat cukup cepat. Sementara itu penjualan tidak meningkat secepat piutang dagang, karena menggunakan dua belas bulan yang lalu. Dengan demikian piutang dagang (yang dibagi) akan meningkat cepat, sementara penjualan (yang dibagi) tidak meningkat secepat piutang dagang. Hasilnya adalah periode pengumpulan piutang yang semakin meningkat, meskipun pola pembayaran piutang dagang tidak mengalami perubahan. Dengan demikian kedua metode di atas mengalami keterbatasan jika dipakai untuk menghitung periode pengumpulan piutang perusahaan yang mempunyai penjualan yang berfluktuasi.

Pendekatan monitoring piutang ini bertujuan menghilangkan pengaruh musiman. Misalkan PT Dinar mempunyai pola penjualan seperti dalam tabel berikut ini.

**Tabel 10.5.** Pola Penjualan Bulanan PT Dinar

Bulan	Penjualan	Piutang 1	Piutang 2	Piutang 3	Total Piutang
Januari	100	80	-	-	80
Februari	110	88	50	-	138
Maret	110	88	55	10	153
April	100	80	55	11	146
Mei	110	88	50	11	149
Juni	100	80	55	10	145
Juli	200	160	50	11	221
Agustus	220	176	100	10	286
September	210	168	110	20	298
Oktober	120	96	105	22	223
November	110	88	60	21	169
Desember	100	80	55	12	147

Kolom (2) memperlihatkan pola penjualan bulanan. Terlihat pola penjualan PT Dinar bersifat musiman. Bulan Juli, Agustus, dan September menunjukkan peningkatan penjualan, hampir dua kali lipat dari penjualan bulan lainnya.

Misalkan pola pembayaran dari pelanggan adalah sebagai berikut. 20% pelanggan membayar pada bulan yang sama dengan bulan penjualan, 30% dibayar satu bulan berikutnya, 40% dibayar dua bulan berikutnya, dan sisanya yaitu 10% dibayar tiga bulan berikutnya. Dengan pola pembayaran semacam itu, total piutang dagang untuk setiap bulannya bisa dilihat pada kolom terakhir. Sedangkan kolom 3, 4, dan 5 memperlihatkan piutang yang berasal dari bulan yang sama dengan penjualan, satu bulan sesudah penjualan, dan dua bulan sesudah penjualan. Pada bulan ketiga, piutang sudah dilunasi. Sebagai contoh, untuk bulan Maret, 80% penjualan Maret masih merupakan piutang ( $50\% \times 110$ ), dan 10% penjualan Januari masih berupa piutang ( $10\% \times 100$ ).

Tabel 10.6 berikut ini menyajikan perhitungan periode pengumpulan piutang dengan menggunakan tiga macam jenis penjualan, yaitu penjualan dihitung dengan data bulanan, kuartalan, dan tengah tahunan.

**Tabel 10.6.** Periode Piutang dengan Data Bulanan, Triwulan, dan Setengah Tahun

Bulan	Penjualan (bulanan)	Total Piutang	Periode Pengumpulan Piutang	Penjualan (triwulanan)	Periode Pengumpulan Piutang	Penjualan (enam Bulanan)	Periode Pengumpulan Piutang
Januari	100	80	24.00				
Februari	110	138	37.64				
Maret	110	153	39.00	320	40.22		
April	100	146	43.80	320	41.06		
Mei	110	149	40.64	320	41.91		
Juni	100	145	43.50	310	42.10	630	41.43
Juli	200	221	33.15	410	48.51	730	54.49
Agustus	220	286	39.00	520	49.50	840	61.29
September	210	298	42.57	630	42.57	940	57.06
Oktober	120	223	55.75	550	36.49	960	41.81
November	110	169	46.09	440	34.57	960	31.69
Desember	100	147	44.10	330	40.09	960	27.56

*Catatan:*

Penjualan triwulan = penjualan 3 bulanan.

Triwulan I:  $100+110+110 = 320$

Penjualan tengah tahunan = penjualan 6 bulanan.

Tengah tahun I:  $100+110+110+100+110+100 = 630$

Sebagai contoh, untuk penjualan bulanan, data penjualan langsung diambil dari tabel sebelumnya. Untuk bulan Januari, periode pengumpulan piutang dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Periode pengumpulan piutang} &= \text{Piutang} / (\text{Penjualan}/30) \\ \text{Bulan Januar} &= 181 / (100/30) = 24 \end{aligned}$$

Untuk penjualan triwulan, penjualan triwulan dijumlah dari penjualan bulanan selama tiga bulan. Hal yang sama juga dilakukan untuk penjualan tahunan (12 bulan). Periode pengumpulan piutang dengan data penjualan triwulanan dan tahunan bisa dihitung sebagai berikut ini.

Periode pengumpulan piutang (triwulan) =  $\text{Piutang} / (\text{Penjualan}/90)$   
 Bulan Maret =  $143 / (320/90) = 40$  hari

Periode pengumpulan piutang (semesteran) =  $\text{Piutang} / (\text{Penjualan}/180)$   
 Bulan Juni =  $145 / (630/180) = 41$  hari

Dengan menggunakan data tengah tahunan (semeste), terlihat bahwa periode pengumpulan piutang semakin melambat pada bulan Juli, Agustus, September, yaitu periode di mana penjualan menunjukkan peningkatan yang pesat dibanding periode lainnya. Pola perilaku pembayaran sebenarnya tetap sama, tidak menunjukkan perubahan. Tetapi, karena metode perhitungan pada situasi penjualan berfluktuasi (musiman), periode pengumpulan piutang bisa menunjukkan gambaran perilaku yang menyesatkan. Tabel berikut ini menunjukkan *aging schedule* untuk beberapa bulan tertentu.

Jangka Waktu	Maret		Juni		September		Oktober		November	
	Piutang	%	Piutang	%	Piutang	%	Piutang	%	Piutang	%
0-30	88	58	80	55	168	56	96	43	88	52
31-60	55	36	55	38	110	37	105	47	60	36
61-90	10	7	10	7	20	7	22	10	21	12
>90	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	153	100	145	100	298	100	100	100	169	100

Tabel tersebut menunjukkan bahwa *aging schedule* menunjukkan angka yang berfluktuasi, meskipun pola pembayaran piutang tidak berubah. Sama dengan periode pengumpulan piutang, *aging schedule* juga mempunyai potensi memberikan informasi yang tidak tepat. Untuk menghilangkan pengaruh musiman, *payment pattern approach* (pendekatan pola pembayaran) bisa digunakan. Berikut ini contoh *payment pattern approach* untuk data di atas.

**Tabel 10.7.** Pendekatan Pola Pembayaran

Triwulan	Penjualan Bulanan	Piutang	Persentase
Triwulan 1			
Januari	100	10	10
Februari	110	55	50
Maret	110	88	80
		153	140
Triwulan 2			
April	100	10	10
Mei	110	55	50
Juni	100	80	80
		145	140
Triwulan 3			
Juli	200	20	10
Agustus	220	110	50
September	210	168	80

		298	140
Triwulan 4			
Oktober	120	12	10
November	110	55	50
Desember	100	80	80
		147	140

Catatan: untuk bulan Maret,

80% (100-20) penjualan bulan Maret masih beredar =  $80\% \times 110$  = 88

50% (100-20-30) penjualan bulan Februari masih beredar =  $50\% \times 110$  = 55

10% (100-20-30-40) penjualan bulan Januari masih beredar =  $10\% \times 100$  = 10

0% (100-20-30-40-10) penjualan bulan Desember thn sebelumnya masih beredar = 0

Pola perilaku pelanggan adalah 20% pelanggan membayar pada bulan yang sama dengan bulan penjualan, 30% dibayar satu bulan berikutnya, 40% dibayar dua bulan berikutnya, dan sisanya yaitu 10% dibayar tiga bulan berikutnya. Untuk triwulan pertama (Januari, Februari, dan Maret), piutang yang masih beredar pada bulan Maret adalah 153. Dari jumlah tersebut, sebesar 10 berasal dari penjualan bulan Januari (10% dari penjualan bulan Januari), 55 berasal dari penjualan bulan Februari (50% dari penjualan bulan Februari) dan 88 dari penjualan bulan Maret (80% dari penjualan bulan Maret). Kolom terakhir menyajikan pola perilaku pembayaran piutang. Karena perilaku pembayaran sama untuk semua periode, perilaku pembayaran menunjukkan pola yang konstan untuk semua triwulan (yaitu 10, 50 dan 80%). Penjualan yang bersifat musiman tidak berpengaruh dalam hal ini.

Karena piutang dikaitkan/ditelusuri ke penjualan asalnya, pola pembayaran mempunyai keuntungan. Pertama, piutang dipecah ke dalam pola pengumpuln untuk bulan di mana penjualan tersebut muncul. Kedua, karena piutang dikaitkan dengan penjualan yang mengakibatkan piutang tersebut, maka piutang tidak tergantung dari penjualan. Meskipun pola penjualan berubah, sepanjang pola pembayaran piutang tidak berubah, tabel pola pembayaran tidak mengalami perubahan, maka tabel pola pembayaran akan mengalami perubahan.

Jika ada kecenderungan pelanggan membayar piutang semakin melambat, pola pembayaran piutang akan mendeteksi perubahan pola tersebut, misalkan perilaku pelanggan berubah menjadi 0% pelanggan membayar pada bulan yang sama dengan bulan penjualan, 40% dibayar satu bulan berikutnya, 30% dibayar dua bulan berikutnya, dan sisanya yaitu 30% dibayar tiga bulan berikutnya. Berikut ini pola pembayaran pada triwulan 2 dan 3.

**Tabel 10.8.** Pendekatan Pola Pembayaran untuk Mendeteksi Piutang yang Melambat

Triwulan	Penjualan Bulanan	Piutang	Persentase
Triwulan 2			
April	100	30	30
Mei	110	66	60
Juni	100	100	200
		196	190
Triwulan 3			
Juli	200	60	30
Agustus	220	132	60
September	210	210	100

		402	190
--	--	-----	-----

Catatan:

Untuk bulan Juni:

100% penjualan bulan Juni masih beredar	= 100% x 100	= 100
60% (100-40) penjualan bulan Mei masih beredar	= 60% x 110	= 66
30% (100-40-30) penjualan bulan April masih beredar	= 30% x 100	= 30
0% (100-40-30-30) penjualan bulan Maret masih beredar	= 0	

Perhatikan persentase pada kolom paling kanan (30, 60, dan 100). Persentase tersebut lebih besar dibandingkan persentase pada tabel 7 sebelumnya (kolom paling kanan tabel sebelumnya) yang menunjukkan angka (10, 50, dan 80). Perilaku yang semakin melambat tersebut akan terlihat pada pendekatan pola pembayaran.

## **PENILAIAN RISIKO KREDIT DAN PENYARINGAN PELANGGAN**

Risiko kredit adalah risiko tidak terbayarnya kredit yang telah diberikan kepada para langganan kita. Sebelum perusahaan memutuskan untuk menyetujui permintaan atau penambahan kredit oleh para langganan perlukah kita mengadakan evaluasi risiko kredit dari para langganan tersebut. Untuk menilai risiko kredit, *credit manager* harus mempertimbangkan berbagai faktor yang menentukan besar kecilnya kredit tersebut. Setelah menilai risiko kredit, maka selanjutnya perlu bagi perusahaan untuk mengambil langkah-langkah tertentu di dalam usaha untuk memperkecil risiko tidak terbayarnya piutang dengan mengadakan penyaringan atau seleksi terhadap para langganan atau debitur.

Adapun langkah-langkah yang perlu untuk penyaringan para langganan dalam rangka usaha preventif menurut Riyanto (2015: 87-90) untuk memperkecil risiko tertunda atau tidak terkumpulnya piutang yang tidak diharapkan dapatlah disebutkan langkah-langkahnya sebagai berikut:

### **PENENTUAN BESARNYA RISIKO YANG AKAN DITANGGUNG OLEH PERUSAHAAN**

Pertama-tama dalam hubungan ini haruslah ditentukan lebih dahulu "batas risiko" yang ditanggung perusahaan, yang akan disediakan sebagai cadangan piutang. Misalnya ditentukan bahwa risiko yang akan ditanggung oleh perusahaan tersebut adalah 10%. Ini berarti bahwa kelak apabila ternyata sebanyak 10% dari jumlah piutang tak terbayar, hal tersebut *tidaklah* dianggap sebagai hal yang tidak terduga. Ketentuan persentase ini perlu untuk memperhitungkan keuntungan yang diharapkan akan diterima. Misalnya suatu perusahaan merencanakan akan memperluas volume *credit sales*-nya dengan Rp. 100.000,00 dan kenaikan ini disertai dengan kenaikan biaya usaha sebesar Rp. 50.000,00. Perusahaan telah menetapkan besarnya risiko yang akan ditanggung sebesar 10% dari jumlah piutang, maka keuntungan yang diharapkan sebagai akibat dari tambahnya volume *credit sales* tersebut dapat diperhitungkan sebagai berikut:

Hasil tambahan penjualan kredit .....	Rp. 100.000,00
Risiko tidak terkumpulnya piutang 10% .....	Rp. 10.000,00
Hasil penjualan yang diharapkan .....	Rp. 90.000,00

Tambahan biaya usaha ..... Rp. 50.000,00  
Tambahan keuntungan .....Rp. 40.000,00

## **PENYELIDIKAN TENTANG KEMAMPUAN PERUSAHAAN UNTUK MEMENUHI KEWAJIBANNYA**

Dalam rangka usaha untuk dapat mengadakan klasifikasi dari langganan, apakah mereka termasuk golongan risiko 5%, 10%, 15% atau lebih, perlulah perusahaan mengadakan penyelidikan mengenai kemampuan perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Penyelidikan kemampuan ini tidak hanya menyangkut bidang material saja, tetapi juga menyangkut penyelidikan mengenai sifat atau watak dari para langganan, apakah mereka mempunyai kebiasaan dan kesediaan untuk selalu memenuhi kewajibannya. Dalam hal ini perlulah dipertimbangkan terutama mengenai likuiditas dan rentabilitasnya. Tetapi di samping itu perlu juga dipertimbangkan "soliditasnya". Soliditas adalah menyangkut kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan, dan soliditas ini dibedakan dalam 3 jenis, yaitu:

1. Soliditas komersial, yaitu tingkat kepercayaan pihak luar yang diberikan kepada perusahaan yang bersangkutan sebagai akibat dari kejujuran pimpinan perusahaan untuk selalu memenuhi janji-janji dan kewajiban-kewajibannya tepat pada waktunya.
2. Soliditas finansial, yaitu kepercayaan yang diberikan oleh pihak luar kepada perusahaan yang bersangkutan yang timbul sebagai akibat dari terdapatnya modal kerja yang cukup di dalam perusahaan tersebut, sehingga diharapkan perusahaan tersebut akan dapat memenuhi kewajiban finansial tepat pada waktunya.
3. Soliditas moral, adalah kepercayaan yang diberikan oleh pihak luar kepada perusahaan yang bersangkutan yang timbul sebagai akibat dari sifat-sifat dan moral yang baik dari pimpinan perusahaan. Dengan singkat dapatlah dikatakan perlu diadakannya penyelidikan mengenai "*the Five C's of Credit*".

## **MENGADAKAN KLASIFIKASI DARI PARA LANGGANAN BERDASARKAN RISIKO PEMBAYARANNYA**

Setelah mengadakan penyelidikan mengenai kemampuan dan keadaan perusahaan, sifat, kebiasaan dan moral dari pimpinan perusahaan yang bersangkutan, maka kita dapat mengadakan klasifikasi para langganan berdasarkan risiko tidak memenuhi kewajibannya tepat pada waktunya, sehingga terdapat golongan-golongan risiko 5%, 10%, 15%, dan seterusnya.

## **MENGADAKAN SELEKSI DARI PARA LANGGANAN**

Berdasarkan penggolongan tersebut perusahaan dapat memutuskan untuk tidak memberikan kredit penjual atau memperbesar syarat pembayaran kepada langgananlangganan yang termasuk dalam golongan risiko yang lebih tinggi dari risiko 10%. Dengan demikian maka kredit penjual hanya diberikan kepada para langganan dari golongan risiko 10% ke bawah.

---

**PERTANYAAN**

1. Jelaskan kenapa perusahaan memiliki piutang dagang?
2. Jelaskan siklus piutang dagang?
3. Jelaskan maksud dan tujuan dilakukannya “the Five C’s of Credit” dan “the Seven P’s of Credit”?
4. Jelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya piutang?
5. Jelaskan maksud dari persyaratan kredit 3/10, net 60?
6. Jelaskan analisis scoring dalam pemberian kredit?
7. Jelaskan beberapa teknik pengendalian piutang?
8. Jelaskan risiko perusahaan dalam pemberian kredit kepada nasabah?
9. Jelaskan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi besarnya investasi terhadap piutang?
10. Untuk mengukur kinerja perusahaan dari sisi piutang dapat digunakan rasio-rasio keuangan. Jelaskan rasio keuangan yang berhubungan dengan piutang?
11. Jelaskan kelebihan pendekatan pola pembayaran dalam pengendalian piutang?

## **LATIHAN**

### **Latihan 10.1**

Perusahaan mempunyai tingkat persediaan sebesar Rp. 10 juta. Ada usulan agar persediaan diturunkan menjadi Rp6 juta. Jika diturunkan, kerugian karena stock-out adalah Rp. 350.000,00 per tahun. Kerugian karena biaya rusak adalah Rp. 45.000,00 sesudah pajak. Tingkat keuntungan yang disyaratkan adalah 16%. Apakah usulan tersebut sebaiknya diterima?

### **Latihan 10.2**

Perusahaan mempunyai tingkat penjualan sebesar Rp. 15 juta. Umur rata-rata piutang adalah 60 hari. Term kredit saat ini adalah n/30. Bunga adalah 10%. Perusahaan berencana menawarkan potongan kas dengan term 2/10, n/30. Diperkirakan 50% akan mengambil, dan umur rata-rata piutang menjadi 30 hari. Apakah sebaiknya potongan kas dilakukan?

### **Latihan 10.3**

PT Laras pada pertengahan tahun 2020 merencanakan penjualan hasil produksinya (atas dasar estimasi akhir tahun) sebagai berikut:

<b>Bulan Penjualan</b>	<b>Jumlah</b>
Juni	Rp 8.000.000
Juli	Rp 7.000.000
Agustus	Rp 9.000.000
September	Rp11.000.000

Perusahaan menetapkan syarat pembayaran 3/15; n/30

Berdasarkan pengalaman, pelanggan melakukan pembayaran sebagai berikut :

1. 55% dari penjualan, akan diterima pembayarannya dalam waktu 15 hari setelah bulan penjualan.
2. 35% dari penjualan, akan diterima pembayarannya dalam waktu 25 hari setelah bulan penjualan.
3. 10% dari penjualan, akan diterima pembayarannya dalam bulan kedua setelah bulan penjualan.

Diminta :

Susunlah skedul/budget pengumpulan piutang (*receivables collection budget*) bulan Juli sampai dengan Nopember 2020, yang sebelumnya dibuatkan penjelasan perhitungannya terlebih dahulu.



# MANAJEMEN PERSEDIAAN

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Jenis Dan Pentingnya Persediaan
2. Biaya Persediaan Optimal
3. Model *Economic Ordering Quantity* (Eoq) Dalam Manajemen
4. Persediaan Pengaman
5. Reorder Point (Rop)
6. Manajemen Persediaan Dengan
7. Klasifikasi Abc

---

## **JENIS DAN PENTINGNYA PERSEDIAAN**

Salah satu fungsi manajerial yang sangat penting dalam operasional suatu perusahaan adalah sistem pengendalian persediaan (*inventory controll*), karena kebijakan persediaan secara fisik akan berkaitan dengan investasi dalam aktiva lancar di satu sisi dan pelayanan kepada pelanggan di sisi lain. Pengaturan persediaan ini berpengaruh terhadap semua fungsi bisnis (*operation, marketing, dan finance*). Berkaitan dengan persediaan ini terdapat konflik kepentingan diantara fungsi bisnis tersebut. Finance menghendaki tingkat persediaan yang rendah, sedangkan marketing dan operasi menginginkan tingkat persediaan yang tinggi agar kebutuhan konsumen dan kebutuhan produksi dapat dipenuhi. Berkaitan dengan kondisi di atas, maka perlu ada pengaturan terhadap jumlah persediaan, baik bahan-bahan maupun produk jadi, sehingga kebutuhan proses produksi maupun kebutuhan pelanggan dapat dipenuhi. Tujuan utama dari pengendalian persediaan adalah agar perusahaan selalu mempunyai persediaan dalam jumlah yang tepat, pada waktu yang tepat, dan dalam spesifikasi atau mutu yang telah ditentukan sehingga kontinuitas usaha dapat terjamin (tidak terganggu).

Usaha untuk mencapai tujuan tersebut tidak terlepas dari prinsip-prinsip ekonomi, yaitu jangan sampai biaya-biaya yang dikeluarkan terlalu tinggi. Baik persediaan yang terlalu banyak, maupun terlalu sedikit akan menimbulkan membengkaknya biaya persediaan. Jika persediaan terlalu banyak, maka akan timbul biaya-biaya yang disebut *carrying cost*, yaitu biaya-biaya yang terjadi karena perusahaan memiliki persediaan yang banyak, seperti: biaya yang tertanam dalam persediaan, biaya modal (termasuk biaya kesempatan pendapatan atas dana yang tertanam dalam persediaan), sewa gudang, biaya administrasi pergudangan, gaji pegawai pergudangan, biaya asuransi, biaya pemeliharaan persediaan, biaya kerusakan/kehilangan,

Begitu juga apabila persediaan terlalu sedikit akan menimbulkan biaya akibat kekurangan persediaan yang biasa disebut *stock out cost* seperti : mahalnya harga karena membeli dalam partai kecil, terganggunya proses produksi, tidak tersedianya produk jadi untuk pelanggan. Jika tidak memiliki persediaan produk jadi terdapat 3 kemungkinan, yaitu : 1). Konsumen menangguk pembelian (jika kebutuhannya tidak mendesak). Hal ini akan mengakibatkan tertundanya kesempatan memperoleh keuntungan. 2). Konsumen membeli dari pesaing, dan kembali ke perusahaan (jika kebutuhan mendesak dan masih setia). Hal ini akan menimbulkan kehilangan kesempatan memperoleh keuntungan selama persediaan tidak ada. 3). Yang terparah jika pelanggan membeli dari pesaing dan terus pindah menjadi pelanggan pesaing, artinya kita kehilangan konsumen.

Selain biaya di atas dikenal juga biaya pemesanan (*ordering cost*) yaitu biaya-biaya yang dikeluarkan sehubungan dengan kegiatan pemesanan sejak penempatan pesanan sampai tersedianya bahan/barang di gudang. Biaya-biaya tersebut antara lain : biaya telepon, biaya surat menyurat, biaya administrasi dan penempatan pesanan, biaya pemilihan pemasok, biaya pengangkutan dan bongkar muat, biaya penerimaan dan pemeriksaan bahan/barang.

Manajemen persediaan penting untuk mendukung kelancaran produksi dan penjualan. Pengawasan atas persediaan pada umumnya tidak secara langsung berada dibawah manajemen keuangan tetapi berada dibawah pengawasan manajer produksi atau manajer pemasaran. Namun demikian, manajer keuangan

masih mempunyai kepentingan terhadap besar kecilnya tingkat persediaan karena manajer keuangan mempunyai tanggung jawab untuk mengendalikan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan secara keseluruhan. Disamping itu, manajemen persediaan juga mempunyai pengaruh terhadap siklus perputaran kas.

Manajemen persediaan memfokuskan pada pertanyaan uang pokok yaitu:

1. Berapa unit yang harus dipesan atau diproduksi pada suatu waktu tertentu?
2. Pada jumlah berapa persediaan sudah harus dipesan atau diproduksi?
3. Jenis persediaan yang mana memerlukan perhatian khusus?

---

## **BIAYA PERSEDIAAN OPTIMAL**

Tujuan manajemen persediaan adalah untuk menyediakan persediaan yang diperlukan guna menjamin kelangsungan operasi perusahaan pada tingkat biaya yang minimal. Untuk itu, langkah pertama yang perlu dilakukan oleh manajemen adalah mengidentifikasi semua biaya yang berkaitan dengan pembelian dan penyimpanan persediaan. Biaya yang berkaitan dengan persediaan dikelompokkan menjadi: 1. Biaya pesan atau *ordering cost*, dan 2. Biaya simpan atau *carrying cost*.

### **BIAYA PESAN (ORDERING COST)**

Semua biaya yang dikeluarkan dalam proses pemesanan suatu barang. Biaya pesan bersifat variabel atau berubah-ubah yang perubahannya sesuai dengan frekuensi pemesanan. Biaya pesan meliputi: a. Biaya selama proses pesanan, b. Biaya pengiriman permintaan, c. Biaya penerimaan, pengecekan bahan dan penimbangan, d. Biaya penempatan bahan kedalam gudang, e. Biaya proses pembayaran. Biaya pesan besarnya tergantung dari frekuensi pemesanan. Apabila dalam satu tahun suatu perusahaan membutuhkan bahan untuk dibeli sebanyak **R** unit, dan setiap kali pembelian bahan sebanyak **Q** unit, serta biaya pesanan setiap kali pesan sebesar **O** (*Ordering Cost*) rupiah atau **S** (*Set-up cost*) rupiah, maka biaya pesan dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Biaya Pesan} = \frac{R}{Q} \times O \text{ atau } \frac{R}{Q} \times S$$

### **BIAYA SIMPAN (CARRYING COST)**

Biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam rangka proses penyimpanan suatu barang yang dibeli. Biaya simpan merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyimpan persediaan selama periode tertentu agar bahan baku yang disimpan kualitasnya sesuai dengan yang diinginkan. Biaya simpan bersifat variabel atau berubah-ubah yang perubahannya tergantung dari jumlah bahan baku yang disimpan. Biaya simpan ini meliputi: a. Biaya sewa gudang, b. Biaya pemeliharaan bahan di gudang, c. Biaya modal (bunga yang diperlukan untuk investasi barang yang akan disimpan, d. Biaya asuransi, e. Biaya keusangan barang (kadaluarsa barang) dan biaya penurunan kualitas (*absolence*).

Apabila bahan yang dipesan setiap kali pesan  $Q$  unit, maka rata-rata persediaan adalah  $Q/2$ . Apabila biaya disimpan sebesar  $C$  rupiah dari rata-rata bahan yang disimpan, maka biaya simpan dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Biaya Simpan} = \frac{Q}{2} \times C$$

**Contoh.**

PT. "A" merencanakan untuk melakukan pembelian bahan selama satu tahun sebanyak 160.000 unit. Biaya pesan Rp. 10.000 setiap kali pesan. Biaya simpan Rp. 2 per unit. Harga beli Rp.1.000 per unit. *Dari data diketahui* : R = 160.000 unit, O = Rp.10.000 dan C = Rp.2,-

**Perhitungan Biaya Persediaan**

Keterangan	Frekuensi Pembelian					
	1x	2x	3x	4x	5x	6x
Jumlah Pembelian (Q)	160.000	80.000	53.333	40.000	32.000	26.666
Ordering Cost	10.000	20.000	30.000	<b>40.000</b>	50.000	60.000
Carrying Cost	160.000	80.000	53.333	<b>40.000</b>	32.000	26.666
Total Cost	170.000	100.000	83.333	<b>80.000</b>	82.000	86.666

Dari perhitungan biaya persediaan dengan metode coba-coba tsb, dapat diketahui bahwa biaya persediaan paling minimal pada pembelian 40.000 unit setiap kali membeli yaitu dengan biaya Rp.80.000,- Jika diperhatikan pada saat biaya minimal tersebut ternyata **biaya pesan** sama dengan **biaya simpan**. Dengan dasar perhitungan tsb, maka bisa dicari jumlah pembelian dengan biaya yang paling minimal.

**MODEL ECONOMIC ORDERING QUANTITY (EOQ)  
DALAM MANAJEMEN**

**ECONOMICAL ORDER QUANTITY (EOQ)**

Perusahaan berusaha menekan biaya seminimal mungkin agar keuntungan yang diperoleh menjadi lebih besar, demikian pula dengan manajemen persediaan selalu mengupayakan agar biaya persediaan menjadi minimal. Metode untuk menentukan persediaan yang paling optimal atau paling ekonomis adalah *Economical Order Quantity* (EOQ) yaitu jumlah kuantitas bahan yang dibeli pada setiap kali pembelian dengan biaya yang paling minimal. EOQ tercapai pada saat biaya pesan sama dengan biaya simpan. Jumlah kuantitas pesanan yang paling ekonomis (EOQ) dapat dicapai pada saat biaya pesan sama dengan biaya simpan. Untuk lebih jelasnya kita ikuti keterangan berikut:

Jumlah kuantitas pesanan yang paling ekonomis (EOQ) tercapai pada biaya pesan sama dengan biaya simpan yaitu:

$$\text{atau } \frac{R}{Q} \cdot O = \frac{Q}{2} \cdot C = \frac{R \cdot O}{Q} = \frac{Q \cdot C}{2} = Q^2 \cdot C = 2 \cdot R \cdot O = Q^2 = \frac{2 \cdot R \cdot O}{C}$$

dari persamaan tersebut, maka jumlah pesanan yang paling optimal adalah sebesar:

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot R \cdot O}{C}}$$

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \cdot R \cdot O}{C}}$$

dimana:

- Q = Jumlah kuantitas pesanan yang paling ekonomis (EOQ)
- R = Jumlah kebutuhan barang yang dibeli selama setahun
- O = Biaya pesanan setiap kali pesan, kadang-kadang diberi simbol S
- C = Biaya simpan bahan (barang) per unit atau dihitung dari persentase rata-rata persediaan dikalikan dengan harga barang.

Jumlah kuantitas pesanan yang paling ekonomis (EOQ) juga dapat dicari dengan formula:

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot R \cdot O}{PI}}$$

dimana PI adalah perkalian antara harga barang dengan persentase biaya simpan.

Untuk menentukan kebijakan persediaan yang tepat dapat digunakan analisis Kuantitas Pesanan yang Ekonomis (*Economical Order Quantity*). *Economical Order Quantity* (EOQ) adalah jumlah bahan yang dapat dibeli dengan biaya persediaan yang minimal atau sering disebut jumlah pesanan bahan yang optimal.

#### Contoh.

PT. "A" merencanakan untuk melakukan pembelian bahan selama satu tahun sebanyak 160.000 unit. Biaya pesan Rp. 10.000 setiap kali pesan. Biaya simpan Rp. 2 per unit. Harga beli Rp. 1000 per unit. Besarnya jumlah pembelian atau pesanan yang paling ekonomis (EOQ) adalah:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times 160.000 \times 10.000}{2}} = \sqrt{1.600.000.000} = 40.000 \text{ unit}$$

Untuk membuktikan apakah benar bahwa 40.000 unit merupakan jumlah pesanan yang optimal, maka dapat dijelaskan dengan membuat tabel berikut:

**Tabel 11.1.** Jumlah Pembelian Paling Ekonomis

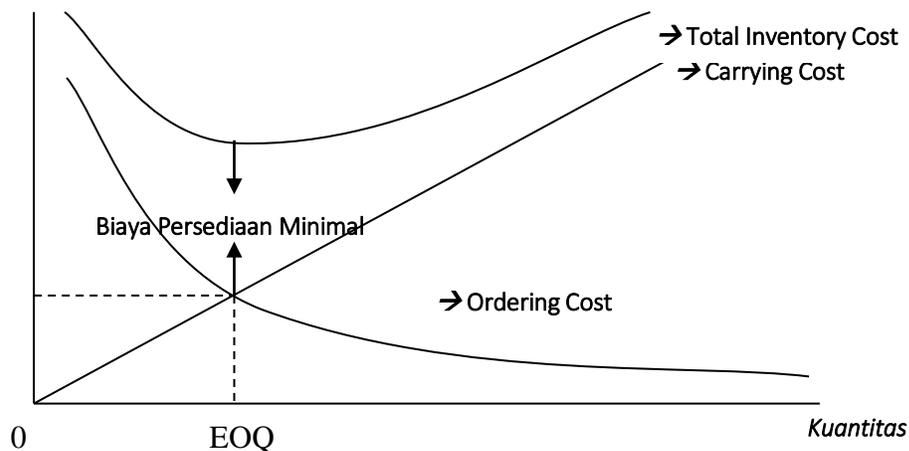
Keterangan	Frekuensi Pembelian					
	1x	2x	3x	4x	5x	6x
Inventory (unit)	160.000	80.000	53.333	40.000	32.000	26.666
Average Inventory	80.000	40.000	26.667	20.000	16.000	13.333
Ordering Cost	10.000	20.000	30.000	<b>40.000</b>	50.000	60.000
Carrying Cost	160.000	80.000	53.333	<b>40.000</b>	32.000	26.666
Total Cost	170.000	100.000	83.333	<b>80.000</b>	82.000	86.666

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa *Total Cost* terendah sebesar Rp. 80.000 tercapai pada frekuensi pembelian 4 kali. Pada saat itu besarnya biaya pesan sama dengan biaya simpan (*Ordering Cost = Carrying Cost*). Frekuensi pembelian yang kurang dari atau lebih dari 4 kali tersebut akan menanggung biaya yang lebih besar. Misalnya frekuensi pembelian sebanyak 5 kali menyebabkan biaya pesan sebesar  $5 \times \text{Rp. } 10.000 = \text{Rp. } 50.000$  dan biaya simpannya =  $16.000 \text{ unit} \times \text{Rp. } 2 = \text{Rp. } 32.000$ . Sehingga total biaya pembelian jika dilakukan sebanyak 5 kali =  $\text{Rp. } 50.000 + \text{Rp. } 32.000 = \text{Rp. } 82.000$ . Jumlah biaya ini lebih besar daripada biaya pada pesanan yang paling ekonomis yaitu Rp 80.000.

Analisis EOQ ini sebenarnya merupakan analisis yang cukup lemah dalam analisis keuangan. Hal ini karena ada beberapa asumsi yang mendasari berlakunya analisis EOQ ini yang mungkin sulit untuk ditepati. Asumsi berlakunya EOQ yaitu:

- Bahan atau barang yang dibutuhkan harus tersedia di pasar ketika dibutuhkan
- Harga barang selalu tetap (stabil) selama periode analisis
- Biaya simpan selalu stabil selama periode analisis
- Biaya-biaya yang berhubungan dengan pemesanan relatif tetap.

Dari keterangan di atas, biaya pesan memiliki sifat yang positif-linier dengan frekuensi pesanan. Artinya semakin sering memesan, maka biaya pesanan semakin tinggi. Sebaliknya, biaya simpan memiliki hubungan yang negatif-tidak linier dengan frekuensi pesanan, yaitu semakin sering pesanan barang dilakukan, maka semakin kecil biaya simpannya. Hubungan biaya pesan, biaya simpan dan jumlah biaya pada keadaan EOQ dapat digambarkan sebagai berikut:

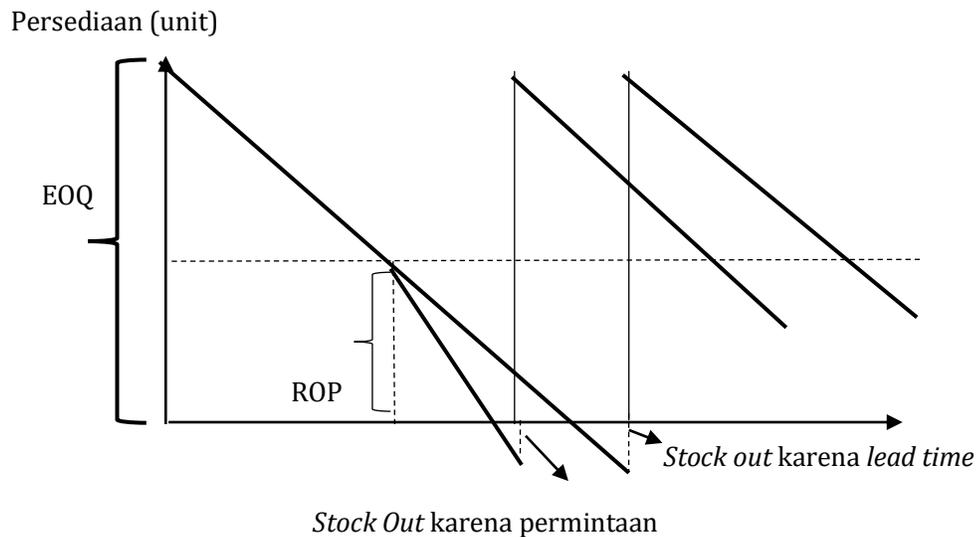


**Gambar 11.1.** Hubungan antara Biaya Pesan, Biaya Simpan

## MODEL EOQ DAN KONDISI YANG TIDAK PASTI

Sebagaimana telah dikemukakan bahwa model EOQ hanya dapat diterapkan dalam kondisi yang bersifat pasti. Dalam kondisi yang bersifat tidak pasti, model EOQ masih bisa diterapkan, tetapi perlu didukung dengan persediaan pengaman (*safety stock*). Kondisi tidak pasti yang dihadapi perusahaan terkait dengan jumlah pemakaian persediaan yang tidak tetap dalam satu periode waktu tertentu atau ketidakpastian jangka waktu pemesanan (*lead time*).

Gambar 11.2. EOQ dan Stock Out karena permintaan dan lead time berubah

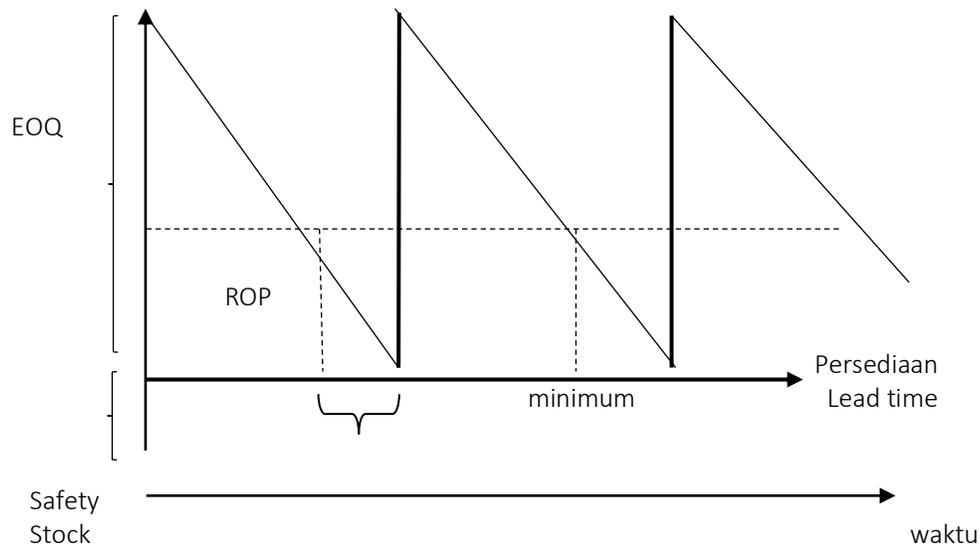


Persediaan pengaman diperlukan ketika pemakaian persediaan lebih besar dari yang direncanakan, atau jangka waktu pemesanan lebih lama dari waktu yang diperkirakan. Jika salah satu atau kedua hal tersebut terjadi pada perusahaan yang menerapkan model EOQ, maka perusahaan akan mengalami kehabisan persediaan (*stock out*), sebagaimana tampak pada Gambar 10.2 berikut ini.

Dalam Gambar 11.2, tampak bahwa kehabisan persediaan yang dialami oleh perusahaan dapat disebabkan permintaan atau penggunaan persediaan yang lebih besar daripada yang direncanakan, sehingga persediaan yang ada sudah habis sementara pesanan persediaan belum tiba diperusahaan. Disamping itu, kehabisan persediaan juga dapat terjadi karena jangka waktu pesanan persediaan yang lebih lama daripada yang direncanakan atau pesanan datang terlambat. Karena perusahaan tidak memiliki persediaan pengaman, maka perusahaan akan mengalami kehabisan persediaan, hal ini dapat mengganggu kelancaran operasi perusahaan.

Untuk mengurangi terjadinya risiko kehabisan persediaan, maka perusahaan perlu mengadakan persediaan pengaman. Dampaknya bagi perusahaan adalah jumlah persediaan yang harus dipertahankan menjadi lebih besar, sebagaimana tampak pada Gambar 11.3 berikut ini:

Gambar 11.3 EOQ, ROP, dan Persediaan Pengaman



Dengan adanya persediaan pengaman, maka total keseluruhan biaya persediaan juga akan mengalami peningkatan.

Total biaya persediaan = Biaya penyimpanan + Biaya pemesanan  
+ Biaya penyimpanan persediaan pengaman

$$TC = EOQ / 2 (CxP) + S/EOQ (F) + Safety\ stock (CxP) + Stock\ out\ costs$$

## PERSEDIAAN PENGAMAN

Besar kecilnya jumlah persediaan pengaman yang perlu dipertahankan oleh perusahaan tergantung pada beberapa faktor.

1. *Permintaan persediaan.* Semakin besar ketidakpastian permintaan persediaan, semakin banyak jumlah persediaan pengaman yang harus diadakan, dengan anggapan faktor lainnya tetap. Dengan kata lain, semakin besar fluktuasi permintaan yang tidak dapat diketahui, semakin besar risiko terjadinya kehabisan persediaan.
2. *Lead time.* Semakin tidak pastinya *lead time* untuk penggantian atau pemesanan persediaan, semakin besar risiko kehabisan persediaan, dengan demikian semakin banyak persediaan pengaman yang diperlukan, dengan asumsi faktor lainnya tetap.
3. *Biaya kehabisan persediaan.* Selain kedua faktor yang telah dikemukakan, besarnya biaya kehabisan persediaan juga perlu dipertimbangkan. Semakin besar biaya kehabisan persediaan, dengan anggapan faktor lainnya tetap.
4. *Biaya penyimpanan tambahan persediaan.* Semakin besar jumlah biaya penyimpanan persediaan, berarti semakin mahal biaya untuk pengadaan persediaan pengaman, dengan asumsi faktor lainnya tetap.

Kebijakan pengadaan persediaan pengaman yang optimal akan meminimalkan biaya persediaan pengaman. Dalam menentukan jumlah persediaan penga-

man yang optimal dipertimbangkan biaya penyimpanan persediaan dan biaya kehabisan persediaan.

$$\text{Biaya penyimpanan persediaan pengaman} = \text{biaya penyimpanan per unit per- tahun} \times \text{jumlah persediaan pengaman}$$

Biaya kehabisan persediaan tahunan yang diharapkan ditentukan oleh beberapa faktor, yaitu: biaya kehabisan persediaan per unit, jumlah kehabisan persediaan per unit, jumlah kehabisan persediaan, probabilitas kehabisan persediaan dalam satu periode, perputaran persediaan dalam satu tahun.

$$\text{Biaya kehabisan persediaan tahunan yang diharapkan} = \text{Biaya kehabisan per unit} \times \text{Jumlah unit persediaan yang habis} \times \text{Probabilitas kehabisan persediaan dalam satu periode} \times \text{Perputaran persediaan per tahun.}$$

Terkait dengan contoh perusahaan Nasional, yang telah dikemukakan, frekuensi pemesanan yang dilakukan perusahaan dalam satu tahun sebanyak 12 kali atau jika satu tahun dianggap sama dengan 360 hari, maka pemesanan dilakukan setiap 30 hari sekali dalam kondisi permintaan yang pasti. Sekarang anggap *lead time* selama 30 hari, dan perusahaan telah melakukan estimasi pemakaian persediaan dalam waktu 30 hari sebagaimana tampak pada Tabel 11-1. Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan berdasarkan contoh yang telah dijelaskan sebelumnya. EOQ dalam kondisi yang pasti sebesar 300 unit. Berdasarkan pengalaman perusahaan permintaan persediaan dalam waktu 30 hari berkisar antara 150 unit sampai dengan 450 unit atau permintaan persediaan perhari berkisar antara 5 unit sampai dengan 15 unit.

**Tabel 11.1.** Distribusi permintaan dalam satu perputaran persediaan 30 hari.

Permintaan dalam 30 hari	Permintaan per hari	Probabilitas
150 unit	5,00 unit	0,04
200	6,67	0,08
250	8,33	0,20
300	10,00	0,36
350	11,67	0,20
400	13,33	0,08
450	15,00	0,04

Jika diasumsikan biaya kehabisan persediaan sebesar Rp5 per unit, sedangkan biaya penyimpanan per unit per bulan menjadi Rp10/12 = \$0,8. Berdasarkan distribusi permintaan pada tabel 11-1, perusahaan perlu mengadakan persediaan pengaman jika permintaan lebih besar dari EOQ. Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan, besarnya EOQ = 300 unit. Dengan demikian jika permintaan sama dengan EOQ, perusahaan perlu mengadakan persediaan pengaman sebanyak 0 unit yaitu ketika permintaan 300 unit, persediaan pengaman sebanyak 150 unit ketika jumlah permintaan 350 unit, persediaan pengaman sebanyak 200 unit ketika jumlah permintaan 400 unit, dan persediaan pengaman sebanyak 250 unit ketika jumlah permintaan 450 unit.

Perhitungan persediaan pengaman yang optimal secara terinci ditampilkan pada Tabel 11.2, berikut ini.

**Tabel 11.2.** Perhitungan Persediaan Pengaman (Perputaran persediaan 30 hari)

Persediaan pengaman	Total persediaan	Jumlah kehabisan persediaan	Biaya kehabisan	Profitabilitas	Biaya kehabisan diharapkan	Biaya penyimpanan diharapkan	Total biaya diharapkan
150	450	0	0	0	0	\$120	\$120
100	400	50	\$250	0,04	\$10	80	90
50	350	50	250	0,08	20		
		100	500	0,04	<u>20</u>		
					\$40	40	80*)
0	300	50	250	0,20	\$50		
					40		
		100	500	0,08	<u>30</u>		
		150	750	0,04	\$120	0	120

Hasil perhitungan pada Tabel 10.2, dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Pada saat persediaan pengaman 150 unit, tidak ada kemungkinan perusahaan akan mengalami kehabisan persediaan tertinggi sebesar 450 unit, sementara jumlah persediaan yang ada EOQ ditambah persediaan pengaman, yaitu  $(300 \text{ unit} + 150 \text{ unit}) = 450 \text{ unit}$ . Perusahaan hanya menanggung biaya penyimpanan persediaan pengaman sebesar  $(150 \text{ unit} \times \text{Rp}0,8) = \text{Rp}120$
2. Pada saat persediaan pengaman 100 unit, perusahaan akan mengalami kehabisan persediaan sebanyak 50 unit ketika jumlah permintaan sebesar 450 unit dengan kemungkinan terjadi 0,4. Dengan demikian perusahaan harus menanggung biaya kehabisan persediaan sebesar  $(50 \text{ unit} \times \text{Rp}5 \times 0,04) = \text{Rp}10$ , dan biaya penyimpanan persediaan pengaman sebesar  $(100 \text{ unit} \times \text{Rp}0,8) = \text{Rp}80$ . Total biaya persediaan pengaman = biaya kehabisan persediaan + biaya penyimpanan persediaan pengaman, yaitu:  $(\text{Rp}10 + \text{Rp}80) = \text{Rp}90$ .
3. Ketika perusahaan mengadakan persediaan pengaman sebanyak 50 unit, perusahaan akan mengalami kehabisan persediaan pada dua kemungkinan keadaan, yaitu sebanyak 50 unit pada saat jumlah permintaan 400 unit dengan kemungkinan terjadi 0,04. Jumlah biaya kehabisan persediaan yang harus ditanggung perusahaan adalah:  $(50 \text{ unit} \times \text{Rp}5 \times 0,08) + (100 \text{ unit} \times \text{Rp}5 \times 0,04) = \text{Rp}40$ , sedangkan untuk biaya penyimpanan persediaan pengaman sebesar  $(50 \text{ unit} \times \text{Rp}0,8) = \text{Rp}40$ . Dengan demikian total biaya persediaan pengaman = biaya kehabisan persediaan + biaya penyimpanan persediaan pengaman, yaitu  $(\text{Rp}40 + \text{Rp}40) = \text{Rp}80$ .
4. Jika perusahaan tidak mengadakan persediaan pengaman, maka perusahaan akan mengalami kehabisan persediaan pada tiga kemungkinan keadaan, yaitu kehabisan sebanyak 50 unit ketika permintaan 350 unit dengan kemungkinan terjadi 0,20; kehabisan sebanyak 100 unit ketika permintaan 400 unit dengan kemungkinan terjadi 0,04. Besarnya biaya kehabisan sebanyak 150 unit ketika permintaan 450 unit dengan kemungkinan terjadi 0,04. Besarnya biaya

kehabisan persediaan yang harus ditanggung perusahaan adalah:  $(50 \text{ unit} \times \text{Rp}5 \times 0,20) + (100 \text{ unit} \times \text{Rp}5 \times 0,08) + (150 \text{ unit} \times \text{Rp}5 \times 0,04) = \text{Rp}120$ , sedangkan biaya penyimpanan persediaan pengaman  $(0 \text{ unit} \times \text{Rp}0,8) = \text{Rp}0$ . Berdasarkan hasil perhitungan tersebut dapat disimpulkan bahwa jumlah persediaan pengaman yang optimal adalah sebanyak 50 unit dengan total biaya Rp80.

---

## REORDER POINT (ROP)

**Reorder Point** (titik pemesanan kembali), disingkat ROP, adalah saat harus diadakan pesanan lagi sehingga penerimaan bahan yang dipesan tepat pada waktu persediaan di atas *safety stock* sama dengan nol. Saat kapan pemesanan harus dilakukan kembali perlu ditentukan secara baik karena kekeliruan saat pemesanan kembali tersebut dapat berakibat terganggunya proses produksi. Titik dimana perusahaan harus memesan kembali agar kedatangan bahan yang dipesan tepat pada saat persediaan bahan di atas *safety stock* sama dengan nol disebut **Reorder Point**. Pada saat tersebut perusahaan harus memesan kembali agar kedatangan bahan yang dipesan tidak sampai melanggar persediaan pengaman (*safety stock*).

### FAKTOR PENENTU REORDER POINT

#### Penggunaan bahan selama *lead time*

*Lead time* adalah masa tunggu sejak pesanan barang atau bahan dilakukan sampai bahan tersebut tiba di perusahaan. Waktu tunggu ini berbeda-beda antara barang yang satu dan lainnya. Di samping itu, waktu tunggu juga ditentukan oleh jarak antara perusahaan dan sumber bahan, alat transportasi yang digunakan dan lain sebagainya. Selama waktu tunggu ini, proses produksi di perusahaan tidak boleh terganggu. Oleh karena itu penggunaan bahan selama waktu tunggu perlu diperhitungkan dengan cermat sehingga perusahaan tidak sampai kekurangan bahan.

#### Safety Stock

Persediaan minimal (persediaan besi) yang ada dalam perusahaan. Persediaan besi ini merupakan persediaan yang dimaksudkan untuk berjaga-jaga apabila perusahaan kekurangan barang atau ada keterlambatan bahan yang dipesan sampai di perusahaan.

Dari kedua faktor yang mempengaruhi waktu pemesanan kembali di atas, maka pemesanan kembali (ROP) harus dilakukan ketika jumlah barang atau bahan tepat sama dengan jumlah barang yang dijadikan **Safety Stock** ditambah kebutuhan selama waktu tunggu atau:

$\text{Reorder Point} = \text{Kebutuhan Safety Stock} + \text{Kebutuhan Lead Time}$
---

---

## MANAJEMEN PERSEDIAAN DENGAN KLASIFIKASI ABC

Klasifikasi ABC, merupakan konsep untuk mengendalikan persediaan, yang mana persediaan yang mahal memerlukan pengendalian yang lebih ketat dibandingkan

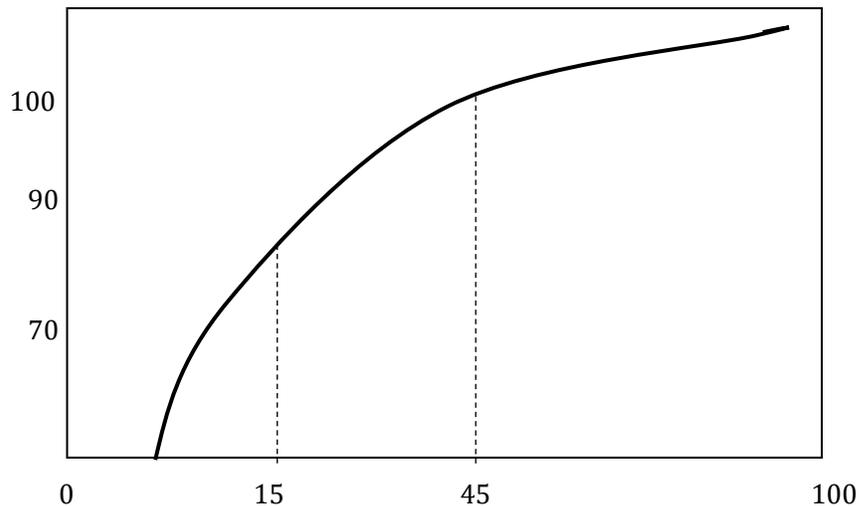
dengan persediaan yang murah. Pada umumnya perusahaan memiliki macam persediaan yang sangat beragam ditinjau dari harganya maupun kontribusinya terhadap penjualan. Tidak ada satu metode manajemen persediaan yang dapat diterapkan untuk semua macam persediaan, Oleh karena itu penerapan suatu metode manajemen persediaan yang dapat diterapkan untuk semua macam persediaan, oleh karena itu penerapan suatu metode manajemen persediaan dapat dilakukan dengan tepat, maka persediaan tersebut perlu dikelompokkan menjadi beberapa kelompok berdasarkan pada harga dan kontribusinya terhadap penjualan. Salah satu cara untuk pengelompokan persediaan dikenal dengan nama klasifikasi ABC.

Pinsip manajemen persediaan yang menerapkan klasifikasi ABC adalah semua persediaan, yaitu:

1. Kelompok A, merupakan persediaan yang harga per satuannya tinggi dan kontribusi terhadap penjualan juga tinggi.
2. Kelompok B, merupakan persediaan yang harganya lebih rendah dari kelompok A dan kontribusi terhadap penjualan sedang.
3. Kelompok C, merupakan persediaan yang harganya rendah dan kontribusi terhadap penjualan juga rendah.

Gambar 10.4. Distribusi persediaan berdasarkan pada nilai persediaan

Persentase nilai persediaan kumulatif



Persentase komponen persediaan kumulatif

Berdasarkan Gambar 11.4, tampak bahwa sekitar 15% komponen persediaan yang termasuk kelompok A nilainya mencapai 70% dari nilai total persediaan, 30% berikutnya adalah termasuk dalam kelompok B nilainya mencapai 20% dari nilai total persediaan. Lebih dari 55% komponen persediaan termasuk dalam kelompok C dengan nilai hanya 10% dari nilai total persediaan. Berdasarkan pengelompokan persediaan tersebut, ada sebagian kecil kelompok persediaan yang nilai merupakan sebagian besar dari nilai total persediaan, dan

sangat beralasan bagi perusahaan untuk melakukan pengendalian lebih ketat atas persediaan tersebut. Untuk pengendalian persediaan, kelompok A perusahaan dapat menggunakan metode *fixed order quantity*, yaitu model *EOQ*. Dengan menggunakan model *EOQ*, maka perusahaan dapat mempertahankan jumlah persediaan yang paling ekonomis, sehingga menghindari investasi dalam persediaan yang terlalu besar nilainya.

Persediaan yang termasuk kelompok C, meliputi 55% dari total komponen persediaan perusahaan, tetapi nilainya hanya merupakan 10% dari nilai total persediaan perusahaan. Untuk pengendalian persediaan yang termasuk dalam kelompok C, perusahaan dapat menerapkan metode *fixed period order*. Perusahaan dapat melakukan pemesanan, misalnya setiap semester atau setahun sekali, jumlah yang dipesan tergantung pemakaian. Jika pemakaian dalam satu semester meningkat maka jumlah yang dipesan juga akan bertambah banyak, dan sebaliknya. Contohnya seperti pengadaan berbagai macam mur atau baut pada perusahaan bengkel.

Persediaan yang termasuk kelompok B merupakan komponen persediaan yang memiliki karakteristik diantara kelompok A dan C. Untuk pengendalian persediaan yang termasuk kelompok B, perusahaan dapat menggunakan kombinasi antara metode *fixed order quantity* dan *fixed period order*, tergantung apakah karakteristik persediaannya mendekati kelompok A atau C. Dalam penerapan klasifikasi ABC, perlakuan pengendalian persediaan untuk masing-masing kelompok berbeda-beda. Oleh karena itu, dalam melakukan klasifikasi persediaan diperlukan informasi yang cukup dan akurat, agar tidak terjadi kesalahan. Kesalahan dalam klasifikasi akan berakibat kesalahan pula dalam perlakuan masing-masing kelompok persediaan, sehingga pengendalian persediaan tidak dapat dijalankan secara efektif dan efisien.

---

## **PERTANYAAN**

1. Jelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya piutang?
2. Jelaskan analisis scoring dalam pemberian kredit?
3. Jelaskan beberapa teknik pengendalian piutang?
4. Jelaskan kelebihan pendekatan pola pembayaran dalam pengendalian piutang!
5. Jelaskan kapan persediaan diperlukan
6. Jelaskan bagaimana menurunkan formula kuantitas optimal dalam model *EOQ*?
7. Apa yang disebut dengan persediaan besi
8. Bagaimana hubungan antara biaya penyimpanan, biaya pemesanan, dan biaya kehabisan persediaan dengan jumlah persediaan yang diadakan perusahaan? Jelaskan jawaban anda?
9. Perusahaan yang memiliki komponen persediaan sangat banyak dalam melakukan pengendalian persediaan, perusahaan perlu untuk mengklasifikasi persediaan yang dimiliki. Mengapa demikian?, jelaskan jawaban anda?

---

## LATIHAN

### Latihan 11.1

PT Filter adalah perusahaan distributor filter udara yang menjual filter kepada pengecer. Perusahaan ini mengimpor filter dari pabrik di luar negeri. Permintaan filter dari pengecer setiap tahun mencapai 20.000 unit. Biaya pemesanan sebesar \$40 tiap kali pesan dan biaya pemesanan \$0,10 per filter per tahun. Berdasarkan informasi tersebut anda sebagai manajer pembelian diminta untuk:

- Menentukan berapa jumlah pesanan yang paling ekonomis (EOQ)?
- Berapa besar total biaya persediaan pada pesanan sebesar EOQ?

### Latihan 11.2

Berikut ini adalah informasi terkait dengan persediaan perusahaan KRISNA:  
Kebutuhan persediaan dalam satu tahun 2.800 unit  
Biaya pemesanan setiap kali pesan Rp525  
Biaya penyimpanan per unit per tahun 20% dari harga persediaan  
Harga per unit persediaan Rp300  
Berdasarkan informasi tersebut anda diminta untuk:

- Mengisi tabel yang berikut ini:

Jumlah pesan (unit)	35	56	70	140	200	2.800
Frekuensi pemesanan						
Rata-rata persediaan						
Biaya penyimpanan						
Biaya pemesanan						
Total biaya						

- Berapa besarnya EOQ

### Latihan 11.3

Perusahaan WIJAYA, membutuhkan persediaan sebanyak 40.000 unit dalam satu tahun. Biaya pemesanan setiap kali pemesanan dilakukan Rp200.000, dan biaya penyimpanan per unit per tahun sebesar 10% dari harga persediaan. Harga beli per unit persediaan Rp10.000. Biaya kehabisan persediaan sebesar Rp2.000 per unit. Distribusi probabilitas pemakaian persediaan Rp10.000. Biaya kehabisan persediaan sebesar Rp2.000 per unit. Distribusi probabilitas pemakaian persediaan dalam satu tahun adalah sebagai berikut:

Pemakaian persediaan (unit)	Probabilitas
2.500	0,05
3.000	0,10
3.500	0,20
4.000	0,30
4.500	0,20
5.000	0,10
5.500	0,05

Berdasarkan informasi tersebut anda diminta untuk:

- Menentukan jumlah pesanan yang ekonomis.

- b. Berapa total biaya persediaan pada jumlah pesanan yang ekonomis?
- c. Tentukan jumlah persediaan pengaman yang optimal.

**Latihan 11.4**

Persediaan PT XYZ pada setiap awal bulan sebesar 4.000 unit yang akan digunakan pada bulan yang bersangkutan. Pemesanan kembali persediaan sebesar 4.000 unit dilakukan setiap bulan. Diketahui biaya penyimpanan Rp1.000 per unit dan biaya pemesanan kembali sebesar Rp100.000 setiap kali pesan.

Pertanyaan:

Evaluasilah apakah PT XYZ melakukan pemesanan persediaan dalam jumlah sesuai dengan pendekatan EOQ?



# **SUMBER DANA JANGKA PENDEK**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Tipe Pendanaan Jangka Pendek
2. Pendanaan Spontan (*Spontaneous Financing*)
3. Pendanaan Tidak Spontan

---

## **PENGANTAR**

Pendanaan merupakan pembiayaan yang dikeluarkan untuk mendukung investasi yang telah direncanakan baik sendiri maupun oleh orang lain. Sumber pendanaan dikelompokkan menjadi sumber dana jangka pendek, sumber dana jangka menengah dan sumber dana jangka panjang. Apabila mencari pendanaan jangka pendek, anda harus memilih sarana pendanaan terbaik yang tersedia untuk mencapai tujuan perusahaan. Pilihan suatu instrumen pendanaan tertentu tergantung pada keadaan tertentu perusahaan dan faktor-faktor seperti biaya, risiko, pembatasan kemantapan operasi, dan tarif pajak. Perencanaan keuangan jangka pendek juga dibutuhkan untuk membiayai aktivitas perusahaan terutama berkaitan dengan kebutuhan modal kerja perusahaan. Perencanaan keuangan jangka pendek kita kenal dengan nama pendanaan jangka pendek yang bersifat spontan dan tidak spontan.

---

## **TIPE PENDANAAN JANGKA PENDEK**

Sumber pendanaan jangka pendek dikelompokkan menjadi sumber pendanaan yang spontan dan tidak spontan. Pendanaan spontan merupakan jenis pendanaan yang berubah secara otomatis dengan berubahnya tingkat kegiatan perusahaan. Sumber pendanaan yang tidak spontan merupakan jenis pendanaan yang tidak berubah secara otomatis dengan berubahnya tingkat kegiatan perusahaan. Meliputi hutang dagang dan rekening-rekening akruals.

Tipe-tipe pendanaan jangka pendek dibagi atas 2 (dua) yaitu: 1) Pendanaan Spontan, 2) Pendanaan Tidak Spontan.

### **PENDANAAN SPONTAN**

Jenis pendanaan ini memiliki karakter jika aktifitas perusahaan berubah maka sumber pendanaan pun ikut berubah secara otomatis. Beberapa bentuk sumber dana spontan antara lain: utang dagang rekening-rekening akrual (misalnya pembayaran upah atau gaji atau pembayaran pajak). Utang dagang timbul karena perusahaan membeli pasokan dari supplier dengan kredit, sedang utang pajak terjadi karena pajak dibayar setiap tanggal tertentu dalam satu tahunnya

### **PENDANAAN TIDAK SPONTAN**

Jika penjualan meningkat, dan perusahaan ingin menanbah dana dengan mengajukan pinjaman bisa berasal dari lembaga bank dan lembaga keuangan non-bank. Terdapat dua macam pendanaan tidak spontan yaitu peminjaman jangka pendek tanpa jaminan dan pinjaman jangka pendek dengan jaminan.

---

## **PENDANAAN SPONTAN (*SPONTANEOUS FINANCING*) JENIS PENDANAAN SPONTAN**

Jenis pendanaan ini memiliki karakter jika aktifitas perusahaan berubah maka sumber pendanaanpun ikut berubah secara otomatis. Beberapa bentuk sumber dana spontan antara lain : **utang dagang rekening-rekening akrual** (misalnya pembayaran upah/gaji atau pembayaran pajak). Utang dagang timbul karena perusahaan membeli pasokan dari supplier dengan kredit, sedang utang pajak terjadi karena pajak dibayar setiap tanggal tertentu dalam satu tahunnya. Jika

penjualan perusahaan diperkirakan akan naik, maka perusahaan akan memesan bahan yang lebih banyak dengan kredit. Jika supplier bersedia menjual dengan kredit untuk pemesanan yang lebih besar tersebut, maka secara otomatis supplier tersebut memberi dana untuk perusahaan. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika penjualan mengalami penurunan. Dalam hal ini perusahaan menggunakan dana yang lebih sedikit, atau dengan kata lain supplier menyediakan dana yang lebih sedikit untuk perusahaan. Dengan demikian utang dagang besar kecilnya berubah tergantung penjualan (aktivitas perusahaan).

Jenis lain dari kategori ini adalah rekening akrual seperti utang pajak dan utang upah. Utang pajak terjadi karena pajak dibayar setiap tanggal tertentu dalam satu tahunnya, misal bulan Maret. Jika penjualan terjadi pada bulan Agustus, maka pada tahun berikutnya perusahaan akan menjual pajak dari penjualan bulan tersebut. Perusahaan mempunyai kesempatan untuk menggunakan dana tersebut dari bulan Agustus sampai dengan Maret. Jika penjualan mengalami kenaikan, maka secara otomatis utang pajak akan meningkat. Utang pajak tersebut merupakan sumber dana bagi perusahaan. Tentunya ada batas kebebasan bagi perusahaan. Pada bulan Maret, perusahaan akan membayarkan pajaknya. Dengan kata lain perusahaan tidak bisa menunda-nunda pembayaran tersebut. Hal yang sama terjadi dengan utang upah.

$$\text{Rata - rata utang dagang} = \text{Nilai Utang} / \text{Perputaran Utang}$$
$$\text{Perputaran hutang dalam setahun} = \text{Periode Waktu} / \text{Jangka Waktu Kredit}$$

Contoh :

- 1) Perusahaan Ogah Rugi membeli barang senilai Rp 300.000.000,- secara kredit dengan jangka waktu 3 bulan maka perputaran hutang setahun 4x. Dengan demikian rerata utang dagang Perusahaan Ogah Rugi sebesar Rp 75.000.000,-
- 2) Jika perusahaan menaikkan pembelian kredit sebesar 10% (Rp 300.000.000), maka rerata utang dagangpun akan naik sebesar 10% (Rp 82.500.000). Begitu jika perusahaan akan menurunkan pembelian kreditnya sebesar 5% maka rerata utang dagangpun akan turun 5%.
- 3) Maka tak salah kalau staf manajer keuangan Perusahaan Ogah Rugi ketika membuat budget utang dengan menggunakan angka persentase pembelian kredit.

## **MENGEVALUASI TAWARAN POTONGAN KAS**

Potongan kas bisa dilakukan oleh perusahaan yang memberikan penjualan kredit (kreditor). Tujuan potongan tersebut adalah agar debitur melunasi hutangnya lebih cepat. Biaya ditanggung oleh kreditor. Tetapi jika ada tawaran potongan kas dan perusahaan (debitur) tidak memanfaatkannya, maka ada biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang hilang. Mengevaluasi Tawaran Potongan Kas Potongan kas bisa dilakukan oleh perusahaan yang memberikan penjualan kredit (kreditor). Tujuan potongan tersebut adalah agar debitur melunasi hutangnya lebih cepat. Biaya ditanggung oleh kreditor. Tetapi jika ada tawaran potongan kas dan perusahaan (debitur) tidak memanfaatkannya, maka ada biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang hilang. Contoh : Perusahaan ditawarkan term kredit : 2/10 n/30 Term ini berarti, jika perusahaan melunasi utang dagang pada hari ke-10 atau sebelumnya maka akan mendapat potongan sebesar 2%. Utang dagang

tersebut akan jatuh tempo dalam waktu 30 hari. Apakah sebaiknya perusahaan menerima tawaran tersebut? Perusahaan mempunyai dua pilihan, yaitu memanfaatkan potongan kas dan membayar pada hari ke 10. Perusahaan yang rasional tentu saja akan menunda pembayaran sampai hari terakhir potongan kas tersebut masih berlaku. Jika perusahaan memutuskan menolak tawaran tersebut, perusahaan akan melunasi utang dagangnya pada hari ke-30. Perusahaan yang rasional akan menunda pembayaran kas sampai terakhir. Dengan kata lain, ada dua pilihan bagi perusahaan: membayar pada hari ke-10 atau membayar pada hari ke-30.

Biaya bunga efektif dari tawaran tersebut bisa dihitung sebagai berikut ini (satu tahun diasumsikan 360 hari).

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

Perhitungan di atas menggunakan tingkat bunga sederhana (tidak memasukkan efek penggandaan). Jika kita ingin memasukkan efek penggandaan, kita bisa menghitung sebagai berikut ini :

$$Kd = \left[ 1 + \frac{2}{98} \right]^{360/(30-10)} - 1 = 43,86\%$$

Biaya bunga tawaran tersebut sekitar 37-44\$. Misalkan tingkat bunga pasar adalah 20%, tawaran tersebut sebaiknya diterima. Perusahaan bisa meminjam dana di pasar keuangan dan membayar bunga 20%, kemudian dana tersebut dipakai untuk melunasi utang yang membayar bunga yang lebih mahal, sekitar 40%. Perusahaan bisa memperoleh penghematan bunga sebesar 20%.

Jika perusahaan tidak memanfaatkan potongan kas, perusahaan bisa menurunkan biaya kesempatan yang hilang dengan cara memperpanjang masa pembayaran (stretching), dengan cara membayar sesudah jatuh tempo. Berikut ini biaya bunga jika perusahaan memperpanjang masa pembayaran menjadi 35, 40, 50, dan 60 hari (menggunakan bunga sederhana, satu tahun 360 hari).

**Tabel Tingka Bunga Efektif Melalui Strategi Streching**

Jangka waktu utang dagang	Tingkat bunga efektif
30 hari	37%
35 hari	29%
40 hari	24%
45 hari	21%
50 hari	18%
55 hari	16%
60 hari	15%

Perhatikan tingkat bunga efektif (biaya kesempatan) semakin menurun dengan semakin panjangnya masa jatuh tempo.

---

## PENDANAAN TIDAK SPONTAN

### COMMERCIAL PAPER

Surat Berharga Komersial atau dikenal dengan istilah Commercial Paper (CP) merupakan salah satu bentuk surat berharga yang relatif baru berkembang di Indonesia. Surat Berharga Komersial ini hampir sama dengan Surat Sanggup, oleh karena itu pengaturannya berlandaskan pada Kitab Undang-undang Hukum Dagang, khususnya mengenai ketentuan Surat Sanggup, ketentuan hak pemegang, ketentuan Endosement, dan cara penulisan nominal. Hal ini secara tegas disebutkan dalam Surat Keputusan Direksi bank Indonesia Nomor 28/52/KEP/DIR dan SEBI Nomor. 28/49/UPG, tertanggal 11 Agustus 1995 tentang Persyaratan Penerbitan dan Perdagangan Surat Berharga Komersial (*Commercial Paper/CP*) melalui Bank Umum di Indonesia. Menurut Pasal 1 SKBI tersebut, Surat Berharga Komersial adalah : “Surat Sanggup tanpa jaminan spesifik yang diterbitkan oleh perusahaan bukan bank dan diperdagangkan melalui bank atau perusahaan efek, berjangka waktu pendek dan diperdagangkan dengan sistem diskonto”.

Pada dasarnya bentuk *Commercial Paper* hampir sama dengan Surat Sanggup/Aksep yang diatur dalam Kitab Undang-undang Hukum Dagang, atau boleh dikatakan bahwa Surat Berharga Komersial ini adalah pengembangan dari Surat Sanggup, hanya saja dalam penerbitan *Commercial Paper* lebih *complicated*. Banyak pihak yang terlibat dalam penerbitannya, dan yang menerbitkan pada umumnya adalah badan usaha serta memiliki nilai nominal yang besar. Oleh karena Commercial Paper ini memiliki kesamaan dengan Surat Sanggup, maka dasar pengaturannya sama dengan surat sanggup yaitu : 1. Kitab Undang-undang Hukum Dagang, Buku 1 Titel 6 bagian ke 13 (khusus tentang promes). Bagian ini juga menyebutkan dasar berlakunya ketentuan-ketentuan tentang Surat Wesel pada Surat Sanggup, sepanjang ketentuan-ketentuan itu tidak bertentangan dengan sifat Surat Sanggup, sedangkan untuk Commercial Paper berklausula atas tunjuk berlaku ketentuan tentang Promes Atas Unjuk yang terdapat dalam Buku 1 Titel 7 Bagian ke-11 KUHD, dari Pasal 229e sampai dengan Pasal 229k; 2. Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 21/31/UPG, tertanggal 27 Oktober 1988 tentang Perdagangan Surat Berharga Pasar Uang yang menunjuk kepada Surat Sanggup/Aksep Promes sebagaimana diatur dalam Pasal 174 KUHD; 3. Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia Nomor 28/52/DIR tertanggal 11 Agustus 1995 tentang Persyaratan Penerbitan dan Perdagangan Surat Berharga Komersial atau *Commercial Paper* melalui Bank Umum yang mulai berlaku efektif pada tanggal 1 Pebruari 1996; 4. Undang-undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara; 5. Undang-undang Nomor 18 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

Jangka waktu CP berkisar antara 90 sampai 270 hari atau 3 sampai 9 bulan. Berbeda dengan kebanyakan obligasi yang menawarkan bunga tahunan (*coupon rate*), CP dijual dengan diskonto. Berikut ini contoh perhitungan harga CP. Misalkan CP dijual dengan tingkat bunga 15%, dengan jangka waktu 90 hari, dan dengan nilai nominal Rp1 juta, maka CP tersebut akan dijual dengan harga:

$$\text{Rp1 juta} / (1,15)^{90/360} = \text{Rp965.663.}$$

Pada waktu dijual, investor akan membayar Rp965.663 kepada perusahaan, dan pada hari ke 90, perusahaan membayar Rp 1 juta kepada investor. Instrumen CP

biasanya dipandang relatif aman, karena posisi keuangan perusahaan bisa dimonitor dalam jangka waktu yang relatif pendek. Kalau perusahaan di khawatirkan tidak menyediakan uang pengembalian, bank bisa dilibatkan untuk memberi jaminan. Bank bisa memberi semacam *standby loan* (memberi pinjaman pada perusahaan jika dibutuhkan).

### **KEUNTUNGAN COMMERCIAL PAPER**

Rendahnya tingkat bunga CP dibandingkan tingkat bunga pinjaman bank. Tidak diperlukan adanya agunan khusus untuk CP yang diterbitkan perusahaan penerbit. Akan tetapi ada lini kredit dengan jumlah nominal sama dengan CP yang diterbitkan untuk menjamin bila CP yang diterbitkan tidak laku dijual atau untuk menjamin pembayaran CP bila telah jatuh tempo. CP mendatangkan sejumlah besar dana jangka pendek dalam tiap penerbitannya. CP juga meningkatkan nama baik dan prestasi perusahaan penerbit karena opini umum yang berlaku bahwa hanya perusahaan dengan kredibilitas tinggi saja yang dapat menerbitkan dan menjual CP di pasaran. Perusahaan penerbit akan lebih mudah memperoleh pinjaman lain dari bank komersial di masa yang akan datang. CP dapat bertindak sebagai "jembatan" antara satu pinjaman bank dengan yang lainnya, sehingga kebutuhan dana yang muncul pada selang waktu antara dua pinjaman bank dapat ditutupi dengan dana dari penjualan CP.

### **KETERBATASAN COMMERCIAL PAPER**

Sifat CP sulit diramalkan perkembangannya dibandingkan dengan pinjaman bank, sehingga sering mengakibatkan CP memiliki kadar risiko yang lebih tinggi. Dengan demikian, beberapa keterbatasan penerbitan CP adalah sebagai berikut: Masih ada kemungkinan CP tidak laku dijual sedangkan pinjaman bank sudah pasti akan diterima pada periode tertentu. Dengan demikian, bila CP tidak laku ada kemungkinan dana yang diperlukan tidak tersedia pada periode yang telah direncanakan. Bila perusahaan penerbit mengalami kesulitan keuangan saat CP jatuh tempo sehingga tidak mampu membayar kembali CP tersebut, sulit meminta waktu penundaan pembayaran pada para investornya. Perusahaan kecil dengan kredibilitas tinggi dalam masalah kreditnya, tidak dapat ikut menerbitkan CP sebagai sumber dana jangka pendeknya.

### **PERHITUNGAN BUNGA EFEKTIF COMMERCIAL PAPER**

Tingkat suku bunga efektif commercial paper ditentukan oleh berapa besar discount yang diberikan dan lamanya jatuh tempo, penjualan commercial paper dapat dilakukan dengan perhitungan discount dari nilai par (par value atau face value) dan bunga sebenarnya yang diperoleh pembeli ditentukan dengan perhitungan tertentu.

Contoh:

PT Venus menerbitkan commercial paper seharga Rp3.000.000,- yang akan jatuh tempo dalam waktu 90 hari dan menjual dengan harga Rp2.940.000,-. Pada hari ke-90 pembeli akan menerima Rp3.000.000,- untuk investasi sebesar Rp2.940.000,-. Bunga yang dibayar pada pembiayaan ini sebesar Rp60.000,- dengan pokok Rp2.940.000,-. Tingkat bunga efektifnya dengan demikian adalah  $(Rp60.000,- / Rp2.940.000,-) = 2,04\%$  untuk 90 hari. Bila diasumsikan *commercial paper* di

perpanjang setiap 90 hari sepanjang tahun, maka tingkat bunga efektif untuk *commercial paper* dengan persamaan:

$$\text{EAR} = (1 + k)^m - 1 \text{ adalah sebesar } (1 + 2,04\%)^4 - 1 = 8,41\%$$

dimana:

EAR = tingkat bunga efektif (*effective annual rate*)

k = tingkat bunga nominal

m = compounding frequency (frekuensi pemajemukan)

Contoh di atas menunjukkan bahwa  $m = 4$  diperoleh dari informasi bahwa *commercial paper* jatuh tempo setelah 90 hari di mana asumsi 1 tahun = 360 hari, dengan demikian  $m = 360/90 = 4$ .

## **PINJAMAN KREDIT**

Saat ini varian dari pinjaman uang di Indonesia semakin banyak dan bervariasi. Meskipun begitu, terdapat beberapa perbedaan antara pinjaman tersebut. Perbedaannya biasanya bisa terlihat berdasarkan kebutuhan peminjamnya sendiri. Ada yang mengajukan pinjaman untuk membayar kebutuhan berobat, biaya renovasi rumah, membangun usaha, menikah, dan lainnya. Berbeda kebutuhannya membuat jumlah pinjamannya juga berbeda. Tidak hanya itu saja, perbedaan masing-masing pinjaman tersebut juga terbagi atas beberapa persyaratan khusus yang berbeda. Persyaratan pinjaman dana yang jumlahnya besar pasti berbeda dengan pengajuan utang berskala kecil. Maka dari itu, sebelum mengajukan pinjaman uang, sebaiknya pahami dulu jenisnya. Sehingga Anda tahu manakah jenis pinjaman dana yang paling sesuai dengan kebutuhan. Kesalahan memilih jenis pinjaman bisa berakibat kerugian di kemudian hari.

### **Jenis Pinjaman**

#### **1. Pinjaman Kredit Tanpa Agunan (KTA)**

KTA merupakan pinjaman uang yang tidak dikenakan agunan. Jadi Anda bisa mengajukan pinjaman tanpa harus memberikan jaminan apa pun. Pinjaman KTA sangat disukai oleh orang-orang karena dianggap cukup praktis. Namun sayangnya supaya bisa mendapatkan pinjaman seperti ini Anda harus memiliki kartu kredit dulu. Untuk kartu kredit yang dimiliki bisa dari bank bersangkutan ataupun lainnya. Calon peminjam diperbolehkan mengajukan pinjaman untuk kebutuhan apa pun. Bahkan mereka juga boleh mengambil pinjaman untuk memenuhi kebutuhan konsumtif. Umumnya beberapa orang menggunakan pinjaman ini untuk biaya berobat, liburan, pendidikan, dan pernikahan. Tidak hanya itu saja, jenis pinjaman uang ini juga bisa digunakan untuk kepentingan bisnis. Meskipun sebenarnya tidak begitu disarankan menggunakan KTA untuk bisnis, mengingat suku bunganya cukup tinggi. Hanya saja pinjaman ini prosesnya terbilang cepat dan mudah.

#### **2. Pinjaman Kredit Multiguna**

Tidak hanya bank saja yang dapat memberikan pinjaman uang menggunakan jaminan, bahkan pegadaian dan lembaga keuangan lainnya juga bisa. Intinya bila Anda ingin mengajukan pinjaman tunai sebaiknya siapkan aset

berharga dulu untuk dijadikan sebagai jaminan pada lembaga tersebut. Umumnya plafon pinjaman kredit multiguna itu lebih besar dibandingkan KTA. Selain itu, proses pencairannya sangat cepat. Asalkan pemberi pinjaman melakukan penilaian atau appraisal terhadap jaminannya, maka proses pengajuannya akan segera diterima dan dicairkan. Itulah sebabnya jenis pinjaman ini sangat populer. Anda bisa menggunakan pinjaman uang ini untuk memenuhi berbagai macam kebutuhan sehari-hari. Misalnya untuk membayar biaya perkuliahan anak dan renovasi rumah. Bahkan pinjaman ini juga dapat digunakan untuk membantu keluarga saat harus melakukan pengobatan berat dengan biaya besar.

### **3. Pinjaman Modal Usaha**

Sesuai dengan namanya, jenis pinjaman uang ini cocok sekali untuk mereka yang menjalankan sebuah usaha guna mengembangkan bisnisnya. Dalam hal ini jenis pinjaman untuk modal usaha di Indonesia terbagi menjadi 2 macam, yaitu UMi dan KUR. KUR merupakan salah satu jenis pinjaman yang disukai pengusaha. Untuk bisa mengajukan pinjaman uang untuk modal usaha, Anda harus memiliki SIUP dulu. Produk pinjaman ini lahir berdasarkan kebijakan pemerintah guna memperbesar lapangan pekerjaan supaya tidak terjadi kemiskinan. Sementara untuk kredit ultra mikro atau UMi ini produk pinjaman yang plafonnya sebesar Rp10 juta.

Sedangkan tenor terlamanya mencapai 48 bulan saja. Umumnya para calon debitur kredit ini merupakan pengusaha mandiri yang belum layak mendapat pinjaman KUR. Saat seseorang berhasil melunasi angsuran pinjaman uang UMi, maka mereka bisa mendapat bantuan KUR.

Maka dari itu, jika Anda membutuhkan modal untuk usaha, sebaiknya perhatikan kondisi finansial dan penghasilan terlebih dahulu. Bila usaha yang dijalankan sudah pasti hasilnya, maka Anda bisa mengajukan pinjaman tersebut untuk mengembangkan usaha. Namun, bila usahanya masih belum pasti, sebaiknya jangan mengajukan pinjaman.

### **4. Pinjaman P2P Lending**

P2P lending ini termasuk salah satu bentuk pinjaman uang yang dikembangkan oleh perusahaan startup di bidang fintech. Konsep pinjamannya dilakukan dengan mempertemukan antara lender dan borrower. Umumnya pihak peminjam berasal dari pengusaha mikro yang sedang membutuhkan bantuan untuk mengembang-kan bisnisnya. Dalam hal ini pihak lender berperan sebagai seseorang yang ingin melakukan investasi. Sedangkan borrower adalah orang yang ingin mendapat modal usaha. Lender akan mendapatkan return seperti saat mereka melakukan investasi pada umumnya. Sehingga keduanya sama-sama diuntungkan. Karena dalam hal ini yang paling berperan adalah pihak P2P lending sebagai penengah. Dari sekian banyak pinjaman, umumnya beberapa orang menyukai jenis pinjaman uang jenis P2P lending seperti ini. Karena mereka merasa bahwa jenis pinjaman ini menguntungkan, mudah, cepat, dan praktis.

### **5. Pinjaman Modal KTP**

Jenis pinjaman yang satu ini sebenarnya hampir sama seperti KTA. Yang dibutuhkan untuk mengajukan pinjaman ini adalah harus memiliki Kartu Tanda Penduduk terlebih dahulu. Pinjaman tunai ini diminati banyak orang. Untuk

jumlah plafonnya beraneka ragam. Anda bisa menyesuaikannya dengan kebutuhan. Namun, umumnya beberapa orang hanya boleh mengajukan pinjaman uang maksimal Rp10 juta. Itulah sebabnya jenis pinjaman ini sangat berguna untuk seseorang yang membutuhkan dana darurat. Untuk proses pengajuannya bisa dilakukan lewat situs pemberi layanan pinjaman langsung.

Biasanya dalam hitungan hari, uang pinjaman akan segera dicairkan. Hanya saja meskipun terlihat mudah, ternyata beban bunga yang diberikan cukup beraneka ragam dan bisa terbilang tinggi. Karena ada beberapa yang menawarkan suku bunga hingga 1% per hari. Namun ada juga yang menawarkan 3% per bulan.

Setiap pinjaman di atas tentunya memiliki peruntukan yang tidak sama. Bila Anda ingin menggunakannya untuk kebutuhan konsumtif, sebaiknya ajukan pinjaman tunai modal KTP, KTA, dan kredit multiguna. Namun bila Anda ingin berbisnis bisa mengajukan pinjaman uang berbentuk P2P lending seperti Modal Rakyat.

### **Menghitung Tingkat Bunga Efektif Pinjaman Kredit**

Ada beberapa jenis bunga bank yang kerap dijumpai di suatu bank. Misalnya bunga tetap (*fixed interest*), bunga mengambang (*floating interest*), bunga flat (*flat interest*), bunga efektif (*effective interest*), dan bunga anuiti (*annuity interest*). Dan dari kelima jenis bunga bank ini, bunga flat dan bunga efektif yang umum dan populer digunakan di masyarakat.

#### **1. Bunga Flat dan Cara Menghitungnya**

Apa itu bunga flat? Bunga flat adalah bunga yang jumlah pembayaran pokok dan bunga kredit yang besarnya sama setiap bulan. Bunga flat biasanya diperuntukkan untuk kredit jangka pendek seperti kredit kendaraan bermotor dan kredit tanpa agunan. Bunga flat ini termasuk bunga yang mudah untuk dihitung dibanding jenis bunga lainnya. Karena bunga flat ini menggunakan metode perhitungannya yang jelas dimana besaran angsuran pokok dan angsuran bunga tak berubah setiap bulannya. Semuanya dihitung secara proporsional dan disesuaikan dengan tenor (jangka waktu pinjaman yang ditetapkan atas kesepakatan debitur dan kreditur). Anda pernah menerima brosur kredit kendaraan bermotor yang sering dibagikan di mal dan pusat perbelanjaan? Nah itu adalah salah satu contoh penawaran kredit yang menawarkan bunga flat. Sebab di brosur itu diinformasikan berapa besar angsuran per bulan sesuai dengan tenor cicilan yang diinginkan konsumen untuk mengakhiri masa pinjamannya. Untuk memahami bagaimana sistem kredit yang menawarkan bunga flat itu, coba perhatikan simulasi kredit berikut ini. Si A mendapatkan pokok pinjaman dari bank senilai Rp36 juta. Dari pinjaman tersebut Si A diberikan bunga flat sebesar 5% per tahun. Dan disepakati jangka waktu pengembalian utang selama 24 bulan (2 tahun). Maka perhitungan bunganya dapat diketahui dengan menggunakan rumus:

$$\text{Bunga per bulan} = (P \times I \times t) / \text{jb}$$

P = pokok pinjaman

I = suku bunga per tahun

t = jumlah tahun jangka waktu kredit

jb = jumlah bulan dalam jangka waktu kredit

Dengan rumus tersebut maka perhitungan bunga flat pada contoh di atas adalah:  $Rp(36.000.000 \times 5\% \times 2) / 24 = Rp150.000$ . Setelah diketahui bunga per bulan, maka besaran cicilan dari bulan pertama hingga bulan ke-24 (cicilan akhir) adalah sebesar **Rp1.650.000**. Yang terdiri dari cicilan pokok Rp1.500.000 (pokok pinjaman : jumlah bulan) + bunga flat senilai Rp150.000. Mengingat perhitungannya menggunakan sistem bunga flat, maka tak ada perubahan nilai angsuran di setiap bulannya.

## 2. Bunga Efektif dan Cara Menghitungnya

Apa itu bunga efektif? Berbeda dengan bunga flat yang umumnya berjangka pendek, maka bunga efektif memiliki tenor yang panjang. Dena begitu, bisa dipastikan bahwa besaran bunga yang dibayarkan pada bunga efektif akan lebih kecil dibanding flat karena tenornya yang panjang tadi.

Kredit bunga efektif umum ditemui pada kredit pemilikan rumah (KPR) atau kredit investasi lainnya. Perhitungan bunga efektif ini memiliki karakteristik khusus; karena jumlah angsurannya akan berkurang seiring berjalannya waktu. Hal ini disebabkan karena angsuran akan dihitung berdasarkan sisa dari total pinjaman. Atau perhitungan bunga akan dihitung setiap akhir dari periode pembayaran angsuran berdasar saldo pokok. Jadi bisa dianalogikan bahwa cicilan kedua akan lebih murah dibanding cicilan pertama. Cicilan ketiga akan lebih murah dari cicilan kedua, dan begitu seterusnya. Bagaimana memahami sistem kredit yang menawarkan bunga efektif itu? Coba perhatikan simulasi kredit berikut ini. Si A mendapatkan pokok pinjaman dari bank senilai Rp360 juta. Dari pinjaman tersebut Si A diberikan bunga efektif sebesar 10% per tahun. Dan disepakati jangka waktu pengembalian utang selama 24 bulan (2 tahun). Maka perhitungan bunganya dapat diketahui dengan menggunakan rumus:

$$\text{Bunga} = SP \times i \times (30/360)$$

SP = saldo pokok

i = suku bunga per tahun

30 = jumlah hari dalam sebulan

360 = jumlah hari dalam setahun

Saldo Pokok : Rp360 juta

Suku Bunga Efektif : 10% per tahun

Jangka waktu kredit: 24 bulan

### Angsuran bulan 1:

Jumlah angsuran: Rp360 juta / 24 bulan = Rp15 juta

Perhitungan bunga: Rp360 juta x 10% x (30 hari/360 hari) = **Rp3 juta**

Maka angsuran pokok ditambah bunga pada bulan 1 = Rp15 juta + Rp3 juta = Rp18 juta

### Angsuran bulan 2:

Karena sudah membayar angsuran di bulan 1 senilai Rp15 juta, maka saldo pokok pinjaman berkurang menjadi Rp345 juta (Rp360 juta - Rp15 juta), maka perhitungan bunga untuk angsuran kedua adalah: Rp345 juta x 10% x (30 hari/360 hari) = Rp2.875.000

Dari kedua perhitungan tersebut di atas (angsuran pertama dan angsuran kedua) bisa dilihat bahwa bunga pada setiap angsuran akan semakin berkurang sejalan dengan periode cicilan yang berjalan.

## **FACTORING ATAU ANJAK PIUTANG**

### **Pengertian Factoring**

Bagi perusahaan yang bergerak dalam bidang perdagangan atau penjualan, hambatan utama yang dapat menjadi ancaman adalah banyaknya penjualan kredit yang tidak dapat tertagih alias macet. Banyaknya kredit yang macet akan mengakibatkan terganggunya perputaran barang dan keuangan, apalagi jika sampai kredit tersebut tidak mampu lagi membayar oleh nasabahnya. Apabila masalah piutang macet ini tidak dapat segera ditangani secara serius, bukan tidak mungkin kerugian yang besar tidak dapat dihindari. Untuk melakukan penagihan piutang yang macet diperlukan biaya maupun tenaga yang harus dikorbankan.

Untuk menanggulangi masalah piutang macet dan administrasi kredit yang semeraut dapat diserahkan kepada perusahaan yang sanggup untuk melakukannya. Adalah perusahaan Anjak Piutang yang memang kegiatan utamanya bergerak di bidang penagihan piutang. Perusahaan anjak piutang dapat mengambil alih pengelolaan administrasi piutang suatu perusahaan. Jadi, bagi perusahaan yang sedang mengalami kesulitan seperti diatas dapat menyerahkan seluruh persoalannya kepada perusahaan factoring dengan imbalan *fee* dan biaya biaya lainnya yang disepakati bersama. Lalu apa yang dimaksud dengan perusahaan anjak piutang, serta apa saja yang dilakukannya?

*Pengertian perusahaan anjak piutang atau yang lebih dikenal dengan nama **factoring** adalah perusahaan yang kegiatannya adalah melakukan penagihan atau pembelian, atau pengambilalihan atau pengelolaan utang piutang suatu perusahaan dengan imbalan atau pembayaran tertentu milik perusahaan.*

Kemudian pengertian anjak piutang menurut keputusan Menteri Keuangan Nomor1251/KMK.013/1988 tanggal 20 Desember 1988 adalah badan usaha yang melakukan kegiatan pembiayaan dalam bentuk pembelian dan atau pengalihan serta pengurusan piutang atau tagihan jangka pendek suatu perusahaan dari transaksi perdagangan dalam atau luar negeri.

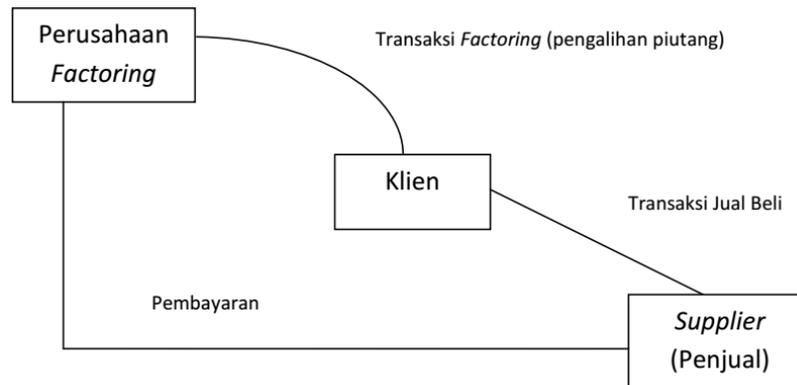
### **Kegiatan Anjak Piutang**

Perusahaan anjak piutang (*factoring*) merupakan jenis perusahaan yang relatif baru dikenal di Indonesia. Secara resmi adalah dengan dikeluarkannya surat keputusan Menteri Keuangan Nomor1251/KMK.013/1988 tanggal 20 Desember 1988, padahal di banyak negara lain kegiatan perusahaan *factoring* sudah dimulai sejak puluhan tahun sebelumnya.

### **Pihak-pihak yang Terkait Kegiatan Anjak Piutang**

Dalam kegiatan anjak piutang terdapat tiga pelaku utama yang terlibat yaitu: perusahaan anjak piutang (*factor*), klien (*supplier*), dan nasabah (*customer*) atau disebut debitor. *Factor* adalah perusahaan atau pihak yang menawarkan jasa anjak piutang. Klien adalah pihak yang menggunakan jasa perusahaan anjak piutang. Sedangkan nasabah adalah pihak-pihak yang mengadakan transaksi dengan klien. Istilah klien (*client*) dan nasabah (*customer*) dalam mekanisme

anjak piutang memiliki pengertian yang berbeda. Perusahaan anjak piutang memiliki klien dalam hal ini *supplier*, selanjutnya klien yang memiliki nasabah (*customer*). Mekanisme anjak piutang diawali dari adanya transaksi jual beli barang atau jasa yang pembayarannya secara kredit. Pihak-pihak yang terlibat dalam kegiatan anjak piutang dijelaskan dalam gambar 12.1 berikut:



Gambar 21.1 Pihak-pihak yang terlibat dalam kegiatan anjak piutang

Penggunaan jasa perusahaan anjak piutang sangat membantu perusahaan dalam kondisi antara lain sebagai berikut:

1. Perusahaan yang sedang melakukan ekspansi pemasaran.  
Perusahaan anjak piutang dapat memberikan informasi mengenai keadaan pasar yang akan dimasuki oleh perusahaan yang bersangkutan (klien).
2. Perusahaan baru yang berkembang pesat, sementara bagian kreditnya kurang mampu mengimbangi ekspansi perusahaan.  
Dengan jasa *factoring*, pihak klien diharapkan dapat menyusun rencana ekspansi secara lebih leluasa, dan fungsi pengelolaan kredit diambil alih oleh perusahaan anjak piutang.
3. Perusahaan klien akan dapat beroperasi lebih efisien dengan menyerahkan pengelolaan kreditnya kepada perusahaan anjak piutang karena tidak perlu lagi membentuk unit organisasi yang berfungsi sebagai bagian kredit yang tentunya akan menambah biaya operasi.
4. Perusahaan dapat memperoleh pembiayaan siap pakai yang disediakan oleh perusahaan anjak piutang.

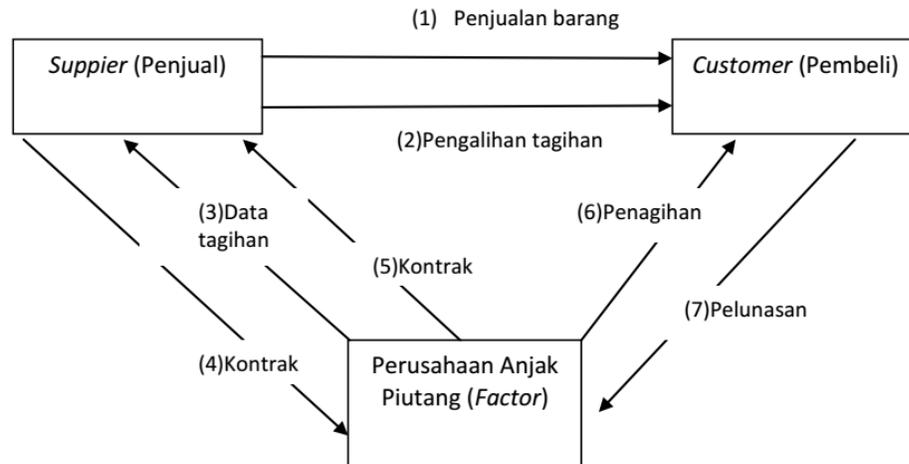
### Proses Anjak Piutang Untuk Tagihan Dan Promes

Pada umumnya kegiatan usaha anjak piutang sering dilakukan dalam bentuk pembelian tagihan milik klien (*supplier*). Proses kegiatan anjak piutang dapat dibedakan dalam bentuk transaksi untuk tagihan (*account receivable*) dan promes (*promissory notes*):

#### 1. Anjak Piutang untuk Tagihan

Didasarkan pada suatu transaksi jual beli secara kredit jangka pendek dan menengah. Tagihan tersebut selanjutnya dijual kepada perusahaan anjak piutang

dengan kontrak pengambilalihan tagihan dari penjual atau *supplier* kepada perusahaan anjak piutang. Pengalihan tagihan tersebut atas sepengetahuan pembeli (*customer*) dimana saat tagihan jatuh tempo, pembeli membayar utangnya langsung kepada perusahaan anjak piutang. Proses anjak piutang untuk tagihan dapat dilihat gambar 12.2 sebagai berikut:



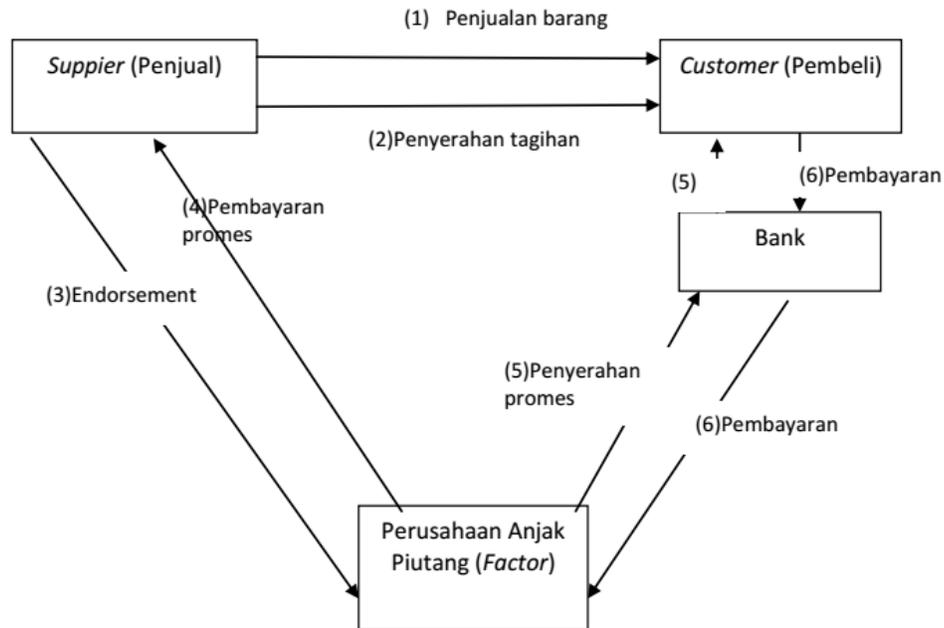
Gambar 12.2. Proses Anjak Piutang untuk Penagihan

Keterangan:

- (1) *Supplier* (klien) menjual barang atau jasa kepada pembeli (*customer*). Penyerahan barang dengan D/O yang ditandatangani pembeli. Asli D/O kembali kepada *supplier*.
- (2) Karena alasan *cash flow*, *supplier* atau klien kemudian menjual tagihannya kepada perusahaan anjak piutang atas persetujuan pembeli (*customer*).
- (3) Klien menyerahkan data tagihan, termasuk faktur-faktur atau D/O kepada perusahaan anjak piutang.
- (4) Kontrak persetujuan dan pengambilalihan tagihan antara klien dengan perusahaan anjak piutang.
- (5) Pembayaran kepada klien atas penjualan tagihan.
- (6) Pada saat jath tempo perusahaan anjak piutang melakukan penagihan kepada pembeli (*customer*).
- (7) Pelunasan utang oleh pembeli.

## 2. Anjak Piutang untuk Promes

Proses anjak piutang untuk promes melibatkan pihak lain, biasanya bank dalam mekanisme pembayaran. Transaksi jual beli dilakukan dengan penerbitan promes oleh pembeli sebagai surat bukti kepada penjual yang selanjutnya dapat didiskontokan kepada perusahaan anjak piutang. Proses anjak piutang untuk promes dapat dilihat gambar 12.3 sebagai berikut:



Gambar 12.3 Proses Anjak Piutang untuk Promes

Keterangan:

1. Penjualan barang atau jasa kepada pembeli secara kredit.
2. Sebagai bukti utang atas transaksi jual beli, pembeli mengeluarkan promes kemudian diserahkan kepada *supplier*.
3. *Supplier* kemudian meng-*endors* promes tersebut kemudian dijual kepada perusahaan anjak piutang secara diskonto.
4. Perusahaan anjak piutang membayar promes atas dasar diskonto.
5. Setelah jatuh tempo, perusahaan najak piutang menyerahkan promes tersebut kepada bank untuk ditagihkan pembayarannya dari pembeli.
6. Pembayarannya diteruskan kepada perusahaan anjak piutang setelah dilakukan penagihan.

### Pembiayaan Factoring

Ada macam biaya factoring yang terdiri dari dua macam: biaya komisi penjualan (*factoring commission*) dan biaya bunga. Biaya komisi dibebankan karena fungsi pengawasan piutang beralih ke factor. Factor memelihara buku besar piutang yang dijual, mengambil alih risiko piutang, dan juga melakukan penagihan piutang. Komisi factoring mengkompensasi tugas-tugas tambahan tersebut. Besarnya komisi bisa mencapai sekitar  $\frac{3}{4}$ -2% dari nilai piutang yang dijual. Biaya bunga dihitung mulai pada saat pemberian dana ke perusahaan sampai pada saat pembayaran piutang ke factor. Secara umum biaya bunga factoring biasanya lebih tinggi dibandingkan dengan biaya bunga bank (bisa sekitar 2% diatas tingkat bunga umum). Hal ini terjadi karena risiko factoring lebih tinggi dibandingkan dengan risiko kredit bank (Hanafi, 2016).

Misalkan piutang dagang dijual dengan diskonto 2,5% per bulan. Sebagai tambahan, factor akan membebankan komisi sebesar 1,5% untuk pendanaan nonrecourse. Jika eksportir menjual Rp1 juta piutang dagang yang berjangka waktu 90 hari tanpa recourse, perusahaan akan memperoleh:

Nilai nominal	Rp1.000.000,00
Biaya nonrecourse (1,5% x Rp1 juta)	Rp 15.000,00
Biaya factoring (2,5% x 3 x Rp1 juta)	<u>Rp 75.000,00</u>
Nilai yang diterima eksportir	Rp 910.000,00

Bunga tahunan dengan menjual piutang dagang adalah sekitar  $4 \times (7,5\% + 1,5\%) = 36\%$ . Meskipun biaya factoring cukup mahal, tetapi factoring mempunyai keuntungan seperti yang dijelaskan di atas.

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

## **MENJAMINKAN PIUTANG**

Alternatif lain dari menjual piutang adalah menggunakan piutang sebagai jaminan untuk memperoleh pinjaman (*pledging receivables*). Dengan alternatif ini, kepemilikan piutang masih ada di tangan perusahaan. Jika pinjaman tidak terbayar, piutang yang dijadikan jaminan bisa digunakan untuk melunasi pinjaman (penjaminan bisa dilakukan atas semua piutang). Biaya yang berkaitan dengan penjaminan piutang ada dua : (1) biaya pemrosesan, dan (2) biaya bunga. Sebagai contoh, misal perusahaan menjaminkan piutang dengan nilai nominal Rp5 juta per hari, dengan rata-rata umur piutang 20 hari. Yang berarti total piutang yang dijaminkan adalah Rp100 juta. Kas yang diterima adalah 80% dari nilai piutang yang dijaminkan. Biaya pemrosesan adalah 0,75% dari total nilai piutang yang dijaminkan. Bunga yang dibebankan adalah 20% per tahun. Total biaya bisa dihitung sebagai berikut ini.

Biaya pemrosesan : $0,0075 \times \text{Rp}100 \text{ juta}$	Rp 750.000,00
Biaya bunga $0,2 \times (20 \times 365) \times \text{Rp}80 \text{ juta}$	<u>Rp 888.889,00</u>
Total Biaya	Rp 1.638,889,00

Tingkat bunga efektif yang dibayar oleh perusahaan adalah :

$$\text{TBE} = (1 + (1.638.889/80.000.000))^{360/20} - 1 = 0,4405 \text{ atau } 44,05\%$$

Tingkat bunga efektif meningkat signifikan dibandingkan dengan tingkat bunga nominal, karena biaya pemrosesan hampir sama dengan biaya bunga.

## **MENJAMINKAN BARANG DAGANGAN (PERSEDIAAN)**

Perusahaan bisa menjaminkan barang dagangan untuk memperoleh pinjaman. Prosedur yang dipakai akan sama dengan penjaminan piutang. Pemberi jaminan akan mengevaluasi nilai persediaan, kemudian akan memberikan pinjaman dalam presentase tertentu dari nilai persediaan yang dijaminkan. Perusahaan juga bisa menjaminkan persediaan (barang dagangan) yang tertentu. Pemberi pinjaman ini bisa mengundang pihak ketiga yang independen, untuk memastikan penjualan barang dagangan akan digunakan untuk melunasi pinjaman. Sama seperti sebelumnya, total biaya mencakup dua hal: biaya pemrosesan/administrasi dan biaya bunga.

## **AKSEPTASI BANK**

*Akseptasi adalah acceptance* yaitu janji untuk membayar oleh pihak tertarik dengan cara membubuhkan tanda tangan pengesahan dalam surat wesel; akseptasi harus dinyatakan dengan kata akseptasi atau dengan cara lain yang sama maksudnya; tanda tangan saja dan pihak tertarik dibubuhkan pada halaman muka, surat wesel sudah berlaku sebagai akseptasi; apabila telah diakseptasi, wesel ini menjadi sama dengan promes, yang berarti dapat diperdagangkan atau dapat dijual kepada pihak lain sebelum tanggal jatuh tempo.

*Tagihan Akseptasi adalah* tagihan bank penerbit (issuing bank/penerbit letter of credit (L/C)) kepada importir atau pembeli barang, yang timbul sebagai akibat akseptasi wesel atas dasar Surat Kredit Berdokumen (SKBDN) berjangka yang telah dibayarkan kepada advising bank atau bank penjual atau eksportir. Atau tagihan penerima SKBDN (advising bank) kepada issuing bank (penerbit L/C) setelah membayar akseptasi kepada *beneficiary*. *Kewajiban Akseptasi adalah* hutang bank penerbit *letter of credit* kepada bank lain (Advising bank/pembayar L/C) yang timbul sebagai akibat pembayaran wesel atau Surat Kredit Berdokumen (SKBDN) berjangka kepada penjual atau eksportir oleh advising bank.

Instrumen aksep biasanya berjangka waktu antara 30 sampai 270 hari dengan kebanyakan 90 hari. Jangka waktu bisa dinegosiasikan agar sesuai dengan jangka waktu datangnya barang. Instrumen aksep ini dipandang sebagai instrumen yang relatif aman karena jangka waktu yang pendek dan dijamin oleh bank. Tingkat bunga aksep biasanya mendekati tingkat bunga CD (*certificat of deposits*) karena keduanya merupakan kewajiban pihak bank.

## **REPO**

*Repurchase agreement*, atau biasa disingkat **repo**, adalah perjanjian antara dua belah pihak dimana pihak pertama meminjam sejumlah dana dari pihak kedua dengan jaminan aset keuangan tertentu, misalnya saham, obligasi, hingga surat utang negara, dengan janji bahwa pihak pertama akan membeli kembali saham tersebut (sehingga pihak kedua akan memperoleh uangnya kembali). Biasanya nilai pinjamannya lebih rendah dari nilai aset yang dijaminkan, misalnya A meminjam dana Rp100 juta dari B dengan jaminan 100,000 lembar saham X pada harga Rp1,000 per saham (jadi nilai pinjamannya Rp100 juta), sementara harga saham X di pasar mencapai Rp1,500. Sehingga teorinya adalah, kalau ternyata si A tidak dapat melunasi utangnya, maka si B sebagai pemilik dana tinggal menjual saham X yang ia pegang sebagai jaminan, dan ia tetap akan meraup untung 50%

(karena ia bisa menjual saham X di pasar pada harga 1,500, sementara modalnya cuma 1,000).

Pada prakteknya, mekanisme dari transaksi repo ini terbilang macam-macam/berbeda satu sama lain, tergantung dari poin-poin perjanjian antara si peminjam dan pemilik dana. Contoh, ada transaksi repo dimana si peminjam sejak awal tidak akan membeli kembali saham yang dijaminkan, atau dengan kata lain ia benar-benar menjual sahamnya ke si pemilik dana, dan alhasil si pemilik dana hanya bisa memperoleh kembali uangnya dengan cara menjual saham tersebut di pasar. Ada juga repo dimana saham yang menjadi jaminan baru boleh dijual kembali di pasar oleh si pemilik dana setelah jangka waktu tertentu (istilahnya sahamnya di-*lock*). Dan ada repo dimana si peminjam menjaminkan saham pada harga yang sama dengan harga pasar, sehingga si pemilik dana tidak akan memperoleh keuntungan kalau menjual saham jaminan tersebut di pasar, namun dengan janji bahwa saham tersebut akan dibeli lagi pada harga yang sama, plus bunga.

Kalau di negara maju seperti Amerika, transaksi repo ini dianggap aman karena aset yang dijaminkan biasanya berupa surat utang negara atau *treasury bonds*, yang risikonya tentu jauh lebih rendah dibanding saham. Bagaimanapun, kalau di negara berkembang seperti Indonesia, maka 'repo' ini memiliki **konotasi yang buruk**. Karena sering terjadi kasus repo dimana meski si peminjam berjanji akan membeli kembali saham yang dijaminkan pada harga yang sudah ditentukan, namun janji tersebut ternyata tidak dipenuhi. Atau ketika si pemilik dana akan menjual saham jaminan yang ia pegang di pasar, ternyata harganya sudah turun duluan, misalnya saham X diatas dimana harganya tadinya 1,500, tapi ternyata sekarang harganya tinggal 500, sehingga posisi si pemilik dana menjadi rugi (karena modalnya di harga 1,000).

---

## PERTANYAAN

1. Jelaskan apa saja sumber-sumber pendanaan jangka pendek!
2. Beri contoh sumber pendanaan jangka pendek spontan!
3. Jelaskan commercial paper! Bagaimana proses disintermediasi terjadi dalam penjualan CP?
4. Jelaskan apa yang disebut dengan Repo?
5. Jelaskan factoring, manfaat dan biayanya?
6. Jelaskan apa itu akseptansi bank?
7. Bagaimana mengevaluasi sumber pendanaan jangka pendek?

---

## LATIHAN

### Latihan 12.1.

PT Sentosa mempunyai akseptansi bank dengan nilai nominal sebesar Rp10 utas yang jatuh tempo dalam jangka waktu 90 hari. Biaya administrasi sekitar Rp10.000, dipotong pada saat akseptansi bank diuangkan. Bank NAP bersedia membeli akseptansi bank tersebut dengan tingkat bunga diskonto sebesar 6%. Berapa jumlah yang akan diterima PT Sentosa jika akseptansi tersebut dijual ke bank? Berapa total biaya (bunga dan administrasi) tersebut?

**Latihan 12.2.**

PT Santi ingin meningkatkan modal kerja dengan Rp100 juta. Berikut ini beberapa alternatif yang sedang dipertimbangkan. Evaluasi alternatif mana yang paling menguntungkan?

1. Tidak memanfaatkan potongan kas, yang ditawarkan dengan term 3/10, net 30.
2. Meminjam dari bank dengan bunga 15%. Compensating balance (saldo kas ditahan) sebesar 12%.
3. Mengeluarkan CP dengan bunga 12%. Biaya emisi adalah Rp1000.000 untuk setiap enam bulan.

**Latihan 12.3.**

Perusahaan memperoleh tawaran pinjaman dari bank sebesar Rp50 juta dengan jangka waktu satu tahun. Berikut ini alternatif tawaran :

1. Bunga 14%, tidak ada saldo kas minimal (compensating balance), bunga dibayar pada akhir tahun.
2. Bunga 13% dengan cara diskonto, tidak ada compensating balance.
3. Pembayaran cicilan 12 kali dibayar setiap bulan, sebesar Rp9 juta, mulai bulan depan.
4. Bunga 11% secara diskonto, dengan compensating balance sebesar 10%.

Diminta:

Alternatif mana yang sebaiknya dipilih ?





# **PERENCANAAN KEUANGAN JANGKA PANJANG**

Setelah mempelajari bab ini, Anda diharapkan mampu untuk menjelaskan:

1. Pengertian Perencanaan Keuangan
2. Tujuan Perencanaan Keuangan
3. Model-Model Perencanaan Keuangan
4. Model Sederhana Perencanaan Keuangan
5. Pendekatan Persentase Penjualan
6. Pendanaan Eksternal Dan Pertumbuhan
7. Faktor-Faktor Determinan Pertumbuhan

---

## **PENGERTIAN PERENCANAAN KEUANGAN**

Keberhasilan sebuah perusahaan dapat terlihat dari kemampuan para pengelola atau pihak manajemen perusahaan memanfaatkan peluang secara maksimal sehingga menghasilkan *return* (imbal hasil) sesuai yang diharapkan, itulah sebabnya tugas yang utama dari pengelola atau pihak manajemen perusahaan adalah merencanakan masa depan perusahaan agar semua peluang atau kemungkinan yang diprediksi dapat diambil dan direalisasikan. Pada dasarnya sebuah perencanaan tentang masa depan merupakan perencanaan jangka panjang, itulah sebabnya dibutuhkan sebuah koordinasi yang padu tentang perencanaan jangka panjang dari berbagai fungsi dalam perusahaan. Dalam hal perencanaan keuangan jangka panjang perusahaan dibutuhkan unsur-unsur dasar dari kebijakan keuangan perusahaan, membaginya menjadi 4 (empat) unsur yakni :

1. Perusahaan membutuhkan investasi pada asset-aset baru : Unsur ini akan timbul dari peluang-peluang investasi yang dipilih untuk dilaksanakan perusahaan dan merupakan hasil dari keputusan penganggaran modal perusahaan.
2. Tingkat *Leverage* keuangan yang dipilih untuk dipergunakan : Hal ini akan menentukan jumlah pinjaman yang akan digunakan oleh perusahaan untuk mendanai investasinya pada asset riil. Hal ini adalah kebijakan struktur modal perusahaan.
3. Jumlah kas yang dirasakan perusahaan perlu dan layak untuk dibayarkan kepada pemegang saham: hal ini ada kebijakan dividen perusahaan.
4. Jumlah likuiditas dan modal kerja yang dibutuhkan perusahaan dalam operasi sehari-hari: Ini adalah keputusan modal kerja bersih perusahaan.

Keempat keputusan ini secara langsung akan mempengaruhi profitabilitas, kebutuhan pendanaan dari luar perusahaan, dan juga peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Perlu dipahami bahwa keputusan investasi dan pendanaan adalah saling berinteraksi, oleh karena itu keputusan tersebut tidak dapat dipertimbangkan secara terpisah antara satu dan lainnya. Jadi keputusan tentang perencanaan keuangan perusahaan tentang masa depan perusahaan tersebut akan mencakup ke empat area ini yang pada gilirannya akan mencakup peluang pertumbuhan perusahaan yang berimbang pada pemenuhan kebutuhan pendanaan baik melalui internal maupun eksternal yang akan menentukan profitabilitas perusahaan tersebut.

Sebagai contoh jenis dan jumlah aktiva yang akan dibeli perusahaan, harus dipertimbangkan sepanjang perusahaan memiliki kemampuan untuk memperoleh dana yang diperlukan untuk membiayai investasi tersebut. Perencanaan keuangan memaksa perusahaan berpikir tentang tujuan (*goals*). Tujuan perusahaan sering dinyatakan secara eksplisit dalam bentuk pertumbuhan perusahaan pada berbagai bidang. Sebagai contoh, pertumbuhan penjualan tiap tahun sebesar 10%. Terdapat hubungan langsung antara pertumbuhan yang dapat dicapai suatu perusahaan dan kebijakan keuangan perusahaan. Pada bagian berikut akan di jelaskan bagaimana model perencanaan keuangan dapat digunakan untuk memahami dengan lebih baik bagaimana pertumbuhan perusahaan dapat dicapai (Sudana, 2015).

Adapun proses perencanaan keuangan merupakan kegiatan perencanaan keuangan yang memperkirakan posisi dan kondisi keuangan dimasa depan,

sehingga dalam menyusun rencana keuangan tersebut dipergunakan serangkaian skenario yang merupakan asumsi terhadap kemungkinan terjadinya kondisi dimasa depan. Adapun serangkaian skenario masa depan tersebut biasanya dibagi dalam 3 (tiga) kondisi:

1. Kondisi Terburuk (*Worst Condition*): Kondisi ini merupakan kondisi yang diperkirakan terjadi ketika situasi perusahaan dan perekonomian sedang berada dalam situasi yang sulit sehingga angka-angka yang dipakai dalam perencanaan adalah angka-angka yang pesimistis.
2. Kondisi Normal (*Normal Condition*): Kondisi ini merupakan kondisi dimana dianggap situasi perusahaan dan perekonomian yang biasa terjadi dan berjalan seperti sebelumnya.
3. Kondisi Terbaik (*Best Condition*): Kondisi ini merupakan kondisi ketika situasi perusahaan atau perekonomian sedang berada dalam situasi terbaiknya sehingga angka-angka yang dipakai dalam perencanaan adalah angka-angka yang optimistik.

## **PERTUMBUHAN SEBAGAI TUJUAN MANAJEMEN KEUANGAN**

Pertumbuhan perusahaan bukanlah merupakan tujuan yang tepat bagi manajer keuangan. Beberapa perusahaan yang berorientasi pada pertumbuhan dan rencana perluasan, ternyata mengalami kegagalan dan akhirnya bangkrut. Sebagaimana telah dijelaskan tujuan perusahaan yang tepat adalah meningkatkan nilai pasar saham perusahaan. Tentu saja jika perusahaan berhasil meningkatkan nilai pasar saham, maka pertumbuhan adalah merupakan akibat. Pertumbuhan sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang baik, tetapi bukan tujuan akhir dari keputusan.

## **DIMENSI PERENCANAAN KEUANGAN**

Berdasarkan tujuan perencanaan, adalah penting bagi pihak manajemen perusahaan untuk berpikir tentang masa yang akan datang berdasarkan dimensi waktu, yaitu jangka pendek dan jangka panjang. Jangka pendek biasanya sampai dengan 12 bulan atau periode satu tahun, sedangkan jangka panjang biasanya mulai dua tahun sampai dengan lima tahun. Periode waktu ini biasa disebut dengan *planning horizon*, yang merupakan dimensi pertama harus ditetapkan oleh pihak manajemen dalam proses perencanaan. Dalam menyusun rencana keuangan, semua proyek dan investasi yang akan dilakukan perusahaan digabungkan untuk menentukan jumlah investasi yang diperlukan. Usulan investasi yang lebih kecil dari masing-masing unit operasi perusahaan dijumlahkan menjadi satu proyek besar, dan proses ini disebut *aggregation*, yang merupakan dimensi kedua dalam proses perencanaan.

Setelah *planning horizon* dan *level of aggregation* diterapkan, maka rencana keuangan memerlukan masukan dalam bentuk sejumlah alternatif asumsi berkaitan dengan variabel-variabel yang penting. Misalnya, dalam proses perencanaan keuangan, pihak manajemen meminta setiap divisi dalam perusahaan untuk menyiapkan tiga alternatif perencanaan baik selama tiga tahun yang akan datang:

1. Alternatif dengan asumsi kondisi ekonomi buruk;
2. Alternatif dengan asumsi kondisi ekonomi normal;
3. Alternatif dengan asumsi kondisi ekonomi baik.

Dalam hal ini aktivitas bisnis diintegrasikan berdasarkan divisi dan jangka waktunya selama tiga tahun. Tipe perencanaan yang mempertimbangkan berbagai kondisi yang mungkin terjadi penting bagi perusahaan yang penjualannya sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi.

---

## **TUJUAN PERENCANAAN KEUANGAN**

Karena perusahaan banyak menghabiskan waktu untuk mengkaji berbagai skenario yang akan menjadi dasar dalam penyusunan rencana keuangan perusahaan, maka sangat masuk akal untuk bertanya apa yang akan dicapai dari proses perencanaan tersebut.

### ***EXAMINING INTERACTION***

Rencana keuangan harus merancang suatu hubungan yang eksplisit antara berbagai usulan investasi untuk aktivitas operasi perusahaan yang berbeda-beda dan alternatif pendanaan yang tersedia bagi perusahaan. Dengan kata lain, jika perusahaan merencanakan perluasan dan melakukan investasi baru, dari mana sumber dana untuk membiayai aktivitas tersebut akan diperoleh?

### ***EXPLORING OPTIONS***

Rencana keuangan mampu memberikan peluang bagi perusahaan untuk mengembangkan, menganalisis, dan membandingkan berbagai skenario yang berbeda-beda secara konsisten. Berbagai pilihan investasi dan pendanaan dapat dikaji, dan pengaruhnya terhadap pemegang saham perusahaan dapat dievaluasi. Pertanyaan tentang lini bisnis perusahaan di masa yang akan datang dan sumber pendanaan apa yang optimal dapat dijelaskan.

### ***AVOIDING SURPRISES***

Perencanaan keuangan harus mengidentifikasi tentang dampak yang mungkin terjadi terhadap perusahaan jika terjadi keadaan yang berbeda dengan yang diasumsikan. Prediksi tentang keadaan yang akan datang memang sulit. Dengan demikian, salah satu tujuan perencanaan keuangan adalah untuk menghindari terjadinya hal-hal yang mengejutkan dan mengembangkan rencana-rencana yang sifatnya darurat (*contingency plans*).

### ***ENSURING FEASIBILITY AND INTERNAL CONSISTENCY***

Selain tujuan umum perusahaan, yaitu menciptakan nilai, suatu perusahaan biasanya juga mempunyai banyak tujuan khusus, seperti tingkat pangsa pasar, ROE, *leverage* keuangan dan sebagainya. Pada saat tertentu keterkaitan antara tujuan yang berbeda-beda dan aspek yang berbeda-beda dari perusahaan sulit untuk dipahami. Perencanaan keuangan tidak hanya mampu menjelaskan keterkaitan antara berbagai tujuan yang berbeda, tetapi juga mampu mengupayakan adanya penyatuan struktur untuk rekonsiliasi tujuan yang berbeda. Dengan kata lain, perencanaan keuangan merupakan salah satu cara untuk memastikan bahwa berbagai kegiatan operasi perusahaan adalah layak dan secara internal adalah konsisten. Sering terjadi konflik diantara tujuan yang satu dengan tujuan yang lain, oleh karena itu untuk menghasilkan rencana yang koheren, tujuan dan sasaran sebaiknya dimodifikasi, dan skala prioritas harus ditentukan. Hasil yang

paling penting dari proses perencanaan adalah mendorong manajemen untuk berpikir tentang berbagai tujuan dan menyusun skala prioritas.

---

## **MODEL-MODEL PERENCANAAN KEUANGAN**

Karena masing-masing perusahaan memiliki ukuran dan produk yang berbeda-beda, proses perencanaan keuangan antara perusahaan yang satu dan perusahaan lainnya juga berbeda. Pada bagian ini akan dijelaskan unsur-unsur perencanaan keuangan suatu perusahaan dan mengembangkan model dasar untuk menggambarkan unsur-unsur tersebut. Kebanyakan model perencanaan keuangan membutuhkan sejumlah asumsi tentang masa yang akan datang. Berdasarkan asumsi tersebut, suatu model menghasilkan nilai prediksi dari sejumlah variabel yang lain.

### ***SALES FORECAST***

Hampir semua rencana keuangan dimulai dari rencana penjualan, terutama pada perusahaan yang menghadapi kendala-kendala di bidang pemasaran. Bagi perusahaan yang mempunyai kendala di bidang produksi, rencana keuangan dimulai dari rencana produksi. Rencana penjualan didasarkan pada informasi ramalan penjualan di masa yang akan datang dan rencana investasi dan pendanaan diperlukan untuk mendukung rencana penjualan tersebut. Menyusun ramalan penjualan yang sempurna adalah tidak mungkin, karena besar kecilnya penjualan suatu perusahaan dipengaruhi oleh ketidakpastian kondisi ekonomi di masa yang akan datang.

### ***PROFORMA STATEMENTS***

Suatu rencana keuangan akan terdiri atas ramalan neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas. Model perencanaan keuangan paling tidak menghasilkan berbagai laporan tersebut yang didasarkan atas ramalan beberapa faktor penting, seperti ramalan penjualan.

### ***ASSET REQUIRMENT***

Rencana keuangan mendeskripsikan proyeksi pengeluaran modal. Proyeksi neraca paling tidak berisi tentang perubahan total aktiva tetap dan modal kerja bersih. Perubahan ini merupakan jumlah penganggaran modal perusahaan yang efektif. Pengeluaran modal yang diusulkan di tempat-tempat yang berbeda harus direkonsiliasikan dengan kenaikan yang terdapat pada rencana jangka panjang.

### ***FINANCIAL REQUIRMENT***

Rencana keuangan akan memuat kebutuhan pendanaan yang diperlukan. Bagian dari rencana ini akan membahas tentang kebijakan dividen sebagai bagian dari keputusan pendanaan internal, dan kebijakan utang sebagai salah satu sumber dana yang berasal dari luar perusahaan. Kadang-kadang perusahaan mengharapkan memperoleh dana melalui penjualan saham atau meminjam dari berbagai pihak. Dalam kasus ini, rencana keuangan harus mempertimbangkan surat berharga seperti apa yang sebaiknya diterbitkan perusahaan dan bagaimana cara yang paling tepat untuk menerbitkan.

## **PLUG**

Setelah perusahaan menyusun ramalan penjualan dan mengestimasi pengeluaran untuk aktiva, sejumlah pendanaan baru sering diperlukan karena total aktiva perusahaan akan melebihi jumlah modal dan utang perusahaan. Dengan kata lain, neraca perusahaan menjadi tidak seimbang. Karena pendanaan baru mungkin diperlukan untuk memenuhi pengeluaran modal yang diproyeksikan, maka variabel *financial "plug"* harus dipilih. *Plug* adalah sumber yang dirancang dari pendanaan eksternal yang diperlukan berhubung ada kekurangan atau kelebihan dalam pendanaan, sehingga neraca perusahaan menjadi seimbang. Sebagai contoh, suatu perusahaan dengan jumlah peluang investasi yang besar dan arus kas yang terbatas dapat menambah modal baru. Perusahaan yang lain memiliki peluang investasi yang kecil dan mempunyai arus kasi yang berlebih, maka perusahaan dapat membayar dividen ekstra.

## **ECONOMIC ASSUMPTION**

Rencana harus menyatakan secara eksplisit asumsi kondisi ekonomi yang menjadi dasar dalam penyusunan rencana tersebut. Di antara asumsi ekonomi yang penting yang harus ditentukan adalah tingkat bunga dan tarif pajak perusahaan.

---

## **MODEL SEDERHANA PERENCANAAN KEUANGAN**

Ketika sebuah perencanaan keuangan dibuat maka rencana tersebut juga akan memasukkan laporan keuangan yakni neraca, laporan laba-rugi sebagai bagian dari perencanaan yang dibuat, adapun laporan keuangan ini disebut juga laporan keuangan *pro forma* ("dalam bentuk"). Jadi dalam hal ini laporan keuangan *pro forma* ini akan memasukkan serangkaian kemungkinan atau skenario yang terjadi dimasa depan, sehingga laporan keuangan *pro forma* merupakan output dari model perencanaan keuangan. Andaikan seseorang memberikan data proyeksi penjualan yang sudah diperkirakan maka model perencanaan keuangan akan menyediakan laporan keuangan berupa neraca dan laba rugi yang dihasilkan berdasarkan data proyeksi penjualan tersebut. Disini, data proyeksi penjualan yang sudah diperkirakan tersebut menjadi "penggerak (*driver*)" yang artinya data proyeksi penjualan ini akan diberikan terlebih dahulu, lalu data proyeksi laporan keuangan itu akan dihitung berdasarkan atas data tersebut.

Bisa saja, angka proyeksi penjualan akan diberikan dalam bentuk tingkat pertumbuhan dalam penjualan, hal ini tidaklah menjadi persoalan karena perhitungan proyeksi penjualan akan diketahui setelah diketahui tingkat pertumbuhannya. Sesudah dilakukan serangkaian skenario, maka yang terpenting disini bukanlah proyeksi penjualan harus tepat tetapi bagaimana hubungan atau keterkaitan antara investasi dan kebutuhan pendanaan pada berbagai kemungkinan tingkat penjualan dapat diketahui untuk dipelajari agar dapat dilakukan keputusan-keputusan strategis dan berdampak jangka panjang.

Dalam hal investasi, disini akan diperkirakan proyeksi belanja modal, dan akan terlihat juga disini proyeksi neraca melalui perubahan dalam total asset tetap dan modal kerja bersih, sedangkan dalam hal keuangan (*financing*) akan bagaimana mencari dana yang dibutuhkan terhadap dana investasi yang dibutuhkan, akan ada persoalan tentang kebijakan deviden dan kebijakan utang agar perusahaan mendapatkan dana yang "siap" untuk dipakai belanja modal.

Setelah data proyeksi penjualan dan perkiraan belanja modal yang di butuhkan diketahui maka akan terjadi ketidak-seimbangan dalam neraca, hal ini dikarenakan proyeksi total asset pasti lebih besar dari proyeksi sisi total pasiva. Karena itu dibutuhkan pendanaan baru untuk menutupi seluruh proyeksi belanja modal, variable penyeimbang inilah yang disebut “Plug” yang harus dipilih, Penyeimbang ini adalah sumber dari pendanaan eksternal khusus yang dibutuhkan untuk mengatasi kekurangan (kelebihan) dalam pendanaan sehingga dana dapat menjadi seimbang lagi seperti sebelumnya.

Tentu saja, yang terakhir dan juga sangat penting adalah dalam perencanaan tersebut haruslah secara jelas menyatakan kondisi perekonomian suatu negara atau wilayah kekuasaan politik dimana perusahaan tersebut berada, hal ini dikenal sebagai kondisi makro-ekonomi suatu negara. Kondisi makro-ekonomi tersebut antara lain tentang inflasi, tingkat suku bunga dan tarif pajak perusahaan.

### MODEL SEDERHANA DARI PERENCANAAN KEUANGAN

Adapun sebuah contoh dari model perencanaan keuangan sederhana sebagai berikut :

#### PT. Campur Laporan Keuangan

Laporan Rugi Laba			Neraca		
Penjualan	Rp.1000	Aset	Rp. 500	Hutang	Rp.250
Biaya	800			Modal Sendiri	Rp.250
Laba bersih	Rp.200	Total	Rp.500	Total	Rp.500

Perencanaan keuangan PT.Campur berasumsi bahwa semua variabel terikat pada penjualan dan hubungan yang sekarang adalah optimal. Artinya semua item akan berkembang dengan persentase yang sama dengan penjualan. Misalkan penjualan meningkat 20 persen dari Rp1000 menjadi Rp1.200. Perencana juga akan meramalkan bahwa terdapat peningkatan biaya sebesar 20 persen, dari Rp800 menjadi Rp960. Laporan Pro forma akan menjadi:

#### Proforma Laporan Laba Rugi

Penjualan		Rp. 1200
Biaya		960
	Laba bersih	Rp. 240

Asumsi bahwa seluruh variabel akan meningkat sebesar 20 persen, membuat kita juga dapat membuat neraca pro forma.

#### Pro Forma Neraca

Aset	Rp.600(+100)	Hutang	Rp. 300(+50)
		Modal Sendiri	300(+50)
Total	Rp.600(+100)	Total	Rp.600 (+100)

Sekarang kita harus merekonsiliasi kedua pro forma. Contohnya dapatkan Laba bersih sama dengan Rp240 dan Modal Sendiri meningkat hanya Rp.50? Jawabannya adalah bahwa PT Campur harus membayar perbedaan sebesar  $Rp240 - Rp50 = Rp190$ , kemungkinan sebagai dividen. Dalam kasus ini dividen adalah *plug variable*.

Misalkan PT. Campur tidak membayar Rp190 tersebut. Dalam kasus ini, tambahan ke Laba ditahan adalah sejumlah Rp240. Pos Modal Sendiri PT Campur akan bertambah menjadi Rp490 (Rp250 sebagai *starting income* + Rp240 sebagai *net income*), dan hutang harus dilunasi untuk menjaga jumlah aset tetap Rp600.

Dengan Rp600 di total Aset and Rp490 di Modal Sendiri, maka Hutang harus  $Rp600 - Rp490 = Rp110$ . Karena saldo awal Hutang adalah Rp250, maka PT Campur harus melunasi hutang sebesar  $Rp250 - Rp110 = Rp140$ . Maka neraca pro forma akan menjadi:

Aset	\$600(+100)	Hutang	\$ 110(-140)
		Modal Sendiri	490(+240)
Total	\$600(+100)	Total	\$600 (+100)

Dalam kasus ini, Hutang adalah *plug variable* yang digunakan untuk menyeimbangkan proyeksi total aset dan Kewajiban. Contoh ini menunjukkan interaksi diantara pertumbuhan penjualan dan kebijakan keuangan. Ketika penjualan meningkat, total aset juga meningkat. Hal ini terjadi karena perusahaan harus berinvestasi pada modal kerja bersih (*net working capital*) dan Aset tetap (*fixed asset*) untuk mendukung tingkat penjualan yang lebih tinggi. Karena Aset berkembang, total Modal Sendiri dan Kewajiban (Hutang) juga akan berkembang.

Hal yang harus kita perhatikan dari contoh di atas adalah cara Kewajiban (Hutang) dan Modal Sendiri berubah berubah bergantung pada pada kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen perusahaan. Pertumbuhan aset ditentukan bagaimana perusahaan mendanai pertumbuhan tersebut.

---

## **PENDEKATAN PERSENTASE PENJUALAN**

Pendekatan persentase penjualan adalah suatu metode perencanaan keuangan, yang mana semua akun dalam laporan keuangan perusahaan berubah tergantung pada prediksi tingkat penjualan perusahaan. Pada contoh perencanaan keuangan yang telah dijelaskan merupakan model perencanaan sederhana, yang mana setiap komponen diasumsikan mengalami kenaikan atau peningkatan yang sama dengan peningkatan penjualan. Asumsi ini mungkin benar untuk beberapa komponen, sementara untuk komponen yang lain, seperti utang jangka panjang, kemungkinan tidak, karena jumlah utang jangka panjang telah ditetapkan manajemen, dan tidak perlu secara langsung berhubungan dengan tingkat penjualan. Pada bagian ini akan dijelaskan perluasan dari model perencanaan yang sederhana tersebut. Ide dasarnya adalah untuk memisahkan akun laba rugi dan neraca menjadi dua kelompok, yaitu akun yang berubah secara langsung terkait dengan perubahan penjualan dan akun yang tidak secara langsung terkait dengan perubahan penjualan. Berdasarkan ramalan penjualan, dapat ditentukan

beberapa jumlah dana yang diperlukan untuk mendukung tingkat penjualan tersebut (Sudana, 2015).

### LAPORAN LABA RUGI

Dimulai membahas dengan menggunakan laporan Laba -Rugi milik PT. Bukit, seperti yang ditunjukkan dalam tabel 13.1. Disini masih menyederhanakan hal – hal berikut seperti : biaya, penyusutan, dan bunga dalam satu bentuk pos atau akun : biaya. PT. Bukit telah memproyeksikan 25% peningkatan dalam Penjualan untuk tahun yang akan datang, jadi mengantisipasi penjualan sejumlah  $Rp1000 \times 1.25 = Rp1250$ . Untuk menghasilkan pro forma laporan Rugi Laba, kita asumsikan bahwa total biaya akan terus berjalan pada level  $(Rp.800/1000) = 80\%$  dari penjualan. Dengan asumsi ini, pro forma laoran Rugi Laba PT. Bukit ditampilkan pada tabel 13.2. Konsekwensi dari mengasumsikan bahwa biaya itu memiliki persentase yang konstan dengan Penjualan adalah profit margin itu akan konstan. Untuk memeriksanya,profit marginnya  $Rp132/1000 = 13.2\%$ . Di pro forma milik PT. Bukit, profit marginnya  $Rp165/1250 = 13.2\%$ , jadi itu tidak berubah.

Selanjutnya, kita butuh memproyeksikan pembayaran dividen. Jumlah nya tergantung pihak manajemen PT. Bukit. Kita akan mengasumsikan PT. Bukit memiliki kebijakan untuk membayar dividen secara tunai.

**Tabel 13.1 .** Laporan Laba Rugi PT. Bukit

PT. Bukit Laporan Laba Rugi		
Penjualan		Rp. 1,000
Biaya-biaya		Rp. 800
Laba kena pajak		Rp. 200
Pajak (34%)		Rp. 68
Laba bersih		Rp. 132
Dividend	Rp.	44
Tambahan Laba ditahan	Rp.	88

**Tabel 3.2 .** Laporan Laba Rugi Proforma PT. Bukit

PT. Bukit Laporan Laba Rugi Pro Forma		
Penjualan(proyeksi)		Rp. 1,250
Costs (80% dari penjualan)		Rp. 1,000
Laba kena pajak		Rp. 250
Pajak (34%)		Rp. 85
Laba bersih		Rp. 165

Untuk sebagian besar dari tahun sekarang, *dividend payout ratio* adalah :

$$\text{Dividend payout ratio} = \text{Cash Dividens}/\text{Net Income} \\ = \mathbf{Rp.44/132 = 33 \frac{1}{3}\%}$$

Kita juga dapat menghitung ratio dari tambahan laba ditahan terhadap laba bersih:

Tambahan Laba ditahan/Laba ditahan = Rp.88/132 = 66 2/3%

Ratio ini biasa disebut dengan *retention ratio* atau *plowback ratio*, dan itu sama dengan 1 dikurangi dengan *dividend payout ratio*, karena sisa yang tidak dibayarkan menjadi laba yang ditahan. Dengan asumsi bahwa *payout ratio* konstan, berikut ini adalah proyeksi dividen dan tambahan pada Laba yang ditahan:

Proyeksi dividen untuk pemegang saham = Rp.165X1/3 = Rp 55  
 Proyeksi tambahan Laba yang ditahan = Rp.165X2/3 = Rp110  
 Rp165

## NERACA

Untuk menyusun *proforma neraca*, maka dimulai dengan neraca perusahaan. Untuk menghasilkan pro forma Neraca, dimulai dengan statements yang paling baru. Dalam neraca di asumsikan bahwa beberapa pos atau akunnya dapat mempengaruhi penjualan dan juga ada yang tidak. Untuk pos atau akun yang memiliki hubungan dengan penjualan, dinyatakan persentase penjualan pada tahun yang baru saja telah selesai. Ketika sebuah pos tersebut tidak mempengaruhi penjualan secara langsung, dituliskan "n/a" (*not applicable*).

Tabel 3.3. Proforma Neraca Perusahaan

<b>Neraca</b>					
<b>Aktiva</b>			<b>Pasiva</b>		
% Penjualan			% Penjualan		
<b>Aktiva lancar</b>			<b>Utang lancar</b>		
Kas	Rp160.000	16%	Utang dagang	Rp300.000	30%
Piutang	Rp440.000	44%	Utang wesel	<u>Rp100.000</u>	n/a
persediaan	<u>Rp600.000</u>	<u>160%</u>			
Total Aktiva	Rp1.200.000	120%	Total utang lancar	Rp400.000	n/a
			Utang jangka panjang	Rp800.000	n/a
<b>Aktiva tetap</b>			<b>Modal sendiri</b>		
Peralatan mesin neto	<u>Rp1.800.000</u>	<u>180%</u>	Saham biasa	Rp800.000	n/a
			Laba ditahan	<u>Rp1.000.000</u>	n/a
Total aktiva	Rp3.000.000	300%	Total utang dan modal	Rp3.000.000	n/a

Untuk contoh, pada bagian aset, maka persediaan sama dengan 60% dari Penjualan (Rp600/1000) untuk akhir tahun. Kita asumsikan persentase di

aplikasikan untuk tahun yang akan datang, jadi setiap peningkatan Rp1,- dalam penjualan, persediaan akan naik sebesar Rp60. Ratio dari total assets kepada penjualan untuk akhir tahun adalah  $Rp3000/1000 = 3$ , atau 300%.

Ratio dari total assets kepada penjualan itu disebut sebagai *capital intensity ratio*. Itu memberitahukan bahwa jumlah asset yang dibutuhkan untuk menghasilkan Rp1 pada penjualan. Jadi semakin tinggi ratio nya, semakin tinggi *capital intensity* dalam suatu perusahaan. Selanjutnya disusunlah neraca pro forma untuk PT. Bukit. Lakukan dengan menggunakan persentase-persentase yang dihitung guna menghitung jumlah yang diproyeksikan. Perlu diperhatikan, untuk pos-pos yang tidak bergerak langsung mengikuti penjualan, sumsi awalnya tidak ada perubahan dan hanya menulis saldo aslinya. Dari neraca diatas bahwa aset diproyeksikan naik sebesar Rp750. Tetapi tanpa pendanaan tambahan, kewajiban dan ekuitas (modal sendiri) hanya mengalami kenaikan Rp185 sehingga terjadi kekurangan sebesar  $Rp750-185 = Rp565$ . Ini disebut kebutuhan pendanaan eksternal (EFN= External Financing Needed). Dengan demikian, proforma neraca perusahaan BUKIT akan seperti yang tampak pada Tabel 13.4 berikut ini:

Tabel 13.4. Proforma Neraca Perusahaan Bukit barisan dengan Variabel Plug Utang Jangka Pendek dan Utang Jangka Panjang

PT. BUKIT  
Neraca Proforma Parsial

	AKTIVA		PASIVA		
	Tahun berjalan	Perubahan		Tahun berjalan	Perubahan
Aktiva lancar			Utang lancar		
Kas	Rp200.000	Rp40.000	Utang dagang	Rp375.000	Rp75.000
Piutang persediaan	550.000	110.000	Utang wesel	325.000	225.000
	<u>750.000</u>	<u>150.000</u>			
Total aktiva lancar	Rp1.500.000	Rp300.000	Total utang lancar	Rp700.000	Rp300.000
Aktiva tetap			Utang jangka jangka	Rp1.140.000	Rp340.000
Peralatan mesin neto	<u>Rp2.250.000</u>	<u>Rp450.000</u>	Modal Saham	Rp800.000	0
			Laba ditahan	<u>1.110.000</u>	<u>Rp110.000</u>
			Total modal	<u>Rp1.910.000</u>	<u>Rp110.000</u>
Total aktiva	Rp3.750.000	Rp750.000	Total utang dan modal	Rp3.750.000	Rp750.000

## SKENARIO KHUSUS

Model perencanaan finansial ini mengingatkan pada humor tentang berita bagus dan berita buruk. Berita bagus, Perusahaan ternyata mampu memproyeksikan kenaikan penjualan 25%. Berita buruknya adalah hal itu tidak mungkin terjadi kecuali PT Bukit entah dengan cara bagaimana harus mencari pembiayaan sebesar Rp565. Selain itu, hal ini merupakan contoh yang bagus bagaimana proses perencanaan dapat menyelesaikan masalah dan potensi konflik. Mengapa? kalau kita lihat pada PT Bukit, misalkan perusahaan ini punya tujuan tidak mau meminjam sedikitpun untuk dana tambahan dan tidak mau menjual ekuitas baru, maka kenaikan 25% mungkin tidak bisa dilakukan. Bila kita menambahkan Rp565 sebagai pendanaan yang baru maka PT Bukit mempunyai 3 (tiga) sumber yang memungkinkan: Pinjaman jangka pendek, Pinjaman jangka panjang, dan Ekuitas baru. Jadi, ini tergantung dari keputusan manajemen.

Misalnya PT Bukit memutuskan untuk meminjam dana yang dibutuhkan, dalam kasus ini perusahaan dapat memilih untuk meminjam sebagian pinjaman jangka panjang dan sebagian lagi pinjaman jangka pendek. Contohnya, aset lancar (*current asset*) bertambah Rp 300 dimana current kewajiban (*liabilities*) hanya bertambah Rp 75. PT. Bukit juga dapat meminjam Rp300-Rp75=Rp225 sebagai pinjaman jangka pendek. Dengan Rp565 yang dibutuhkan maka sisa Rp565-Rp225= Rp340 bisa didapatkan dengan pinjaman jangka panjang.

Tabel 13.5 menunjukkan pro forma neraca PT. Bukit .

### PT. BUKIT Neraca Proforma Parsial

AKTIVA			PASIVA		
	Tahun berjalan	Perubahan		Tahun berjalan	Perubahan
Aktiva lancar			Utang lancar		
Kas	Rp200.000	Rp40.000	Utang dagang	Rp375.000	Rp75.000
Piutang	550.000	110.000	Utang wesel	325.000	225.000
persediaan	<u>750.000</u>	<u>150.000</u>			
Total aktiva lancar	Rp1.500.000	Rp300.000	Total utang lancar	Rp700.000	Rp300.000
Aktiva tetap			Utang jangka jangka	Rp1.140.000	Rp340.000
Peralatan mesin neto	<u>Rp2.250.000</u>	<u>Rp450.000</u>	Modal Saham	Rp800.000	0
			Laba ditahan	<u>1.110.000</u>	<u>Rp110.000</u>
			Total modal	<u>Rp1.910.000</u>	<u>Rp110.000</u>
Total aktiva	Rp3.750.000	Rp750.000	Total utang dan modal	Rp3.750.000	Rp750.000

## **SKENARIO ALTERNATIF**

Asumsi bahwa aset merupakan presentase tetap dari penjualan adalah benar, tapi mungkin saja tidak cocok dalam beberapa kondisi riil yang terjadi. Khususnya jika mengasumsikan PT Bukit menggunakan 100 persen kapasitas karena setiap peningkatan pada penjualan mengarah pada peningkatan *fixed assets*. Bagi sebagian bisnis, mungkin akan terjadi sedikit kelonggaran atau kelebihan kapasitas, dan produksi mungkin bisa bertambah dengan menjalankan shift tambahan.

Jika kita mengasumsikan bahwa PT Bukit beroperasi pada 70% dari keseluruhan kapasitas, maka kebutuhan dana eksternal akan sedikit berbeda. Ketika dikatakan "70 persen dari kapasitas", hal ini bermaksud bahwa level penjualan saat ini 70 persen dari keseluruhan kapasitas

Penjualan saat ini : Rp.1000 = 70 X Kapasitas penuh  
Penjualan dengan kapasitas penuh : Rp.1000/70 = Rp.1429

Ini memberitahukan bahwa penjualan naik hampir 43 persen dari Rp.1000 menjadi Rp.1429 sebelum sedikitpun aset tetap dibutuhkan.

Pada skenario sebelumnya, diasumsikan bahwa penambahan aset tetap Rp450 sangat dibutuhkan. Sedangkan di skenario yang sekarang, tidak ada aset tetap yang dibutuhkan karena penjualan hanya diproyeksikan hanya menjadi Rp1250 yang mana kurang dari Rp1429 sebagai level kapasitas penuh. Hasilnya, estimasi awal sebesar Rp565 pada dana eksternal dinilai terlalu tinggi. Kita berasumsi bahwa Rp450 pada aset tetap baru dibutuhkan. Padahal tidak ada penggunaan dari aset baru tetap dibutuhkan. Sehingga bila beroperasi pada 70 persen kapasitas, maka hanya memerlukan Rp115 (Rp565-Rp450) pada dana eksternal.

---

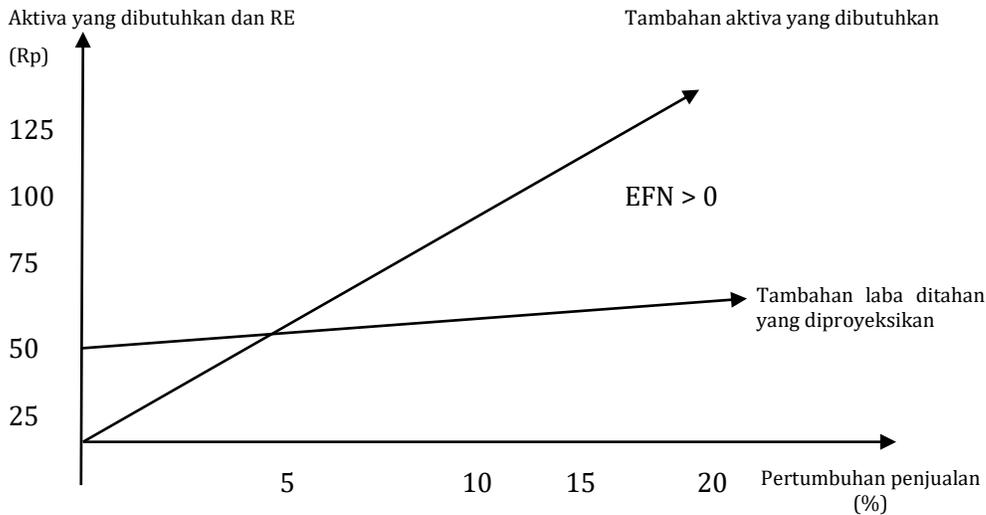
## **PENDANAAN EKSTERNAL DAN PERTUMBUHAN**

Kebutuhan pendanaan eksternal dan pertumbuhan jelas saling berhubungan. Jika semua faktor lainnya tetap, semakin tinggi pertumbuhan penjualan atau aktiva, semakin besar kebutuhan pendanaan eksternal. Apabila kebijakan pendanaan perusahaan tetap, maka kemudian dikaji hubungan antara kebijakan pendanaan dan kemampuan perusahaan untuk mendanai investasi baru karena pertumbuhan. Sekali lagi disini ditekankan bahwa fokus pembahasan adalah pada pertumbuhan perusahaan, bukan karena pertumbuhan merupakan tujuan perusahaan yang dianggap tepat, melainkan karena interaksi antara investasi dan keputusan pendanaan.

## **KEBUTUHAN PENDANAAN EKSTERNAL DAN PERTUMBUHAN**

Hal pertama yang perlu dilakukan adalah mengetahui hubungan antara kebutuhan pendanaan eksternal dan pertumbuhan. Gambar 13.1. menjelaskan hubungan antara pertumbuhan penjualan dan kebutuhan pendanaan eksternal. Pada gambar tampak bahwa kebutuhan aktiva baru pertumbuhannya lebih cepat daripada tambahan laba ditahan, sehingga pendanaan internal melalui tambahan laba ditahan lambat laun tidak mencukupi. Dengan demikian, apakah perusahaan akan menghadapi surplus atau defisit kas tergantung pada tingkat pertumbuhan.

**Gambar 13.1.** Pertumbuhan dan Kebutuhan Pendanaan Perusahaan



## **KEBIJAKAN PENDANAAN DAN PERTUMBUHAN**

### **Pertumbuhan Internal**

Pertumbuhan internal merupakan pertumbuhan yang dapat dicapai tanpa pendanaan eksternal. Disebut pertumbuhan internal karena merupakan tingkat pertumbuhan yang dapat dicapai oleh perusahaan dengan hanya menggunakan sumber pendanaan internal. Tingkat pertumbuhan internal dicapai perusahaan ketika kenaikan aktiva yang diperlukan sama dengan tambahan laba ditahan. Hal ini tampak pada Gambar 3.1, yaitu pada titik perpotongan garis kenaikan aktiva yang dibutuhkan dengan garis tambahan laba ditahan yang diproyeksikan atau saat  $EFN = 0$ .

$$\text{Tingkat pertumbuhan internal} = \frac{ROA \times b}{(1 - ROA) \times b}$$

**$b$  = rasio laba ditahan terhadap laba bersih**

Tingkat pertumbuhan berkelanjutan (***Sustainable growth rate***) merupakan tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai perusahaan tanpa pendanaan modal sendiri (*debt to equity ratio*). Disebut tingkat pertumbuhan berkelanjutan karena merupakan tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dipertahankan perusahaan tanpa meningkatkan struktur keuangan (*financial leverage*). Ada berbagai alasan yang dapat di ajukan mengapa perusahaan menghindari penjualan saham baru. Penjualan saham baru biayanya mahal, dan pemegang saham lama mungkin tidak mengkehendaki adanya perubahan kendali perusahaan karena masuknya pemegang saham baru. Besar kecilnya pertumbuhan berkelanjutan dapat diukur dengan rumus:

$$\text{Sustainable growth rate} = \frac{\text{ROE} \times b}{(1 - \text{ROE}) \times b}$$

Untuk perusahaan PT Bukit laba bersihnya sebesar Rp66 and total asetnya adalah Rp500, Sehingga ROA adalah  $\text{Rp66}/\text{Rp500} = 13.2\%$ . Dari Laba bersih sebesar Rp66, Rp44 adalah bagian laba yang ditanamkan kembali ke perusahaan, jadi *plowback ratio* adalah  $\text{Rp44}/\text{Rp66} = 2/3$ . Dengan hasil ini, dapat menghitung Tingkat Pertumbuhan Internal (**Internal Growth Rate**):

$$\text{Tingkat Pertumbuhan Internal (Internal Growth Rate): } (\text{ROA} \times b) / (1 - \text{ROA} \times b) \\ 0.132 \times (2/3) / (1 - 0.132 \times (2/3)) = 9.65 \%$$

Dengan demikian, perusahaan PT Bukit dapat memperluas atau ekspansi di tingkat maximum 9.65 % per tahun tanpa pengeluaran pembiayaan external.

Tingkat Pertumbuhan yang sustain (**Sustainable Growth Rate**), Jika perusahaan PT Bukit berharap untuk berkembang lebih cepat dari 9,65% per tahun, maka pembiayaan eksternal harus diatur atau diadakan. Pembahasan tentang Tingkat Pertumbuhan yang sustain (**Sustainable Growth Rate**) adalah tingkat pertumbuhan maksimal oleh sebuah perusahaan dengan tidak ada pembiayaan dari ekuitas (Modal Sendiri) tapi tetap mempertahankan rasio utang-ekuitas tersebut sama.

Untuk Tingkat Pertumbuhan yang sustain (**Sustainable Growth Rate**) perusahaan PT.Bukit adalah kira-kira 20 persen karena rasio utang-ekuitas dekat 1.0 pada tingkat pertumbuhan tersebut.

$$\text{Tingkat Pertumbuhan yang sustain (Sustainable Growth Rate):} \\ (\text{ROE} \times b) / (1 - \text{ROE} \times b)$$

Perhitungan ini identik dengan tingkat pertumbuhan interna, kecuali rasio profitabilitas yang digunakan adalah ROE bukan ROA.

Untuk perusahaan PT.Bukit , Laba bersihnya adalah Rp.66 dan total ekuitas nya Rp.250, dengan demikian ROEnya  $\text{Rp.66}/\text{Rp.250} = 26.4 \%$ , sedangkan *Plow back ratio*-nya adalah, b, tetap 2/3, jadi Tingkat Pertumbuhan yang sustain (**Sustainable Growth Rate**) sebagai berikut :

$$\text{Tingkat Pertumbuhan yang sustain (Sustainable Growth Rate ): } \text{ROE} \times b / (1 - \text{ROE} \times b)$$

$$0.264 \times (2/3) / (1 - 0.264 \times (2/3)) : 21,36\%$$

Dengan demikian, perusahaan PT.Bukit dapat memperluas usahanya atau ekspansi pada tingkat maximal sebesar 21.36 persen pertahun tanpa pembiayaan ekuitas dari pihak eksternal.

## **FAKTOR-FAKTOR DETERMINAN PERTUMBUHAN**

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, ROE berdasarkan bagan Du Pont ditentukan oleh berbagai komponen. Karena ROE sebagai komponen yang penting untuk menentukan tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan, jelas faktor-faktor yang menjadi penentu ROE juga penting dalam penentuan pertumbuhan.

$$\text{ROE} = \text{profit margin} \times \text{total asset turnover} \times \text{equity multiplier}$$

Berdasarkan persamaan tersebut, dapat dipahami bahwa segala sesuatu yang mampu meningkatkan ROE perusahaan akan meningkatkan pertumbuhan

berkelanjutan. Dengan demikian, kemampuan perusahaan untuk tumbuh berkelanjutan ditentukan oleh empat faktor berikut.

1. *Profit margin*: semakin tinggi *profit margin* akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana secara internal dan akan meningkatkan pertumbuhan berkelanjutan perusahaan.
2. *Dividend policy*: Semakin rendah persentase laba bersih yang dibayarkan sebagai deviden, maka semakin tinggi rasio laba ditahan. Hal ini meningkatkan modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan dan akan meningkatkan pertumbuhan berkelanjutan perusahaan.
3. *Financial policy*: Semakin tinggi rasio utang dengan modal akan meningkatkan *financial leverage* perusahaan. Karena perusahaan melakukan penambahan pendanaan dengan utang, maka akan meningkatkan pertumbuhan berkelanjutan perusahaan.
4. *Total asset turnover*: Semakin tinggi perputaran aktiva berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk menghasilkan penjualan dengan menggunakan setiap rupiah aktiva. Hal ini berarti semakin menurun kebutuhan perusahaan untuk menambah aktiva baru karena peningkatan penjualan, sehingga akan meningkatkan pertumbuhan berkelanjutan. Perhatikan bahwa peningkatan perputaran aktiva sama artinya dengan penurunan *capital intensity*.

## PERTANYAAN

1. Jelaskan pengertian perencanaan keuangan?
2. Uraikan apa tujuan perencanaan keuangan?
3. Jelaskan apa-apa saja model-model perencanaan keuangan?
4. Jelaskan model sederhana perencanaan keuangan?
5. Apa yang disebut dengan pendekatan persentase penjualan?
6. Apa saja faktor-faktor determinan pertumbuhan?
7. Mengapa kebanyakan perencanaan keuangan dimulai dari peramalan penjualan? Jelaskan jawaban anda!
8. Apa tujuan yang dapat dicapai perusahaan melalui perencanaan keuangan?, Jelaskan jawaban anda!

## LATIHAN

### Latihan 13.1

Perusahaan SILANGKITANG memiliki informasi keuangan tahun 2019 sebagai berikut.

Laporan Laba-Rugi		Neraca			
Penjualan	Rp16.000.000	Aktiva	Rp8.900.000	Utang	Rp5.100.000
Biaya	(15.550.000)	-	Modal	Rp	3.800.000
Laba bersih	Rp3.500.000	Total	Rp8.900.000		Rp8.900.000

Perusahaan Silangkitang memprediksi pada tahun 2020 penjualan akan naik sebesar 20%. Perusahaan telah memprediksi bahwa semua akun dalam neraca akan meningkat 20%. Susunlah proforma laporan keuangan perusahaan silangkitan tahun 2020, dan tentukan apa yang menjadi *plug variable*.

### Latihan 13.2

Dalam kaitannya dengan perusahaan Silangkitang tersebut, diasumsikan perusahaan membayarkan sebagian dari laba bersih sebagai dividen kas, biaya dan aktiva berubah sejalan dengan perubahan penjualan, sedangkan utang dan modal tidak. Susunlah proforma laporan keuangan 2020 dan tentukan berapa besarnya pendanaan eksternal yang dibutuhkan (EFN)?

PT Sibaitang pada akhir tahun 2009 memiliki informasi keuangan sebagai berikut.

Laporan Laba-Rugi		Neraca			
Penjualan	Rp19.200.000	Aktiva	Rp8.900.000	Utang	Rp5.100.000
Biaya	(15.500.000)		-	Modal	3.800.000
EBIT	Rp3.650.000	Total	Rp8.900.000		Rp8.900.000
Pajak	(1.241.000)				
Laba bersih	Rp2.409.000				

Perubahan aktiva dan biaya proporsional dengan perubahan penjualan, sedangkan utang dan modal tidak. Dividen yang dibayarkan perusahaan sebesar Rp963.600, dan perusahaan ingin mempertahankan *dividend payout ratio* yang tetap. Pada tahun 2021, penjualan diproyeksikan naik menjadi Rp23.040.000. Tentukan berapa besar pendanaan eksternal yang dibutuhkan perusahaan!

### Latihan 13.3

Perusahaan Kelber memiliki informasi keuangan sebagai berikut: perputaran aktiva= 1,4, *profit margin*= 7,6%, *equity multiplier* = 1,5 dan *dividend payout ratio* = 40%. Jika dianggap ratio tersebut adalah tetap, berapa *sustainable growth* perusahaan Kelber?

### Latihan 13.4

Perusahaan LUBIS memiliki informasi keuangan sebagai berikut: *profit margin* = 8,9%, *capital intensity ratio* = 0,55, *debt to equity ratio* = 0,60, laba bersih Rp29.000.000 dan dividen sebesar Rp15.000.000. Berdasarkan informasi tersebut anda diminta untuk menghitung:

- Berapa ROE perusahaan LUBIS?
- Berapa *sustainable growth* perusahaan LUBIS?

### Latihan 13.5

Berikut ini adalah laporan keuangan perusahaan Nasution yang disederhanakan, dengan asumsi tidak ada pajak:

Laporan Laba-Rugi		Neraca			
Penjualan	Rp16.000.000	Aktiva	Rp8.900.000	Utang	Rp 5.100.000
Biaya	12.500.000		-	Modal	3.800.000
Laba bersih	Rp 3.500.000	Total	Rp8.900.000		Rp 8.900.000

Perusahaan memprediksi penjualan naik sebesar 10%. Telah diprediksi setiap komponen neraca akan naik sebesar 10%.

- a) Susunlah pro forma laporan keuangan, dan tentukan apa yang menjadi *plug* variabel?
- b) Anggap perusahaan membayarkan 50% laba bersihnya sebagai utang dan modal tidak. Susunlah proforma laporan keuangan dan tentukan *external financial needed* (EFN).