Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM

Manajemen Keuangan Bisnis

YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK

Manajemen Keuangan Bisnis

Penulis :
Dr. Agus Wibowo, M.Kom., M.Si., MM.

ISBN : 978-623-8120-61-1

Editor :
Dr. Joseph Teguh Santoso, S.Kom., M.Kom.

Penyunting :
Dr. Mars Caroline Wibowo. S.T., M.Mm.Tech

Desain Sampul dan Tata Letak :
Irdha Yunianto, S.Ds., M.Kom.

Penebit :
Yayasan Prima Agus Teknik Bekerja sama dengan
Universitas Sains & Teknologi Komputer (Universitas STEKOM)

Redaksi :
Jl. Majapahit no 605 Semarang
Telp. (024) 6723456
Fax. 024-6710144
Email : penerbit_ypat@stekom.ac.id

Distributor Tunggal :
Universitas STEKOM
Jl. Majapahit no 605 Semarang
Telp. (024) 6723456
Fax. 024-6710144
Email : info@stekom.ac.id

Hak cipta dilindungi undang-undang
Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan dengan cara apapun tanpa ijin dari penulis

KATA PENGANTAR

Segala puji bagi Tuhan Yang Maha Esa atas rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan buku ajar ini. Penulis ucapkan rasa terima kasih kepada pihak-pihak yang telah mendukung lancarnya buku ajar ini mulai dari proses penulisan hingga proses cetak yaitu rekan-rekan penulis.

Adapun buku ajar yang berjudul "***Manajemen keuangan bisnis***" Ini telah selesai penulis buat serta bermanfaat bagi pembaca yang membutuhkan informasi dan pengetahuan mengenai bagaimana mengatur keuangan dalam bisnis kita. Dalam buku ini tertulis bagaimana materi yang disajikan ini relevan dengan mata kuliah mengenai manajemen keuangan bisnis yang menjadi alternatif sekaligus menjadi buku pegangan bagi mahasiswa dan dosen yang menempuh studi tersebut.

Didalam bab 1 ini membahas seputar peran keuangan bisnis, pada bab 2 membahas mengenai kerangka kerja untuk pengambilan keputusan keuangan, bab 3 membahas laporan keuangan (akuntansi) dan interpretasinya dan pada bab 4 mengulas mengenai metode penilaian investasi. Pada bab 5 akan membahas mengenai aspek praktis penilaian investasi, sedangkan pada bab 6 membahas mengenai risiko dalam penilaian investasi. Didalam bab yang ke 7 akan menjelaskan teori portofolio dan relevansinya dengan keputusan investasi, bab selanjutnya, bab 8 akan membahas sumber pendanaan jangka panjang dan bab 9 mengenai pasar modal sekunder (bursa efek) dan efisiensinya.

Selanjutnya di bab 10 membahas mengenai estimasi biaya modal dan tingkat diskonto, dan selanjutnya kita akan membahas lebih lengkap di bab 11 ini mengenai gearing, biaya modal dan kekayaan pemegang saham. Buku ini juga membahas isu-isu yang berkaitan dengan tingkat deviden di bab 12, dan pada bab 13 akan membahas sebagian besar langkah-langkah pengelolaan modal kerja. Pada bab 14 membahas restrukturisasi perusahaan termasuk pengambilalihan dan investasi, dalam bab 15 yang akan membahas aspek-aspek internasional keuangan bisnis, selanjutnya seperti yang akan kita lihat di bab 16 sekaligus menjadi bab penutup dalam buku ini akan membahas mengenai usaha kecil dan dalam bab terakhir ini juga akan menerangkan beberapa inisiatif yang relevan.

Penulis sadar masih banyak luput dan kekeliruan yang tentu saja jauh dari kata sempurna tentang buku ini. Oleh karena itu, penulis mohon agar pembaca memberi kritik dan saran terhadap karya buku ajar ini supaya penulis dapat terus meningkatkan kualitas buku. Demikian buku ajar ini penulis buat dengan harapan agar pembaca dapat memahami informasi dan juga mendapatkan wawasan mengenai bidang sistem informasi dalam manajemen serta dapat bermanfaat bagi mahasiswa dan bagi masyarakat dalam artian luas.

Semarang, Oktober 2023

Penulis

Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM.

DAFTAR ISI

Halaman Judul ..... **i**
Kata Pengantar ..... **ii**
Daftar Isi ..... **iii**
BAB 1 PENGANTAR **1**
1.1. Peran Keuangan Bisnis 1
1.2. Risiko dan Keuangan Bisnis 2
1.3. Hubungan Antara Keuangan Bisnis Dan Akuntansi 3
1.4. Organisasi Usaha – Perseroan Terbata 3
1.5. Tata Kelola Perusahaan Dan Peran Direktur 7
1.6. Likuidasi 12
1.7. Pembiayaan Perusahaan Jangka Panjang 10
1.8. Derivatif 13
1.9. Dana Ekuitas Swasta 15
BAB 2 KERANGKA KERJA UNTUK PENGAMBILAN KEPUTUSAN KEUANGAN **17**
2.1. Pengambilan Keputusan Keuangan 17
2.2. Tujuan Bisnis 19
2.3. Konflik Kepentingan: Pemegang Saham Vs Manajer – Masalah 'Agensi' 24
2.4. Pembiayaan, Investasi Dan Pemisahan 27
2.5. Keuangan Perilaku 31
2.6. Teori Dan Praktek 31
2.7. Derivasi Formal Dari Teorema Pemisahan 32
BAB 3 LAPORAN KEUANGAN (AKUNTANSI) DAN INTERPRETASINYA **39**
3.1. Pendahuluan 39
3.2. Laporan keuangan 39
3.3. Definisi Dan Konvensi Akuntansi 44
3.4. Masalah Penggunaan Informasi Akuntansi Dalam Pengambilan Keputusan 47
3.5. Akuntansi Kreatif 48
3.6. Analisis Rasio 52
3.7. Menggunakan Rasio Akuntansi Dalam Prediksi Kegagalan Keuangan 65
BAB 4 METODE PENILAIAN INVESTASI **69**
4.1. Pendahuluan 69
4.2. Nilai Bersih Sekarang 70
4.3. Peluang Investasi Yang Bertahan Lebih Dari Satu Tahun 73
4.4. Periode Pengembalian 85
4.5. Tingkat Pengembalian Yang Diperhitungkan (Atau Tidak Disesuaikan) 87
4.6. Metode Penilaian Investasi Yang Digunakan Dalam Praktik 90
BAB 5 ASPEK PRAKTIS PENILAIAN INVESTASI **98**
5.1. Pendahuluan 98

5.2. Arus Kas Atau Arus Akuntansi? 98
5.3. Apakah Arus Kas Benar-Benar Terjadi Pada Akhir Tahun? 102
5.4. Arus Kas Yang Mana? 102
5.5. Perpajakan 104
5.6. Inflasi 106
5.7. Contoh Penilaian Investasi 108
5.8. Penjatahan Modal 113
5.9. Keputusan Penggantian 117
5.10. Rutinitas Identifikasi, Menilai, Melaksanakan Dan Meninjau Proyek Investasi 120
5.11. Penilaian Investasi Dan Perencanaan Strategis 123
5.12. Manajemen Berbasis Nilai 125
5.13. Pilihan Nyata 131
BAB 6 RISIKO DALAM PENILAIAN INVESTASI 135
6.1. Pendahuluan 135
6.2. Analisis Sensitivitas 136
6.3. Penggunaan Probabilitas 141
6.4. Nilai Yang Diharapkan 144
6.5. Risiko Sistematis Dan Spesifik 147
6.6. Teori Utilitas 148
6.7. Sikap Terhadap Risiko Dan Nilai Yang Diharapkan 152
6.8. Risiko Khusus Yang Terkait Dengan Melakukan Investasi Di Luar Negeri 157
6.9. Beberapa Bukti Mengenai Analisis Risiko Dalam Praktiknya 157
6.10. Risiko – Cerita Sejauh Ini 158
BAB 7 TEORI PORTOFOLIO DAN RELEVANSI DENGAN KEPUTUSAN INVESTASI 161
7.1. Relevansi Harga Sekuritas 161
7.2. Kriteria Nilai/Varians (Atau Mean/Varians) Yang Diharapkan 162
7.3. Investasi Keamanan Dan Risiko 164
7.4. Teori Portofolio 166
7.5. Model Penetapan Harga Aset Modal 176
7.6. CAPM: Contoh Estimasi Beta 178
7.7. Asumsi CAPM..... 180
7.8. Pengujian CAPM 181
7.9. CAPM – Mengapa Ada Keraguan? 183
7.10. Implikasi Teori Portofolio Modern Dan CAPM 184
7.11. Kurangnya Pengetahuan Pemegang Saham Tentang Investasi Berisiko 186
7.12. Menggunakan CAPM Dalam Tingkat Diskonto Untuk Investasi 186
7.13. Model Penetapan Harga Arbitrase 189
7.14. Diversifikasi Dalam Bisnis 190
BAB 8 SUMBER PENDANAAN JANGKA PANJANG 195
8.1. Pendahuluan 195
8.2. Modal Biasa (Ekuitas) 197
8.3. Metode Penggalangan Dana Ekuitas Tambahan 201

8.4. Saham Preferen 211
8.5. Surat Utang Dan Surat Hutang 213
8.6. Surat Pinjaman Yang Dapat Dikonversi 219
8.7. Waran 220
8.8. Pinjaman Berjangka 220
8.9. Pembiayaan Beragun Aset (Sekuritisasi) 221
8.10. Penyewaan 221
8.11. Hibah Dari Dana Publik 224
8.12. Keuangan Islam 225
8.13. Kesimpulan Mengenai Keuangan Jangka Panjang 225
BAB 9 PASAR MODAL SEKUNDER (BURSA EFEK) DAN EFISIENSINYA..... 231
9.1. Pendahuluan..... 231
9.2. Bursa Efek London 232
9.3. Efisiensi Pasar Modal..... 235
9.4. Pengujian Efisiensi Pasar Modal..... 238
9.5. Paradoks Pasar Efisien..... 248
9.6. Kesimpulan Dan Implikasi Efisiensi Pasar Modal 248
9.7. Keunangan Perilaku 251
BAB 10 ESTIMASI BIAYA MODAL DAN TINGKAT DISKONTO..... 256
10.1. Pendahuluan 256
10.2. Biaya Elemen Modal Individu 256
10.3. Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (Wacc) 265
10.4. Tingkat Diskonto-Capm Versus Pendekatan Tradisopnal 271
10.5. Nilai Wacc Yang Digunakan Dalam Praktik 274
10.6. Penggunaan Wacc Dalam Praktiknya 275
10.7. Poin Lebih Lanjut Mengenai Wacc 275
BAB 11 GEARING, BIAYA MODAL DAN KEKAYAAN PEMEGANG SAHAM 277
11.1. Pendahuluan 277
11.2. Apakah Pembiayaan Utang Semurah Kelihatannya ? 277
11.3. Risiko Bisnis Dan Risiko Keuangan 279
11.4. Pandangan Tradisional Tentang Gearing 281
11.5. Pandangan Modigiliani Dan Miller Tentang Persneling 282
11.6. Pemikiran Lain Mengenai Keuntungan Pajak Dari Pembiayaan Utang 289
11.7. Capital/Financial Gearing Dan Operating Gearing 289
11.8. Permasalahan Berkaitan Dengan Capital Gearing Biaya Agensi 290
11.9. Bukti Mengenai Gearing..... 291
11.10. Gearing Dan Biaya Modal – Kesimpulan 294
11.11. Teori Trade – Off..... 296
11.12. Teori Urutan Kekuasaan 298
11.13. Kemungkinan Faktor Penentu Capital Gearing 300
11.14. MM, Teori Portofolio Modern Dan CAPM..... 300
11.15. Rata-Rata Tertimbang Biaya Modal Ditinjau Kembali 302

BAB 12 KEPUTUSAN DEVIDEN 305
12.1. Pendahuluan 305
12.2. Modigliani Dan Miller Tentang Deviden 305
12.3. Pandangan Tradisional Mengenai Deviden 308
12.4. Siapa Yang Benar Mengenai Deviden? 309
12.5. Faktor Lainnya 311
12.6. Deviden: Buktinya 313
12.7. Kesimpulan Mengenai Deviden 320
BAB 13 PENGELOLAAN MODAL KERJA 323
13.1. Pendahuluan 323
13.2. Dinamika Modal Kerja 324
13.3. Pentingnya Pengelolaan Modal Kerja 327
13.4. Modal Kerja Dan Likuditas 330
13.5. Perdagangan Berlebihan 333
13.6. Persediaan (Persediaan Dalam Perdagangan) 334
13.7. Manajemen Investaris Tepat Waktu 341
13.8. Piutang Usaha (Debitur Usaha Atau Piutang Usaha) 343
13.9. Kas (Termasuk Cerukan Dan Deposito Jangka Pendek) 348
13.10. Hutang Usaha (Kreditur Usaha) 354
13.11. Tingkat Modal Kerja Dalam Praktiknya 356
BAB 14 RESTRUKRURISASI PERUSAHAAN 358
14.1. Pendahuluan 358
14.2. Pengambilalihan Dan Merger 358
14.3. Merger: Kepraktisannya 362
14.4. Divestasi 373
BAB 15 ASPEK INTERNASIONAL KEUANGAN BISNIS 378
15.1. Pendahuluan 378
15.2. Devisa 381
15.3. Masalah Internasionalisasi 388
15.4. Penilaian Investasi Internasional 397
15.5. Risiko Internasionalisasi, Pengelolaan Risiko Tersebut Dan Teori Portofolio 399
BAB 16 USAHA KECIL 405
16.1. Pendahuluan 405
16.2. Tujuan Perusahaan 407
16.3. Organisasi Usaha Kecil 408
16.4. Perpajakan Usaha Kecil 409
16.5. Keputusan Investasi 409
16.6. Risiko Dan Tingkat Diskonto 410
16.7. Sumber Pendanaan 411
16.8. Penilaian Usaha Kecil 416
16.9. Perlengkapan 419
16.10. Deviden 420

16.11. Modal Kerja Dan Usaha Kecil 420
Daftar Pustaka 422

BAB 1
PENGANTAR

1.1 PERAN KEUANGAN BISNIS

Bisnis pada dasarnya adalah agen atau perantara investasi. Artinya, peran mereka adalah menghimpun dana dari berbagai sumber dan menginvestasikan dana tersebut. Biasanya, dana akan diperoleh dari pemilik bisnis (pemegang saham) dan dari pemberi pinjaman jangka panjang, dengan sejumlah pendanaan jangka pendek disediakan oleh bank (mungkin dalam bentuk cerukan), oleh lembaga keuangan lain, dan oleh bisnis lain. siap untuk memasok barang atau jasa secara kredit (hutang dagang (atau kreditur dagang).

Bisnis biasanya berinvestasi pada aset riil seperti tanah, bangunan, pabrik, dan inventaris (atau saham), meskipun mereka juga dapat berinvestasi pada aset keuangan, termasuk memberikan pinjaman, dan membeli saham pada bisnis lain. Orang dipekerjakan untuk mengelola investasi, yaitu melakukan semua hal yang diperlukan untuk menciptakan dan menjual barang dan jasa yang disediakan oleh bisnis. Surplus yang tersisa setelah menutupi biaya operasional bisnis – upah, biaya bahan mentah, dan sebagainya – menjadi milik investor.

Hal yang sangat penting bagi dunia usaha adalah keputusan mengenai jenis dan jumlah pendanaan yang akan dikumpulkan serta pilihan investasi yang akan dilakukan. Pembiayaan bisnis adalah studi tentang bagaimana keputusan pembiayaan dan investasi harus dibuat secara teori dan bagaimana keputusan tersebut dibuat dalam praktik.

Sebuah subjek praktis

Keuangan bisnis adalah subjek yang relatif baru. Hingga tahun 1960-an, sebagian besar berisi kisah-kisah naratif mengenai keputusan-keputusan yang telah dibuat dan bagaimana, jika dapat diidentifikasi, keputusan-keputusan tersebut dicapai. Baru-baru ini, teori-teori keuangan bisnis telah muncul dan diuji sehingga subjeknya kini memiliki kerangka teoritis yang kuat – sebuah kerangka kerja yang cukup tahan terhadap pengujian dengan kejadian di kehidupan nyata. Dengan kata lain, teori-teori yang diterima yang mencoba menjelaskan dan memprediksi hasil aktual dalam keuangan bisnis secara umum berhasil mencapai tujuannya.

Keuangan bisnis diambil dari banyak disiplin ilmu. Pengambilan keputusan pembiayaan dan investasi berkaitan erat dengan aspek-aspek tertentu di bidang ekonomi, akuntansi, hukum, metode kuantitatif, dan ilmu perilaku. Terlepas dari kenyataan bahwa keuangan bisnis memanfaatkan apa yang dianggap paling berguna dari disiplin ilmu lain, namun tetap saja keuangan bisnis merupakan subjek tersendiri. Pembiayaan bisnis sangat penting untuk bisnis.

Keputusan mengenai pembiayaan dan investasi tergantung langsung pada inti bisnis dan keberhasilan atau kegagalannya. Hal ini dikarenakan:

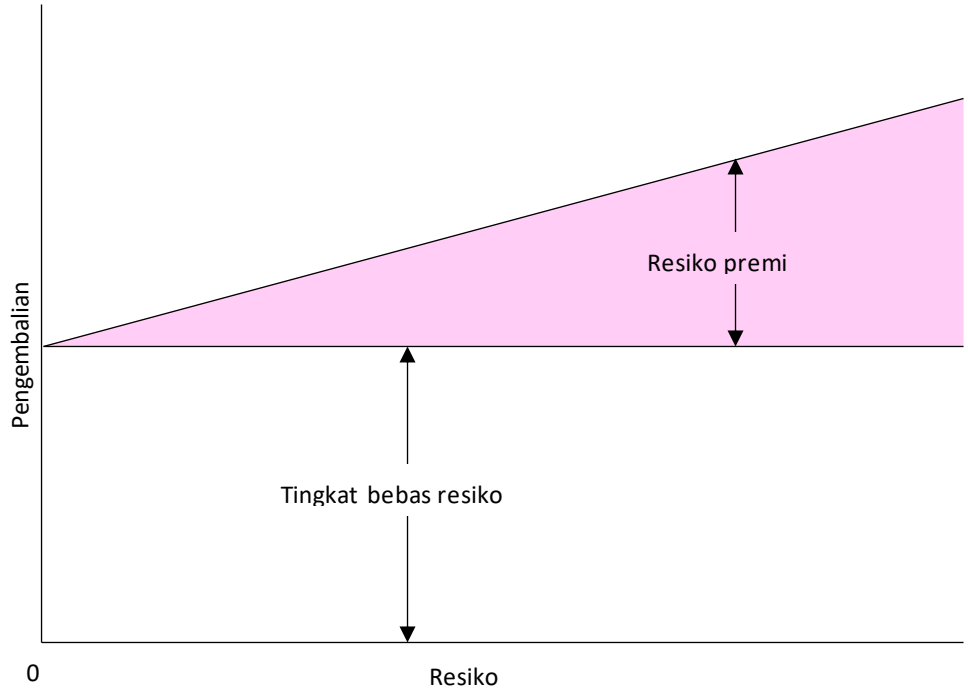
- Keputusan seperti itu sering kali melibatkan jumlah finansial yang sangat signifikan bagi bisnis yang bersangkutan; Dan

- Setelah diambil, keputusan tersebut tidak mudah untuk dibatalkan, sehingga bisnis biasanya berkomitmen dalam jangka panjang pada jenis pembiayaan atau investasi tertentu.

Meskipun praktik keuangan bisnis modern sangat bergantung pada teori yang masuk akal, kita harus memahami dengan jelas bahwa keuangan bisnis adalah subjek yang sangat praktis, yang berkaitan dengan pengambilan keputusan di dunia nyata.

1.2 RISIKO DAN KEUANGAN BISNIS

Semua pengambilan keputusan melibatkan masa depan. Kita hanya bisa mengambil keputusan tentang masa depan; betapapun besarnya penyesalan kita, kita tidak dapat mengubah masa lalu. Pengambilan keputusan keuangan tidak terkecuali pada aturan umum ini.



Jika tidak ada risiko, maka tingkat pengembalian yang diharapkan adalah tingkat bebas risiko. Ketika risiko meningkat, premi risiko diperkirakan akan semakin besar, melebihi tingkat bebas risiko.

Gambar 1.1 Hubungan antara risiko dan return

Hanya ada satu hal yang pasti mengenai masa depan, yaitu kita tidak dapat memastikan apa yang akan terjadi. Kadang-kadang kita mungkin dapat meramalkan dengan yakin bahwa apa yang akan terjadi merupakan salah satu kemungkinan yang terbatas. Kita bahkan mungkin merasa mampu untuk menganggap probabilitas statistik sebagai kemungkinan terjadinya setiap kemungkinan hasil; tapi kita tidak pernah bisa sepenuhnya yakin akan masa depan. Oleh karena itu, risiko merupakan faktor penting dalam semua pengambilan keputusan keuangan dan harus dipertimbangkan secara eksplisit dalam semua kasus. Dalam keuangan bisnis, seperti dalam aspek kehidupan lainnya, risiko dan keuntungan

cenderung saling terkait. Secara intuitif kita mengharapkan imbal hasil berhubungan dengan risiko seperti yang ditunjukkan pada Gambar 1.1.

1.3 HUBUNGAN ANTARA KEUANGAN BISNIS DAN AKUNTANSI

Keuangan bisnis dan akuntansi bukanlah hal yang sama. Akuntansi berkaitan dengan pencatatan keuangan, produksi laporan berkala, pernyataan dan analisis. Hal ini juga berkaitan dengan penyebaran informasi kepada para manajer dan, sampai batas tertentu, kepada investor dan dunia luar bisnis. Hal ini juga sangat berkaitan dengan kualitas, relevansi dan ketepatan waktu keluaran informasinya. Jelasnya, pengambil keputusan keuangan akan sangat bergantung pada laporan akuntansi dan database akuntansi secara umum. Pengetahuan tentang peristiwa masa lalu mungkin merupakan petunjuk yang baik untuk masa depan, sehingga informasi yang dapat dipercaya tentang masa lalu sangatlah berharga. Namun peran manajer keuangan bukanlah memberikan informasi keuangan tetapi mengambil keputusan yang melibatkan keuangan.

Dalam usaha kecil, dengan portofolio keterampilan manajemen yang sempit, akuntan dan manajer keuangan mungkin adalah orang yang sama. Dalam bisnis besar, peran tersebut kemungkinan besar akan dilaksanakan oleh orang atau kelompok orang yang berbeda. Tidak mengherankan, banyak manajer keuangan yang merupakan akuntan berdasarkan pelatihan dan latar belakang, namun banyak juga yang tidak. Dengan semakin pentingnya keuangan bisnis dalam kurikulum sekolah bisnis dan pendidikan tinggi pada umumnya, kecenderungannya mungkin mengarah pada manajer keuangan yang lebih spesialis, dengan struktur karier mereka sendiri.

1.4 ORGANISASI USAHA – PERSEROAN TERBATAS

Buku ini terutama berfokus pada keuangan bisnis karena hal ini mempengaruhi bisnis di sektor swasta dalam perekonomian Inggris. Sebagian besar diskusi kita akan berpusat pada bisnis yang lebih besar, yaitu bisnis yang 'terdaftar' di pasar modal sekunder (misalnya, *London Stock Exchange* (LSE)) dan dimana terdapat kepemilikan bisnis yang cukup luas di antara masing-masing anggota perusahaan. masyarakat dan lembaga investasi (perusahaan asuransi, dana pensiun, unit trust dan sebagainya). 'Tercatat' artinya saham (bagian kepemilikan perusahaan) berhak untuk diperjualbelikan melalui pasar modal. Kita akan membahas mengapa dunia usaha ingin sahamnya 'dicatat' pada bab selanjutnya.

Menjelang akhir buku ini (Bab 16), kita akan melihat usaha-usaha kecil yang dikelola oleh pemilik untuk melihat bagaimana isu-isu yang telah kita bahas sampai saat ini dalam konteks usaha-usaha besar dapat diterapkan pada sektor penting dalam perekonomian. ekonomi.

Terlepas dari apakah kita mempertimbangkan usaha besar atau kecil, sebenarnya semuanya adalah perseroan terbatas. Ada banyak bisnis di Inggris – bahkan banyak di antaranya – yang bukan merupakan perusahaan terbatas. Namun sebagian besar dari mereka adalah perusahaan yang sangat kecil (perusahaan yang dikelola oleh satu atau dua orang), atau merupakan penyedia layanan profesional yang sangat terspesialisasi seperti pengacara dan akuntan.

Karena perseroan terbatas mendominasi sektor swasta di Inggris, kita akan membahas keuangan bisnis dalam konteks ini. Prinsip-prinsip keuangan usaha yang akan muncul juga berlaku, terlepas dari status hukum usaha yang bersangkutan. Sektor swasta di hampir semua negara di dunia didominasi oleh bisnis yang sifatnya sangat mirip dengan perseroan terbatas di Inggris.

Sekarang kita akan secara singkat mempertimbangkan lingkungan hukum dan administratif di mana perseroan terbatas beroperasi. Tujuannya di sini sama sekali bukan untuk memberikan pemeriksaan rinci terhadap perseroan terbatas; ini hanya untuk menguraikan fitur-fiturnya yang lebih signifikan. Lebih khusus lagi, tujuannya adalah untuk menjelaskan secara luas aspek-aspek yang berdampak pada keuangan usaha. Memiliki pemahaman yang luas tentang aspek-aspek ini akan membuat hidup kita lebih mudah di bab-bab selanjutnya.

Apa itu perseroan terbatas?

Perseroan terbatas adalah badan hukum yang dibuat secara artifisial. Ini adalah suatu entitas yang secara hukum terpisah dari semua orang lain, termasuk mereka yang memiliki dan mengelolanya. Sangat mungkin bagi suatu perseroan terbatas untuk mengambil tindakan hukum, misalnya pelanggaran kontrak, terhadap badan hukum lainnya, termasuk pemilik dan pengelolanya. Perbuatan antara perseroan terbatas dan pemilik atau pengelolanya memang terjadi dari waktu ke waktu. Jelas sekali, manusia artifisial hanya dapat berfungsi melalui campur tangan manusia. Mereka yang pada akhirnya mengendalikan perusahaan adalah para pemilik yang masing-masing memegang satu atau lebih saham dalam kepemilikan (atau ekuitas) perusahaan tersebut.

Tanggung jawab terbatas

Salah satu akibat dari kedudukan khusus perseroan yang mempunyai identitas hukum tersendiri adalah bahwa tanggung jawab keuangan para pemilik (pemegang saham) terbatas pada jumlah yang telah mereka bayarkan (atau janjikan untuk membayar) atas saham mereka. Jika perusahaan menjadi bangkrut (kewajiban finansial melebihi nilai aset), tanggung jawabnya, seperti halnya badan hukum mana pun, hanya dibatasi oleh jumlah asetnya. Perusahaan dapat dipaksa untuk membayar seluruh asetnya untuk memenuhi kewajibannya, namun tidak lebih. Karena perusahaan dan pemiliknya terpisah secara hukum, pemilik tidak dapat dipaksa untuk melakukan pembiayaan lebih lanjut. Contoh terkenal dari dampak tanggung jawab terbatas terjadi pada tahun 2002 dengan runtuhnya ITV Digital plc. Perusahaan ini didirikan sebagai perusahaan patungan antara Carlton dan Granada, dua bisnis media. ITV Digital gagal karena keengganan masyarakat untuk berlangganan siarannya. Ketika hal ini terjadi, pemegang sahamnya, Carlton dan Granada, dapat mengabaikan klaim dari mereka yang berhutang uang kepada ITV Digital, terutama klub-klub Liga Sepak Bola Nasional Inggris (anggota dari tiga divisi di bawah Liga Utama) yang memiliki kontrak dengan ITV Digital. Hal ini karena status entitas ITV Digital yang terpisah. Kedudukan seorang pemegang saham dalam perseroan terbatas tidak tergantung pada apakah saham itu diperoleh dengan cara mengeluarkan suatu penerbitan dari perseroan atau dengan membeli dari pemegang saham yang sudah ada.

Pembentukan perseroan terbatas

Mendirikan perusahaan baru adalah operasi yang sangat sederhana, yang dapat dilakukan dengan biaya murah (menghabiskan biaya sekitar £100) dan dengan sedikit usaha dari pihak yang ingin membentuk perusahaan (promotor). Formasi pada dasarnya mengharuskan promotor mengajukan permohonan kepada pejabat pemerintah Inggris, Registrar of Companies (Departemen Bisnis, Inovasi dan Keterampilan). Permohonan tersebut harus disertai dengan beberapa dokumen, yang paling penting adalah usulan seperangkat peraturan atau konstitusi bagi perusahaan yang menjelaskan bagaimana hal itu akan dikelola. Aturan-aturan ini tertuang dalam dua dokumen yang disebut Memorandum Asosiasi dan Anggaran Dasar. Semua dokumentasi menjadi publik setelah perusahaan terdaftar secara resmi. Sebuah file dibuka di Companies House di Cardiff, di mana ditempatkan berbagai dokumen; file tersebut selalu tersedia untuk diperiksa oleh setiap anggota masyarakat yang ingin melihatnya. Hal ini dapat, dan kini, dapat diakses secara online.

Pengakuan perusahaan

Perseroan terbatas diharuskan menggunakan kata (atau singkatan) 'Limited' (Ltd) atau 'Public Limited Company' (plc) setelah nama mereka dalam semua dokumentasi formal untuk memperingatkan mereka yang berurusan dengan perusahaan bahwa tanggung jawab anggotanya terbatas. 'Terbatas' digunakan oleh perseroan terbatas swasta. Ini pada dasarnya adalah perusahaan keluarga yang lebih kecil, yang mempunyai hak tertentu atas pembatasan pengalihan saham mereka. Hal ini berarti bahwa pemegang saham mayoritas di suatu perseroan terbatas swasta mempunyai kekuasaan untuk menghentikan pemegang saham minoritas melepaskan sahamnya di perusahaan tersebut, jika mayoritas memilih untuk menggunakan kekuasaan tersebut. Perusahaan publik biasanya merupakan perusahaan besar dengan kepemilikan saham lebih luas. Dari 3,6 juta perusahaan terbatas di Inggris, kurang dari 7.000 merupakan perusahaan publik – sekitar satu dari sekitar 500 perusahaan adalah perusahaan publik (sumber: www.companieshouse.gov.uk).

Keteralihan

Sebagai badan hukum tersendiri, perusahaan tidak bergantung pada identitas pemegang sahamnya untuk keberadaannya. Oleh karena itu, pengalihan saham melalui jual beli atau hadiah dimungkinkan. Dengan demikian sebagian, bahkan seluruh kepemilikan atau ekuitas perusahaan dapat berpindah tangan tanpa serta merta menimbulkan dampak apapun terhadap kegiatan usaha perusahaan.

Seperti yang telah kita lihat, banyak perusahaan yang mengatur agar sahamnya 'dicatat' di pasar saham yang diakui (seperti LSE, Wall Street, dan Shanghai Stock Exchange). Listing berarti pasar modal yang bersangkutan bersedia bertindak sebagai pasar yang dapat digunakan oleh masyarakat investor untuk membeli atau menjual saham perusahaan yang bersangkutan. Pencatatan saham bermanfaat bagi perusahaan karena akan lebih mudah untuk menarik calon pemegang saham karena mereka yakin bahwa ada pasar di mana mereka dapat melepas sahamnya, kapan pun mereka mau. Dari hampir 7.000 perseroan terbatas publik di Inggris, sekitar 29 persen terdaftar di LSE (London Stock Exchange, 2016). Kami akan membahas peran LSE secara lebih rinci di Bab 8 dan 9. Karena perusahaan dapat terus berjalan

tanpa memandang siapa pemegang sahamnya pada saat tertentu, secara teori perusahaan dapat mempunyai umur yang abadi, tidak seperti perusahaan manusia.

Pemegang saham dan direktur

Para pemegang saham (atau anggota, demikian mereka sering dikenal) adalah pemilik perusahaan. Keuntungan dan keuntungan perusahaan menjadi milik pemegang saham dan kerugian ditanggung oleh mereka, sampai dengan jumlah maksimum investasi mereka di perusahaan. Para pemegang saham, pada suatu waktu tertentu, tidak harus merupakan pemegang saham asli, yaitu mereka yang pertama kali memiliki saham tersebut. Pemindahan melalui penjualan atau hadiah (termasuk warisan setelah kematian) menyebabkan perpindahan saham.

Karena berbagai alasan praktis, pemegang saham mendelegasikan pengelolaan perusahaan sehari-hari kepada direktur. Para direktur mungkin memiliki atau tidak memiliki sebagian saham di perusahaan tersebut. Pemegang saham memilih direktur dengan cara yang sama seperti warga negara memilih wakilnya dalam demokrasi parlementer. Mereka juga bisa gagal untuk memilih kembali jika kinerja direktur dinilai oleh pemegang saham tidak memuaskan. Biasanya, sepertiga direktur pensiun dari jabatannya setiap tahun, sering kali menawarkan diri mereka untuk dipilih kembali. Biasanya setiap pemegang saham mempunyai satu suara untuk setiap saham yang dimilikinya. Jika suatu perusahaan mempunyai banyak pemegang saham, seseorang yang memegang sejumlah besar saham, meskipun jumlah pemegang sahamnya jauh di bawah mayoritas, dapat mempunyai kekuasaan yang luar biasa. Dewan direksi adalah manajemen tingkat atas perusahaan, oleh karena itu memiliki cukup saham untuk mengendalikan komposisi dewan berarti mengendalikan perusahaan. Di perusahaan kecil, semua pemegang saham mungkin adalah direktur.

Akuntabilitas direksi

Undang-undang tersebut mewajibkan para direktur untuk melaporkan setiap tahunnya, baik kepada pemegang saham dan, sampai batas tertentu, kepada dunia pada umumnya, mengenai kinerja perdagangan dan posisi keuangan perusahaan.

Setiap tahun, direktur diharuskan menyiapkan (atau menyiapkan atas nama mereka) laporan untuk pemegang saham. Isi minimum laporan ditentukan oleh Standar Pelaporan Keuangan Internasional (Akuntansi), yang memiliki bobot hukum Inggris. Dalam praktiknya, kandungan minimum ini sering kali terlampaui. Laporan tersebut pada dasarnya terdiri dari laporan laba rugi (atau laporan laba rugi), laporan posisi keuangan (atau neraca), dan laporan arus kas. Laporan keuangan ini harus diaudit oleh kantor akuntan independen, yang peran utamanya adalah menyatakan pendapat atas kebenaran dan kewajaran pandangan yang ditunjukkan dalam laporan keuangan. Pernyataan opini auditor dilampirkan pada laporan tahunan.

Salinan laporan (berisi laporan keuangan) harus tersedia bagi setiap pemegang saham. Salinannya juga harus dikirim ke BAE untuk dimasukkan ke dalam arsip perusahaan. File ini harus tersedia untuk diperiksa oleh siapa pun yang ingin melakukannya. Hampir semua perusahaan besar menempatkan salinan laporan tahunan mereka di situs web mereka. Selain itu, perusahaan besar cenderung mengirimkan salinan laporannya kepada analis keuangan dan jurnalis. Laporan tahunan merupakan sumber informasi utama, namun bukan satu-

satunya, bagi pihak-pihak yang berkepentingan, termasuk pemegang saham lama dan calon pemegang saham, mengenai kemajuan perusahaan. Perusahaan yang sahamnya tercatat di LSE diwajibkan oleh peraturannya untuk mempublikasikan ringkasan laporan keuangan setiap setengah tahun (biasanya juga tersedia di situs web perusahaan). Dalam praktiknya, sebagian besar perusahaan besar, dari waktu ke waktu, menerbitkan informasi melebihi informasi yang terkandung dalam laporan tahunan dan setengah tahunan. Sifat laporan keuangan dan bagaimana laporan tersebut dapat diinterpretasikan dibahas dalam Bab 3.

1.5 TATA KELOLA PERUSAHAAN DAN PERAN DIREKTUR

Dalam beberapa tahun terakhir, isu tata kelola perusahaan telah menimbulkan banyak perdebatan. Istilah ini digunakan untuk menggambarkan cara-cara di mana perusahaan diarahkan dan dikendalikan. Persoalan tata kelola perusahaan penting karena, pada perusahaan besar, pemilik perusahaan (yaitu pemegang saham) biasanya lepas dari kendali bisnis sehari-hari. Pemegang saham mempekerjakan direktur untuk mengelola perusahaan untuk mereka. Mengingat posisi ini, masuk akal untuk berasumsi bahwa kepentingan terbaik pemegang saham akan memandu keputusan direktur. Namun, dalam praktiknya hal ini tampaknya tidak selalu terjadi. Para direktur mungkin lebih mementingkan kepentingan mereka sendiri, seperti meningkatkan gaji dan 'fasilitas' mereka (seperti mobil mahal, kunjungan ke luar negeri, dan sebagainya) serta meningkatkan keamanan dan status kerja mereka. Akibatnya dapat terjadi konflik antara kepentingan pemegang saham dan kepentingan direksi.

Ketika direksi mengejar kepentingannya sendiri dan bukan kepentingan pemegang saham, maka jelas terdapat masalah bagi pemegang saham. Namun, hal ini mungkin juga menjadi masalah bagi masyarakat secara keseluruhan. Ketika investor merasa dananya kemungkinan besar akan salah dikelola, maka mereka akan enggan berinvestasi. Kekurangan dana berarti perusahaan dapat melakukan lebih sedikit investasi. Selain itu, biaya keuangan akan meningkat karena perusahaan bersaing untuk mendapatkan dana yang tersedia. Oleh karena itu, kurangnya kepedulian pemegang saham dapat berdampak besar pada kinerja masing-masing perusahaan dan, pada gilirannya, pada kesehatan perekonomian. Untuk menghindari masalah ini, sebagian besar perekonomian pasar yang kompetitif memiliki kerangka peraturan untuk membantu memantau dan mengendalikan perilaku direktur.

Aturan-aturan ini biasanya didasarkan pada tiga prinsip panduan:

- **Pengungkapan**. Hal ini merupakan inti dari tata kelola perusahaan yang baik. Laporan OECD (OECD, 1998) menyimpulkan manfaat pengungkapan sebagai berikut:

  > Informasi yang memadai dan tepat waktu mengenai kinerja perusahaan memungkinkan investor untuk membuat keputusan pembelian dan penjualan yang tepat dan dengan demikian membantu pasar mencerminkan nilai suatu korporasi [perusahaan] yang dikelola saat ini. Jika pasar menentukan bahwa manajemen saat ini tidak berkinerja baik, penurunan harga saham akan menandakan kegagalan manajemen dan membuka jalan bagi perubahan manajemen.

- **Akuntabilitas.** Hal ini mencakup pendefinisian peran dan tugas direktur serta penetapan proses pemantauan yang memadai. Di Inggris, undang-undang perusahaan mengharuskan

direktur perusahaan bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham. Artinya, antara lain, mereka tidak boleh mencoba menggunakan kedudukan dan pengetahuannya untuk memperoleh keuntungan dengan mengorbankan pemegang saham. Undang-undang ini juga mewajibkan perusahaan-perusahaan besar untuk mengaudit laporan keuangan tahunan mereka secara independen. Tujuan audit independen adalah untuk memberikan kredibilitas terhadap laporan keuangan yang disiapkan oleh direksi. Kita akan membahas hal ini secara lebih rinci nanti di bab ini.

- **Keadilan.** Direksi tidak boleh mendapatkan keuntungan dari akses terhadap informasi 'orang dalam' yang tidak tersedia bagi pemegang saham. Akibatnya, baik undang-undang maupun LSE membatasi kemampuan direksi untuk membeli dan menjual saham perusahaan. Salah satu contoh pembatasan ini adalah bahwa direktur tidak dapat membeli atau menjual saham segera sebelum pengumuman hasil perdagangan tahunan perusahaan atau sebelum pengumuman peristiwa penting, seperti rencana merger atau hilangnya CEO.

Memperkuat kerangka aturan

Jumlah peraturan yang dirancang untuk melindungi pemegang saham telah meningkat pesat selama bertahun-tahun. Hal ini merupakan respons terhadap kelemahan dalam prosedur tata kelola perusahaan, yang terungkap melalui kegagalan bisnis dan penipuan yang terpublikasi secara luas, kenaikan gaji yang berlebihan kepada direktur, dan bukti bahwa beberapa laporan keuangan 'dirusak' untuk menyesatkan pemegang saham.

Namun banyak yang percaya bahwa pemegang saham harus menanggung sebagian kesalahan atas kelemahan apa pun. Tidak semua pemegang saham di perusahaan besar adalah perorangan yang masing-masing hanya memiliki sedikit saham. Padahal, berdasarkan nilai pasar, kepemilikan saham yang tercatat di LSE didominasi oleh lembaga penanaman modal seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan lain sebagainya. Dari saham-saham terdaftar di LSE yang dimiliki oleh investor Inggris, lebih dari 60 persen dimiliki oleh 'institusi'. Tabel 1.1 menunjukkan rincian persentase kepemilikan saham terdaftar di LSE di kalangan investor Inggris.

Tabel 1.1 Kepemilikan saham yang terdaftar di Bursa Efek London

Investor	Persentase ditahan
Individu	26
Perusahaan asuransi	13
Dana pensiun	6
Investasi dan perwalian unit	24
Lembaga keuangan lainnya	15
Badan amal	3
Bank	3
Perusahaan swasta non-keuangan	4
Sektor publik	6
	100

Meskipun hanya seperempat saham yang dimiliki secara langsung oleh masing-masing anggota masyarakat investor, seluruh sisa saham dimiliki untuk kepentingan individu. Misalnya, saham yang dimiliki oleh perusahaan asuransi mewakili dana yang disisihkan untuk memberikan manfaat kepada pemegang polis asuransi jiwa (dan jaminan), atau tanggungan mereka.

Persentase yang ditunjukkan pada Tabel 1.1 cukup menggambarkan kepemilikan relatif investor Inggris selama sepuluh tahun terakhir atau lebih. Namun yang berubah adalah persentase saham tercatat di LSE yang dimiliki oleh investor luar negeri. Meskipun pada tahun 1997, hanya 23 persen saham yang dicatatkan di LSE dimiliki oleh investor luar negeri, namun angka ini meningkat menjadi 54 persen pada akhir tahun 2014. Pada saat yang sama, jumlah investor Inggris dari semua jenis investasi di luar negeri juga meningkat. secara signifikan. Ini adalah ciri-ciri meningkatnya internasionalisasi bisnis, sebuah hal yang akan kita bahas secara rinci di Bab 15. Pemegang saham institusional individu sering kali beroperasi secara besar-besaran, memiliki sejumlah besar saham di perusahaan tempat mereka berinvestasi. Investor institusional ini mempekerjakan staf spesialis untuk mengelola portofolio saham mereka di berbagai perusahaan. Ada pendapat bahwa pemegang saham institusional besar, meskipun memiliki ukuran dan keahlian relatif, belum terlalu aktif dalam urusan tata kelola perusahaan. Oleh karena itu, pengawasan terhadap direksi sangat sedikit. Namun, segalanya tampaknya berubah. Ada semakin banyak bukti bahwa investor institusional menjadi lebih proaktif terhadap perusahaan tempat mereka memegang saham.

Kode tata kelola perusahaan inggris

Selama tahun 1990an terdapat upaya nyata dari profesi akuntansi dan LSE untuk mengatasi masalah tata kelola perusahaan yang buruk yang disebutkan sebelumnya. Kode Praktik Terbaik Tata Kelola Perusahaan muncul pada tahun 1992. Kode ini berkaitan dengan akuntabilitas dan pelaporan keuangan. Pada tahun 1995, muncul kode praktik terpisah yang mengatur gaji dan kondisi direktur. Kedua kode ini direvisi, 'diselaraskan' dan digabungkan untuk menghasilkan Kode Gabungan, yang diterbitkan pada tahun 1998. Setiap beberapa tahun, dampak dan efektivitas Kode tersebut ditinjau dan hal ini menghasilkan revisi yang dilakukan. Pada tahun 2010, Kode Gabungan berubah nama menjadi Kode Tata Kelola Perusahaan Inggris.

Kode ini mendefinisikan peran ketua perusahaan (direktur paling senior) dan direktur lainnya. Hal ini khususnya berkaitan dengan peran direktur 'non-eksekutif'. Direktur non-eksekutif tidak bekerja penuh waktu di perusahaan, tetapi hanya bertindak sebagai direktur. Hal ini berbeda dengan direktur 'eksekutif' yang merupakan karyawan bergaji. Misalnya, direktur keuangan di sebagian besar perusahaan besar adalah karyawan tetap. Orang ini adalah anggota dewan direksi dan, dengan demikian, mengambil bagian dalam pengambilan keputusan penting di tingkat dewan. Pada saat yang sama, ia juga bertanggung jawab untuk mengelola departemen-departemen perusahaan yang bertindak berdasarkan keputusan dewan terkait keuangan.

Pandangan yang tercermin dalam Kode ini adalah bahwa direktur eksekutif dapat menjadi terlalu terlibat dalam manajemen perusahaan sehari-hari sehingga tidak dapat mengambil pandangan yang luas. Kode ini juga mencerminkan pandangan bahwa, bagi

direktur eksekutif, konflik dapat timbul antara kepentingan mereka sendiri dan kepentingan pemegang saham. Keuntungan dari direktur non-eksekutif adalah mereka lebih independen terhadap perusahaan dibandingkan rekan eksekutif mereka. Perusahaan memberi remunerasi kepada direktur non-eksekutif atas pekerjaan mereka, namun biasanya jumlah ini hanya merupakan sebagian kecil dari total pendapatan mereka. Hal ini memberi mereka independensi yang mungkin tidak dimiliki oleh direktur eksekutif. Direktur non-eksekutif seringkali merupakan manajer senior di bisnis lain atau orang yang memiliki pengalaman baik dalam peran tersebut. Kode Tata Kelola Perusahaan Inggris mendapat dukungan dari LSE. Artinya, perusahaan yang terdaftar di LSE harus 'mematuhi atau menjelaskan'. Artinya, mereka harus mematuhi persyaratan Kode Etik atau harus memberikan alasan yang kuat kepada pemegang sahamnya mengapa mereka tidak mematuhinya. Kegagalan untuk melakukan salah satu atau beberapa hal di atas dapat menyebabkan saham perusahaan tersebut ditangguhkan dari pencatatannya.

Tingkat kepatuhan terhadap Kode Tata Kelola Perusahaan Inggris

Penelitian awal yang dilakukan Burgess (2006) menunjukkan bahwa hanya sekitar sepertiga dari 350 bisnis terbesar yang terdaftar di LSE mengaku mengikuti sepenuhnya Kode Tata Kelola Perusahaan Inggris. Dua pertiga sisanya mengaku belum sepenuhnya mengikutinya. Namun baru-baru ini, Dewan Pelaporan Keuangan (2015) menemukan tren peningkatan kepatuhan. Pada tahun 2014, 61 persen telah sepenuhnya mematuhi dan 32 persen lainnya telah mematuhi semua kecuali satu atau dua ketentuan dalam Kode Etik ini.

1.6 PEMBIAYAAN PERUSAHAAN JANGKA PANJANG

Sebagian besar pendanaan semi permanen bagi perusahaan – dalam sebagian kecil kasus, seluruhnya – disediakan oleh pemegang saham. Banyak perusahaan memiliki kelas saham yang berbeda. Sebagian besar perusahaan juga meminjam uang dalam jangka panjang. (Banyak juga yang meminjam pendanaan dalam jangka pendek.) Pada bab selanjutnya kita akan membahas bagaimana dan mengapa perusahaan menerbitkan lebih dari satu kelas saham dan meminjam uang; di sini kita membatasi diri pada gambaran singkat keuangan perusahaan jangka panjang.

Saham biasa

Saham biasa diterbitkan oleh perusahaan kepada investor yang siap menghadapi risiko. Mereka melakukan hal ini agar mereka juga mengekspos diri mereka pada ekspektasi keuntungan investasi yang tinggi, yang menurut intuisi dan bukti, yang akan kita bahas nanti dalam buku ini, berhubungan dengan risiko. Saham biasa sering disebut sebagai ekuitas. Merupakan hal yang wajar bagi perusahaan untuk membayar sebagian dari keuntungan yang direalisasikan, setelah pajak, kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai. Jumlah yang diterima setiap pemegang saham terkait langsung dengan jumlah saham yang dimiliki. Besarnya dividen setiap tahun adalah kebijaksanaan direksi.

Dividen sering kali digambarkan sebagai imbalan bagi pemegang saham, sama seperti pembayaran bunga sebagai imbalan bagi pemberi pinjaman. Namun hal ini merupakan interpretasi yang meragukan mengenai sifat dividen. Semua keuntungan, baik yang dibayarkan sebagai dividen atau diinvestasikan kembali dalam bisnis, adalah milik pemegang

saham. Jika dana yang dihasilkan dari keuntungan masa lalu diinvestasikan kembali, maka hal tersebut akan berdampak pada kenaikan nilai saham. Peningkatan ini seharusnya mampu direalisasikan oleh pemegang saham yang memilih menjual sahamnya. Masih menjadi bahan perdebatan sengit apakah menginvestasikan kembali keuntungan sama bermanfaatnya bagi pemegang saham seperti membayar dividen dari dana tersebut. Perdebatan ini dibahas dalam Bab 12. Jika perusahaan ditutup dan dilikuidasi (dibubarkan), masing-masing pemegang saham akan menerima bagian yang sesuai dari sisa dana setelah semua penggugat sah lainnya telah dipenuhi secara penuh.

Jika saham diperdagangkan antar investor, tidak ada alasan mengapa saham tersebut harus diberi harga sesuai dengan harga penerbitan aslinya atau sesuai dengan nilai nominalnya (nilai nominal atau nilai nominal). Persepsi terhadap nilai suatu saham di perusahaan tertentu akan berubah seiring dengan ekspektasi keadaan ekonomi yang berbeda-beda, sehingga harga saham akan berubah seiring berjalannya waktu. Perlu dicatat bahwa pemegang saham yang menjual saham di perusahaan tertentu dengan harga tertentu tidak mempunyai dampak finansial langsung terhadap perusahaan tersebut. Perusahaan akan melakukannya dengan sederhana membayar dividen di masa depan dan memberikan hak suara di masa depan kepada pemegang saham baru. Biasanya pemegang saham biasalah yang mempunyai hak suara dalam perusahaan. Jadi pemegang sahamlah yang mengendalikan perusahaan.

Setiap saham biasa memberikan hak yang sama kepada pemiliknya dalam hal hak dividen, pembayaran kembali pada saat likuidasi, dan hak suara. Dua lembar saham mempunyai hak dua kali lebih banyak dibandingkan satu lembar saham. Undang-undang melarang direksi untuk membeda-bedakan hak pemegang saham yang berbeda selain berdasarkan jumlah saham yang dimiliki (dengan asumsi saham yang dimiliki berasal dari kelas yang sama). Nona X yang memiliki 100 saham di Z plc harus mempunyai hak yang sama sehubungan dengan kepemilikan sahamnya dengan Tuan Y yang memiliki jumlah saham yang sama di perusahaan yang sama. LSE dan lembaga non-undang-undang lainnya juga berupaya untuk mempromosikan kesetaraan ini.

Saham utama

Saham preferen mewakili bagian dari kepemilikan perusahaan yang menanggung risiko, meskipun biasanya saham tersebut memberikan hak kepada pemegangnya untuk menerima bagian pertama dari setiap dividen yang dibayarkan. Terdapat batas atas tahunan atas dividen saham preferen per saham, yang biasanya didefinisikan sebagai persentase dari nilai nominal saham. Dividen saham preferen biasanya dibayarkan penuh. Saham preferen memberikan imbal hasil yang lebih pasti dibandingkan saham, meskipun tidak berarti memberikan imbal hasil yang pasti. Saham preferen biasanya tidak memberikan hak suara. Saham preferensi banyak perusahaan Inggris diperdagangkan di LSE. Seperti halnya ekuitas, harga saham preferen akan bervariasi sesuai dengan persepsi investor terhadap prospek masa depan. Secara umum, harga saham preferen tidak terlalu fluktuatif dibandingkan harga saham, karena dividen cenderung cukup stabil dan biasanya memiliki batas atas. Bagi sebagian besar perusahaan, saham preferen tidak mewakili sumber pendanaan utama.

Pinjaman

Kebanyakan perusahaan meminjam dana dalam jangka panjang, kadang-kadang secara terus-menerus. Costain Group plc, sebuah bisnis teknik, konstruksi dan pengembangan lahan, adalah contoh yang relatif jarang dari bisnis besar di Inggris yang hampir tidak memiliki pinjaman. Pemberi pinjaman mengadakan kontrak hukum dengan perusahaan, dengan tingkat bunga, tanggal pembayaran, tanggal penebusan (jika pinjaman dapat ditebus) dan jumlah penebusan, semuanya sesuai dengan ketentuan kontrak. Banyak pemberi pinjaman jangka panjang memerlukan lebih banyak jaminan atas pinjaman mereka daripada hak yang diberikan kepada pemberi pinjaman mana pun berdasarkan hukum kontrak. Biasanya, pemberi pinjaman bersikeras bahwa pokok dan kadang-kadang bunganya dijaminkan pada beberapa aset tertentu dari perusahaan peminjam, seringkali tanah. Jaminan tersebut cenderung memberi pemberi pinjaman hak untuk menyita aset dan menjualnya untuk memenuhi klaim mereka ketika pembayaran pokok atau bunga telah jatuh tempo. Catatan pinjaman (atau dikenal sebagai saham pinjaman atau surat utang), dalam banyak kasus perusahaan Inggris, diperdagangkan di LSE. Dengan demikian, ada kemungkinan bagi seseorang yang berhutang Rp.1.500.000.000 oleh X plc untuk menjual utang tersebut kepada investor lain yang, sejak tanggal penjualan, berhak menerima bunga dan pembayaran kembali pokok pinjaman pada waktunya. Jumlah dan tanggal pembayaran merupakan kewajiban kontraktual, sehingga tidak ada keraguan mengenai hal tersebut dibandingkan dengan dividen dari saham, terutama jika pinjaman tersebut dijamin. Oleh karena itu, nilai pasar surat utang cenderung berfluktuasi lebih kecil dibandingkan saham preferen. Hubungan antara elemen imbal hasil tetap (saham preferensi dan surat utang), di satu sisi, dan ekuitas, di sisi lain, biasanya disebut sebagai financial gearing atau capital gearing (‘leverage’ di AS). Kita akan membahas di Bab 11 alasan mengapa perusahaan memiliki perlengkapan keuangan.

Meningkatkan dan membayar kembali keuangan jangka panjang

Secara umum, perusahaan mempunyai kekuasaan yang cukup besar untuk menerbitkan dan menebus saham biasa, saham preferen dan surat pinjaman, juga untuk memperoleh dan membayar kembali pinjaman lainnya. Apabila penebusan saham (baik saham biasa maupun saham preferen) akan dilakukan, direktur mempunyai kewajiban untuk mengambil langkah-langkah tertentu untuk melindungi posisi kreditur (yaitu, mereka yang berhutang oleh perusahaan), yang mungkin terancam oleh kerugian dalam jumlah besar. aset yang dialihkan kepada pemegang saham.

1.7 LIKUIDASI

Suatu perseroan terbatas, karena keberadaannya terpisah dari pemegang sahamnya, tidak mati pada saat itu. Satu-satunya cara kematian perusahaan dapat terjadi adalah dengan mengikuti langkah-langkah yang ditetapkan secara hukum untuk melikuidasi (atau membubarkan) perusahaan. Likuidasi melibatkan penunjukan seorang likuidator untuk merealisasikan aset perusahaan, membayar penggugat dan secara resmi membubarkan perusahaan.

Inisiatif untuk melikuidasi perusahaan biasanya berasal dari:

- para pemegang saham, mungkin karena tujuan didirikannya perusahaan telah tercapai; atau

- kreditor perusahaan (termasuk pemberi pinjaman), jika perusahaan gagal membayar utangnya. Dalam keadaan ini tujuannya adalah untuk menghentikan perdagangan perusahaan dan untuk memastikan bahwa aset non-kas dijual, dan hasilnya digunakan untuk memenuhi (mungkin hanya sebagian) tagihan para kreditur. Jenis likuidasi ini kadang-kadang disebut dalam bahasa sehari-hari sebagai kebangkrutan.

Urutan pembayaran penggugat

Terlepas dari jenis likuidasi apa yang terlibat, likuidator, setelah merealisasikan seluruh aset non-tunai, harus sangat berhati-hati mengenai urutan pembayaran kepada penggugat. Secara garis besar urutannya adalah:

1. Kreditur preferen. Ini adalah penggugat yang memiliki hak istimewa. Ini termasuk HM Revenue and Customs (otoritas pajak Inggris) untuk kewajiban pajak perusahaan (jika ada) dan karyawan untuk upah atau tunggakan gaji mereka.
2. Kreditor terjamin. Mereka cenderung adalah kreditor pinjaman (mereka yang telah meminjamkan uang kepada perusahaan). Jika jaminan berada pada suatu aset atau kelompok aset tertentu, hasil pelepasan aset tersebut digunakan untuk memenuhi klaim tertentu. Jika hasil yang diperoleh tidak mencukupi, maka kreditor terjamin harus menanggung kekurangannya bersama kreditur tidak terjamin. Jika hasil melebihi jumlah tagihan, kelebihannya masuk ke dalam dana yang tersedia bagi kreditor tanpa jaminan.
3. Kreditor tanpa jaminan. Kelompok ini biasanya mencakup sebagian besar utang usaha (yang memasok barang dan jasa kepada perusahaan secara kredit). Ini juga mencakup kreditor pinjaman tanpa jaminan.

Hanya setelah para kreditor telah dibayar penuh, maka sisa dana tersebut akan dibayarkan kepada para pemegang saham, dan masing-masing saham biasa mendapat bagian yang sama dari sisa dana setelah para kreditur dan pemegang saham preferen mendapatkan haknya. Urutan pembayaran kreditur tidak akan mempunyai pengaruh apa-apa kecuali jika dana tidak cukup untuk memenuhi seluruh tagihan. Jika hal ini terjadi, setiap kelompok tuntutan harus dipenuhi secara penuh sebelum kelompok berikutnya dapat berpartisipasi. Meskipun rangkuman peraturan perusahaan ini diatur dalam konteks Inggris, seperti yang telah disebutkan sebelumnya, hampir semua negara dengan perekonomian bebas di dunia memiliki undang-undang serupa mengenai cara sebagian besar bisnis diorganisir.

1.8 DERIVATIF

Perkembangan yang mencolok dalam bidang keuangan bisnis, dan bidang manajemen komersial lainnya, sejak sekitar tahun 1980 adalah penggunaan derivatif. Derivatif adalah aset atau kewajiban yang nilainya bergantung pada suatu aset yang menjadi sumbernya. Pada prinsipnya, aset apa pun dapat dijadikan subjek derivatif. Dalam praktiknya, aset seperti komoditas (misalnya kopi, biji-bijian, tembaga) dan instrumen keuangan (misalnya saham perusahaan, pinjaman, mata uang asing) cenderung kita temui sebagai dasar derivatif.

Contoh langsung dari derivatif adalah opsi untuk membeli atau menjual aset tertentu, pada tanggal tertentu atau dalam rentang tanggal tertentu (tanggal pelaksanaan), dengan harga tertentu (harga pelaksanaan). Misalnya, eksportir Inggris yang telah melakukan penjualan dalam euro, dan memperkirakan uang tunai akan diterima dalam waktu dua bulan,

dapat membeli opsi untuk menjual euro dengan sterling pada harga yang ditetapkan saat ini, namun jika pengiriman euro akan dilakukan. tidak terjadi sampai diterimanya dari pelanggan dalam waktu dua bulan. Perhatikan bahwa ini adalah hak untuk menjual tetapi bukan kewajiban. Jadi, jika nilai sterling euro dalam waktu dua bulan berada di atas harga pelaksanaan yang ditentukan dalam kontrak opsi, eksportir akan mengabaikan kontrak opsi dan menjual euro untuk sterling di pasar terbuka. Di sini pilihannya tidak ada artinya. Di sisi lain, jika nilai sterling euro dalam waktu dua bulan berada di bawah harga pelaksanaan kontrak opsi, eksportir akan melaksanakan opsinya dan menjual euro kepada penjual kontrak opsi sesuai dengan ketentuan kontrak tersebut. Dalam hal ini, opsi tersebut akan bernilai, pada tanggal pelaksanaan, selisih antara apa yang akan diterima eksportir berdasarkan kontrak opsi dan nilai sterling pasar saat ini dari euro tersebut.

Mengapa eksportir ingin mengadakan kontrak opsi seperti itu? Siapa yang akan menjual kontrak seperti itu kepada eksportir dan mengapa? Bisnis di Inggris yang berhutang dalam mata uang selain sterling terkena risiko. Nilai suatu mata uang, relatif terhadap mata uang lainnya, cenderung berfluktuasi, kurang lebih terus menerus, sesuai dengan penawaran dan permintaan. Memasuki kontrak opsi menghilangkan risiko bagi eksportir. Eksportir dijamin mendapatkan jumlah minimum (harga pelaksanaan) untuk euro. Faktanya, risiko dialihkan ke pihak lain ("pihak lawan") dalam kontrak opsi. Prinsip ini persis sama dengan asuransi. Ketika kita membayar premi untuk mengasuransikan salah satu harta benda kita terhadap pencurian, kita membayar pihak lain (perusahaan asuransi) untuk menanggung risiko tersebut. Jika benda tersebut tidak dicuri, kami tidak mengklaim; jika nilai sterling euro ternyata berada di atas harga pelaksanaan kontrak opsi, eksportir tidak melaksanakan opsi tersebut. Dalam kedua kasus tersebut, sejumlah uang telah dibayarkan untuk mentransfer risiko. Eksportir tidak berkewajiban untuk mengalihkan risiko; ia dapat menanggung risikonya sendiri dan menghemat biaya pembelian opsi. Ini adalah penilaian komersial. Penjual opsi mata uang (pihak lawan) mungkin adalah dealer valuta asing atau sekadar bisnis yang memberikan opsi mata uang. Bisnis ini mengadakan kontrak opsi karena membuat pertimbangan komersial, dengan mempertimbangkan kemungkinan pergerakan nilai tukar sterling/euro antara tanggal kontrak dan tanggal pelaksanaan, bahwa harga yang ditetapkan untuk opsi tersebut mampu menghasilkan keuntungan yang wajar. Hal ini mirip dengan sikap yang diambil oleh perusahaan asuransi ketika menetapkan premi.

Banyak jenis derivatif yang berkaitan dengan pengalihan risiko, namun tidak semuanya. Derivatif mencakup banyak bidang keuangan bisnis dan kami akan mempertimbangkan berbagai derivatif, dalam konteksnya, pada berbagai tahapan dalam buku ini. Menurut sebuah survei, 94 persen dari 500 bisnis terbesar di dunia secara rutin menggunakan derivatif untuk membantu mengelola risiko. Seluruh 34 perusahaan di Inggris yang termasuk dalam survei ini sering menggunakannya (International Swaps and Derivatives Association, 2009). El-Masry (2006) mensurvei 401 bisnis di Inggris dan menemukan bahwa derivatif lebih cenderung digunakan oleh bisnis yang (1) besar, (2) perusahaan publik dan (3) terlibat dalam perdagangan internasional.

1.9 DANA EKUITAS SWASTA

Perkembangan luar biasa lainnya, terutama sejak pergantian abad ini, adalah munculnya dana ekuitas swasta dan kepemilikan mereka atas sebagian besar bisnis sektor swasta di dunia. Dana ekuitas swasta mengumpulkan pendanaan dari berbagai investor (individu swasta yang sangat kaya dan lembaga investasi). Dana tersebut kemudian menggunakan dana tersebut untuk membeli bisnis sektor swasta, yang seringkali terdaftar di pasar saham. Bisnis-bisnis ini kemudian dikelola oleh dana tersebut. Jenis usaha yang cenderung menjadi sasaran dana ekuitas swasta adalah usaha yang dinilai berkinerja buruk di bawah manajemen senior sebelumnya. Tindakan umum yang dilakukan oleh manajemen baru adalah meningkatkan jumlah pendanaan bisnis dari pinjaman dibandingkan ekuitas. Dampak dari diambil alihnya perusahaan tercatat oleh dana ekuitas swasta adalah saham-sahamnya akan dimiliki sepenuhnya oleh dana tersebut dan 'dihapuskan'. Artinya, saham tersebut tidak lagi tersedia untuk umum melalui pasar modal. Ketika dana ekuitas swasta telah 'membalikkan' bisnis yang kinerjanya buruk, bisnis tersebut mungkin akan dihentikan, dalam beberapa kasus dengan meluncurkannya kembali sebagai bisnis terdaftar.

McCarthy dan Stone plc, pembangun rumah jompo, adalah bisnis terdaftar di LSE yang dibeli oleh konsorsium empat dana ekuitas swasta (Goldman Sachs, TPG Capital, Anchorage Capital, dan Strategic Value Partners) pada tahun 2006. Pada akhir tahun 2015, bisnis tersebut adalah mengandalkan LSE, menghasilkan keuntungan besar bagi investor ekuitas swasta yang terlibat. Sejumlah bisnis 'nama rumah tangga' (termasuk Birds Eye (makanan), Dell (komputer) dan Hugo Boss (fashion)) saat ini dimiliki oleh dana ekuitas swasta. Dana ekuitas swasta diperkirakan memiliki bisnis yang mempekerjakan sekitar 19 persen dari seluruh pekerja sektor swasta di Inggris (Power, 2006).

Dana ekuitas swasta telah menuai banyak kritik. Ada yang menyatakan bahwa mereka hanya menghilangkan aset-aset berharga dari bisnis tempat mereka berinvestasi, memperoleh keuntungan cepat, dan melanjutkan hidup. Bukti yang dikutip oleh Walker (2010) memperjelas bahwa kritik ini tidak tepat sasaran. Tampaknya dana tersebut menghasilkan sebagian besar keuntungannya dengan memperluas bisnis tempat mereka berinvestasi, bukan dengan menghancurkannya. Selain itu, bisnis yang dimiliki oleh dana ekuitas swasta sepuluh kali lebih kecil kemungkinannya untuk mengalami kebangkrutan dibandingkan bisnis serupa lainnya. Perlu diingat di sini bahwa bisnis yang diambil alih oleh dana ekuitas swasta kemungkinan besar adalah bisnis yang berada dalam kesulitan dan sebagai akibatnya dapat diperoleh dengan harga murah. Temuan Walker didukung oleh Davis, Haltiwanger, Handley, Jarmin, Lerner dan Miranda (2014), yang menemukan bahwa, di AS, hanya terdapat sedikit penurunan jumlah karyawan di bisnis yang diambil alih oleh investor ekuitas swasta. Meskipun ada pengurangan gaji pada tahap awal, hal ini cenderung diimbangi dengan penciptaan lapangan kerja tambahan seiring dengan berkembangnya bisnis.

Bisnis keuangan

- Pembiayaan bisnis melibatkan keputusan investasi dan pembiayaan.
- Biasanya melibatkan jumlah yang besar.
- Risiko selalu menjadi faktor utama.
- Keuangan bisnis tidak sama dengan akuntansi.

Perusahaan terbatas

- Sebagian besar bisnis di Inggris adalah perseroan terbatas.
- Perusahaan adalah suatu badan usaha buatan yang mempunyai badan hukum tersendiri.
- Status perseroan terbatas memungkinkan investor membatasi kerugian mereka pada investasi ekuitas.
- Saham kepemilikan perusahaan dapat dialihkan.
- Pendirian perseroan terbatas murah dan mudah.
- Perseroan terbatas dikelola oleh direktur atas nama pemegang saham.
- Direksi mempunyai kewajiban untuk mempertanggungjawabkan pengelolaan aset pemegang saham.
- Tata kelola perusahaan telah menjadi isu utama; skandal telah menyebabkan munculnya Kode Tata Kelola Perusahaan Inggris.
- Perseroan terbatas hanya dapat berakhir melalui likuidasi formal (penutupan).

Pembiayaan jangka panjang

- Bisnis dibiayai oleh saham biasa, saham preferen, dan pinjaman.

Derivatif

- Derivatif adalah aset atau kewajiban yang keberadaan dan nilainya bergantung pada aset yang 'berasal'.
- Mereka biasanya peduli dengan manajemen risiko.
- Derivatif keuangan banyak digunakan dalam bisnis.

Dana ekuitas swasta

- Dana dikumpulkan secara pribadi oleh investor besar.
- Dana sering kali digunakan untuk membeli perusahaan yang terdaftar dan menghapusnya.
- Mereka sering kali menggantikan manajemen senior dan biasanya meningkatkan jumlah pinjaman.
- Mereka kemudian menjual bisnis tersebut, terkadang dengan mendaftarkannya kembali.

BAB 2
KERANGKA KERJA UNTUK PENGAMBILAN KEPUTUSAN KEUANGAN

2.1 PENGAMBILAN KEPUTUSAN KEUANGAN

Seperti jenis keputusan lainnya, keputusan keuangan melibatkan pilihan antara dua atau lebih kemungkinan tindakan. Jika hanya ada satu tindakan yang mungkin dilakukan, maka tidak diperlukan keputusan. Seringkali, melanjutkan situasi yang sudah ada hingga saat pengambilan keputusan merupakan salah satu pilihan yang terbuka bagi pengambil keputusan. Semua pengambilan keputusan harus melibatkan enam langkah berikut.

Langkah 1: Tentukan tujuan

Pengambil keputusan harus memahami dengan jelas hasil apa yang ingin dicapai dari keputusan tersebut. Seseorang yang meninggalkan rumah di pagi hari perlu mengambil keputusan ke arah mana harus berbelok ke jalan raya. Untuk melakukan hal ini, perlu diketahui apa tujuan langsungnya. Jika tujuannya adalah untuk mulai bekerja, mungkin diperlukan keputusan untuk berbelok ke kanan; jika itu adalah kunjungan ke toko lokal, keputusannya mungkin belok kiri. Jika pengambil keputusan tidak mengetahui tujuan yang diinginkan, maka tidak mungkin mengambil keputusan yang masuk akal mengenai arah mana yang harus diambil. Kemungkinan tujuan bisnis akan dibahas nanti dalam bab ini.

Langkah 2: Identifikasi kemungkinan tindakan

Tindakan yang tersedia harus diketahui. Ketika hal ini dilakukan, pertimbangan harus diberikan terhadap pembatasan kebebasan bertindak yang diberlakukan oleh hukum atau kekuatan lain yang tidak berada dalam kendali pengambil keputusan.

Pengambilan keputusan yang baik mengharuskan cakrawala harus terus-menerus disurvei untuk mencari peluang yang memungkinkan bisnis mencapai tujuannya dengan lebih baik. Dalam konteks keuangan bisnis, hal ini mencakup pencarian peluang investasi baru dan cara untuk membiayainya. Peluang seperti itu sering kali tidak terlihat jelas; bisnis harus mencarinya terus-menerus. Sebuah bisnis yang gagal melakukan hal ini hampir pasti akan mengalami kemunduran, dan kehilangan peluang bagi para pesaingnya yang lebih inovatif.

Langkah 3: Kumpulkan data yang relevan dengan keputusan

Setiap kemungkinan tindakan harus ditinjau dan data yang relevan diidentifikasi. Tidak semua data mengenai tindakan tertentu relevan. Misalkan seseorang ingin membeli mobil dengan ukuran mesin tertentu, satu-satunya tujuan adalah mendapatkan mobil dengan trade-off terbaik antara keandalan dan biaya. Hanya data yang berkaitan dengan keandalan dan harga mobil yang tersedia yang akan menarik bagi orang tersebut. Informasi lain, seperti warna, desain, atau negara produsen, tidak relevan. Hal ini tidak berarti bahwa tujuan pembeli mobil harus dibatasi pada pertimbangan biaya dan keandalan saja, hanya saja, jika demikian, maka faktor-faktor lain menjadi tidak relevan.

Bahkan beberapa data yang berhubungan langsung dengan biaya operasional, seperti pajak jalan raya, harus diabaikan jika data tersebut umum untuk semua mobil dengan ukuran mesin yang bersangkutan. Karena keputusan melibatkan pemilihan dari berbagai pilihan, maka

keputusan dapat diambil dengan bijaksana berdasarkan perbedaan antara pilihan-pilihan tersebut. Jika keputusannya adalah antara memiliki atau tidak memiliki mobil, maka pajak jalan raya akan menjadi relevan karena merupakan salah satu biaya kepemilikan mobil. Tidak akan timbul biaya jika mobil tidak dibeli. Jika faktor umum tidak relevan dengan pengambilan keputusan, maka biaya masa lalu pasti tidak relevan, karena biaya tersebut harus sama untuk semua kemungkinan tindakan.

Contoh 2.1

Biaya yang relevan dan tidak relevan

Tariq Ltd adalah bisnis yang memiliki mesin seharga Rp.82.000.000 saat dibeli baru setahun yang lalu. Kini perusahaan tersebut menyadari bahwa mesin tersebut sudah tidak dapat digunakan lagi. Penyelidikan mengungkapkan bahwa itu dapat dijual dalam kondisi sekarang seharga Rp.54.000.000, atau dapat dimodifikasi dengan harga Rp.32.976.000 dan dijual seharga Rp.49.875.000. Dengan asumsi bahwa tujuan bisnis adalah menghasilkan uang sebanyak mungkin, apa yang harus dilakukan, menjual mesin yang dimodifikasi atau tidak?

Larutan

Jika mesin dimodifikasi, akan ada penerimaan kas bersih sebesar Rp.32.976.000 (yaitu Rp.49.875.000 dikurangi Rp.8.844.00). Jika mesin tidak dimodifikasi akan ada tanda terima tunai sebesar Rp.32.976.000. Tentu saja, mengingat tujuan bisnis ini adalah untuk menghasilkan uang sebanyak mungkin, maka perusahaan tersebut akan memodifikasi dan menjual mesin tersebut, karena hal ini akan membuat bisnis tersebut lebih kaya dibandingkan alternatif lainnya. Perhatikan bahwa biaya awal mesin tidak relevan dengan keputusan ini. Hal ini karena ini merupakan biaya masa lalu dan tidak dapat dibatalkan saat ini. Sebagai biaya masa lalu, hal ini umum terjadi pada kedua kemungkinan tindakan di masa depan. Mesin ini awalnya berharga Rp.82.000.000 terlepas dari apa yang terjadi sekarang.

Seperti yang telah kita lihat, penting untuk mengenali informasi apa yang relevan dengan keputusan dan informasi apa yang tidak. Seringkali, pengumpulan informasi memerlukan biaya dan waktu yang lama, sehingga membatasi informasi yang relevan saja dapat menghemat biaya pengambilan keputusan. Selain itu, adanya informasi yang tidak relevan dapat membingungkan pengambil keputusan, sehingga menghasilkan keputusan yang kurang optimal.

Langkah 4: Menilai data dan mengambil keputusan

Hal ini melibatkan perbandingan pilihan-pilihan dengan menggunakan data yang relevan sedemikian rupa untuk mengidentifikasi tindakan-tindakan yang paling sesuai untuk mencapai tujuan. Sebagian besar buku ini akan membahas cara penilaian data yang berkaitan dengan keputusan keuangan harus dilakukan.

Langkah 5: Implementasikan keputusan tersebut

Tidak ada gunanya meluangkan waktu dan kesulitan untuk membuat keputusan yang baik jika tidak ada upaya yang dilakukan untuk memastikan bahwa tindakan mengikuti keputusan tersebut. Tindakan tersebut tidak terbatas pada apa yang diperlukan untuk menggerakkan pilihan yang dipilih, namun termasuk mengendalikannya sepanjang masa pakainya. Langkah-langkah harus diambil untuk mencoba memastikan bahwa apa yang direncanakan benar-benar terjadi.

Langkah 6: Pantau dampak keputusan

Pengambilan keputusan yang baik memerlukan pemantauan yang ketat terhadap pengaruh keputusan-keputusan sebelumnya. Secara umum ada dua alasan untuk hal ini:

- Penting untuk menilai keandalan prakiraan yang menjadi dasar pengambilan keputusan. Jika perkiraan terbukti buruk, maka pengambil keputusan harus bertanya pada diri sendiri apakah keandalan dapat ditingkatkan dengan menggunakan teknik dan dasar yang berbeda. Jelas sudah terlambat untuk memperbaiki keputusan yang telah dibuat dan ditindaklanjuti, namun praktik ini dapat meningkatkan kualitas keputusan di masa depan.
- Jika suatu keputusan terbukti buruk karena alasan apa pun, termasuk perubahan lingkungan komersial yang tidak terduga, pemantauan harus mengungkap hal ini sehingga beberapa modifikasi dapat dipertimbangkan untuk memperbaiki keadaan. Hal ini tidak berarti bahwa keputusan awal dapat dibatalkan. Sayangnya kita tidak dapat mengubah masa lalu, namun kita sering kali dapat mengambil langkah-langkah untuk membatasi dampak buruk dari keputusan yang buruk. Misalnya, sebuah bisnis mengambil keputusan untuk membeli mesin untuk memproduksi bebek plastik sebagai hiasan dinding, dan bisnis tersebut melihat pasar yang menguntungkan selama lima tahun. Satu tahun setelah pembelian mesin dan peluncuran produk, terlihat jelas bahwa permintaan terhadap bebek plastik hanya sedikit. Pada titik ini, kita tidak mungkin memutuskan untuk tidak ikut serta dalam proyek ini setahun sebelumnya, namun mungkin saja, dan mungkin diinginkan, untuk segera menghentikan produksi agar tidak membuang-buang uang.

Dalam praktiknya sebagian besar pemantauan keputusan keuangan dilakukan melalui sistem akuntansi, khususnya rutinitas pengendalian anggaran.

2.2 TUJUAN BISNIS

Apa yang ingin dicapai oleh dunia usaha, dan oleh karena itu, keputusan investasi dan pendanaan apa yang harus didorong, merupakan pertanyaan penting dalam keuangan dunia usaha. Ini juga merupakan pertanyaan yang menarik banyak diskusi seiring berkembangnya subjek. Sekarang kami akan meninjau beberapa saran yang lebih jelas dan populer dan mencoba menilai seberapa baik masing-masing saran tersebut dapat bertahan dalam pengawasan.

Maksimalisasi keuntungan

Laba di sini biasanya diartikan sebagai laba akuntansi, yang dibahas secara panjang lebar di Bab 3. Tujuan ini muncul dari kenyataan bahwa pemegang saham adalah pemilik bisnis dan, dengan demikian, pihak yang menjalankan kendali utama dan penerima manfaat dari laba akuntansi. keuntungan. Oleh karena itu, dikatakan bahwa pemegang saham akan

menyebabkan manajer mengambil kebijakan yang diharapkan menghasilkan keuntungan semaksimal mungkin. Analisa ini sampai batas tertentu dapat diterima, namun memaksimalkan keuntungan bisa jadi kurang optimal bagi pemegang saham. Peningkatan laba dapat dilakukan dengan memperluas skala operasi bisnis. Jika peningkatan tersebut hanya disebabkan oleh peningkatan pendanaan eksternal, hal ini mungkin berarti laba per saham akan menurun, sehingga membuat pemegang saham menjadi lebih terpuruk.

Mungkin sebagian besar bisnis terbuka untuk meningkatkan keuntungan mereka tanpa investasi tambahan jika mereka siap mengambil risiko tambahan. Misalnya, pemotongan biaya untuk mengendalikan kualitas hasil bisnis dapat meningkatkan keuntungan, setidaknya dalam jangka pendek. Dalam jangka panjang, menempatkan produk di bawah standar di pasar dapat mengakibatkan hilangnya penjualan dan keuntungan di masa depan. Jelasnya, meningkatkan profitabilitas melalui efisiensi yang lebih besar merupakan tujuan yang diinginkan dari sudut pandang pemegang saham. Namun, maksimalisasi keuntungan merupakan definisi yang terlalu luas mengenai apa yang mungkin bermanfaat bagi pemegang saham.

Maksimalisasi pengembalian modal yang digunakan

Tujuan ini mungkin merupakan peningkatan maksimalisasi keuntungan karena menghubungkan keuntungan dengan ukuran bisnis. Namun, seperti halnya maksimalisasi keuntungan, risiko dan stabilitas jangka panjang tidak diperhitungkan.

Bertahan hidup

Tidak diragukan lagi sebagian besar bisnis akan melihat kelangsungan hidup sebagai tujuan minimum yang harus dicapai. Investor kemungkinan besar tidak akan tertarik untuk menjadi pemegang saham dalam bisnis yang tidak memiliki ambisi jangka panjang selain sekadar bertahan hidup. Pada saat resesi ekonomi dan kesulitan lainnya, banyak perusahaan yang memandang kelangsungan hidup sebagai tujuan jangka pendek mereka, namun dalam jangka panjang mereka hampir pasti akan menetapkan tujuan yang lebih tinggi.

Stabilitas jangka panjang

Hal ini mirip dengan kelangsungan hidup dan juga tidak realistis karena kurangnya ambisi sebagai target jangka panjang.

Pertumbuhan

Pertumbuhan laba dan/atau aset tampaknya merupakan tujuan yang lebih realistis dan mencerminkan sikap manajer. Pertumbuhan menyiratkan bahwa keuntungan jangka pendek tidak akan dicapai dengan mengorbankan stabilitas atau kelangsungan hidup jangka panjang. Pertumbuhan bukanlah pernyataan tujuan yang cukup tepat. Hal ini karena pertumbuhan (seperti yang telah kita lihat) dapat dicapai hanya dengan menggalang dana baru. Diragukan apakah suatu perusahaan akan menyatakan tujuannya untuk menerbitkan saham baru sebanyak mungkin.

Memuaskan

Banyak orang menganggap tujuan yang hanya berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham adalah hal yang kuno dan tidak realistis pada awal milenium ketiga. Mereka melihat bisnis sebagai koalisi pelanggan, pemasok modal, pemasok keterampilan manajerial, pemasok tenaga kerja, dan pemasok barang dan jasa. Tidak ada satu pun peserta koalisi yang

dianggap lebih unggul dibandingkan peserta lain. Koalisi ini tidak dilihat sebagai sebuah entitas yang mandiri namun dilihat dalam konteks masyarakat yang lebih luas. Cyert dan March (1963) termasuk orang pertama yang membahas pendekatan ini.

Tujuannya, menurut argumen, harus mencerminkan koalisi ini sehingga dunia usaha harus berupaya memberikan imbalan yang memuaskan bagi semua peserta atas masukan yang mereka berikan, dibandingkan berupaya memaksimalkan imbalan kepada salah satu dari mereka. Hal ini dikenal sebagai satisficing (memuaskan), sebuah kata baru yang relatif baru ditemukan, yang menggabungkan pengertian 'memuaskan' dan 'memuaskan'.

Maksimalisasi kekayaan pemegang saham

Hal ini mungkin merupakan tujuan yang lebih kredibel dibandingkan tujuan yang hanya mementingkan return/pertumbuhan atau stabilitas/kelangsungan hidup, karena maksimalisasi kekayaan memperhitungkan keuntungan dan risiko secara bersamaan. Investor yang rasional akan menilai Bisnis A lebih tinggi dibandingkan Bisnis B jika imbal hasil yang diharapkan dari masing-masing bisnis sama, namun imbal hasil dari Bisnis B dianggap lebih berisiko (yaitu, kecil kemungkinan ekspektasi tersebut akan terpenuhi). Maksimalisasi kekayaan juga menyeimbangkan keuntungan jangka pendek dan jangka panjang dengan cara yang tidak bisa dilakukan oleh tujuan memaksimalkan keuntungan.

Tujuan maksimalisasi kekayaan harus menyebabkan manajer keuangan mengambil keputusan yang menyeimbangkan keuntungan dan risiko sedemikian rupa sehingga memaksimalkan manfaat, melalui dividen dan peningkatan harga saham, bagi pemegang saham.

Terlepas dari kredibilitasnya, maksimalisasi kekayaan tampaknya bertentangan dengan tujuan kepuasan yang mungkin lebih kredibel. Memaksimalkan kekayaan sepertinya menyiratkan bahwa kepentingan hanya satu anggota koalisi yang dikejar, mungkin dengan mengorbankan anggota lainnya. Sejauh implikasi ini dapat dibenarkan, kriteria maksimalisasi kekayaan pemegang saham memberikan dasar bagi keputusan keuangan yang kemudian harus diseimbangkan dengan keputusan yang diambil dari tujuan yang lebih ditujukan kepada anggota koalisi lainnya.

Namun, dapat dikatakan bahwa kepuasan dan maksimalisasi kekayaan pemegang saham tidak terlalu bertentangan seperti yang terlihat pada awalnya. Artinya, anggota koalisi lain yang menerima imbal hasil yang memuaskan mungkin bisa mendorong maksimalisasi kekayaan. Bayangkan salah satu anggota koalisi, kata para karyawan. Apa dampaknya terhadap harga saham dan prospek dividen jika karyawan tidak mendapat perlakuan yang memuaskan? Perlakuan yang tidak memuaskan kemungkinan besar akan menyebabkan tingginya tingkat pergantian staf, kurangnya komitmen staf, kemungkinan terjadinya pemogokan – singkatnya, masa depan bisnis yang tidak menguntungkan dan tidak pasti. Tentu saja hal ini tidak akan dipandang antusias oleh masyarakat investor. Hal ini pada gilirannya diperkirakan akan menyebabkan harga saham menjadi rendah. Sebaliknya, tenaga kerja yang puas kemungkinan besar akan dianggap baik oleh investor. Masuk akal untuk percaya bahwa kesimpulan serupa akan dicapai jika anggota koalisi lainnya juga mempertimbangkan hal yang sama.

Maksimalisasi kekayaan pemegang saham mungkin bukan merupakan ringkasan sempurna dari tujuan keuangan suatu bisnis pada umumnya. Namun, hal ini memberikan dasar kerja yang masuk akal untuk pengambilan keputusan keuangan. Yang benar adalah bahwa perusahaan tidak dapat terus-menerus mengambil keputusan yang mengurangi kekayaan pemegang sahamnya karena hal ini berarti bahwa nilai perusahaan akan terus berkurang. Setiap bisnis hanya mempunyai jumlah kekayaan yang terbatas, sehingga cepat atau lambat bisnis tersebut akan terpaksa gulung tikar akibat keputusan tersebut.

Jensen (2001) menegaskan bahwa tidak praktis mengharapkan manajer mengejar lebih dari satu tujuan. Hal ini disebabkan karena sulitnya mengetahui bagaimana mencapai keseimbangan antara kepentingan berbagai anggota koalisi yang membentuk bisnis tersebut. Jensen juga berpendapat bahwa upaya mengejar lebih dari satu tujuan membuat manajer tidak mungkin mengambil keputusan yang memiliki tujuan. Tanpa adanya cara untuk menilai keberhasilan mereka, manajer akan menjadi kurang akuntabel. Apa pun yang dikatakan mengenai pemaksimalan kekayaan pemegang saham sebagai tujuan bisnis, ada baiknya jika pencapaian manajemen relatif mudah dinilai, terutama bagi bisnis yang sahamnya diperdagangkan di pasar terbuka, di mana nilainya dapat diamati.

Bukti Tentang Tujuan :

Bukti survei

Beberapa penelitian telah dilakukan di Inggris, sebagian besar melibatkan pertanyaan kepada manajer senior bisnis besar melalui wawancara atau kuesioner pos. Namun tampaknya belum ada penelitian terbaru. Hasil dari salah satu penelitian (Pike dan Ooi, 1988) menunjukkan sejumlah tujuan, yang penting bagi bisnis, yang dicapai secara bersamaan. Hal tersebut adalah target laba, pertumbuhan pendapatan penjualan, pertumbuhan laba per saham (EPS) dan pertumbuhan kekayaan pemegang saham. Perlu dicatat bahwa keuntungan atau pendapatan didefinisikan dengan tepat sebagai peningkatan bersih kekayaan suatu bisnis sebagai hasil dari aktivitas komersialnya. Oleh karena itu, tujuan yang menekankan pada keuntungan atau EPS belum tentu bertentangan dengan tujuan yang menekankan pada pertumbuhan kekayaan pemegang saham. Hanya ketika keuntungan jangka panjang dikompromikan demi keuntungan jangka pendek, maka konflik akan muncul. Jadi ketika responden Pike dan Ooi mengidentifikasi profitabilitas jangka pendek sebagai sebuah tujuan, mereka mungkin tidak mengidentifikasinya dengan mengorbankan tujuan jangka panjang. Faktanya, pentingnya EPS dan pertumbuhan kekayaan pemegang saham oleh responden yang sama menekankan hal ini.

Bukti dari laporan tahunan

Perusahaan-perusahaan di Inggris diwajibkan secara hukum untuk melaporkan hasil akuntansi mereka dan informasi lain tentang perusahaan mereka dalam laporan tahunan. Banyak bisnis memanfaatkan kesempatan ini untuk memasukkan informasi seperti filosofi bisnis mereka dan garis besar tujuan mereka. Sebagian besar bisnis sangat tegas bahwa tujuan mereka adalah meningkatkan, atau bahkan memaksimalkan, kekayaan pemegang saham.

Dalam laporan tahunan tahun 2015, bisnis perbaikan rumah (B&Q, dll.) Kingfisher plc mengatakan: Tanggung jawab utama Dewan Direksi adalah mendorong keberhasilan jangka panjang Perusahaan dan memberikan nilai berkelanjutan bagi pemegang saham.

Tate dan Lyle plc, bisnis gula dan produk terkait, mengatakan dalam laporan tahunannya tahun 2015: Kami fokus pada sejumlah ukuran kinerja keuangan untuk memastikan bahwa strategi kami berhasil memberikan peningkatan nilai bagi pemegang saham.

Beberapa bisnis menghubungkan manfaat bagi pemegang saham dengan cara yang tampaknya mendukung poin yang dikemukakan di halaman 23 bahwa maksimalisasi nilai pemegang saham berkaitan dengan kepuasan. Penyiar British Sky Broadcasting Group plc menyatakan di situsnya: Kami ingin membangun bisnis yang tahan lama untuk jangka panjang. Memberikan manfaat bagi pelanggan, karyawan, dan masyarakat luas adalah cara kami menciptakan bisnis yang lebih bernilai bagi pemegang saham dan mempertahankan kesuksesan di masa depan.

Pengecer Marks and Spencer plc mengatakan dalam laporan tahunannya tahun 2015: Kami berkomitmen untuk memberikan nilai berkelanjutan bagi pemegang saham kami dan meningkatkan kehidupan setiap hari melalui makanan, pakaian, dan produk rumah tangga berkualitas tinggi yang kami tawarkan di toko kami dan secara online baik di Inggris maupun internasional.

Severn Trent plc, perusahaan air dan limbah, sehubungan dengan perubahan organisasi yang telah dilakukannya, mengatakan dalam laporan tahunannya pada tahun 2015: Perubahan-perubahan ini membangun fondasi yang kuat dan akan memungkinkan bisnis menjadi lebih efektif secara operasional, lebih kompetitif di pasar ritel yang tidak diatur, lebih fokus pada pelanggan, memberikan nilai lebih bagi pemegang saham dan memberikan layanan terbaik bagi pelanggan kami.

Operator pub J D Wetherspoon plc adalah contoh bisnis yang tidak menyebutkan apa pun dalam laporan tahunannya pada tahun 2015 tentang kekayaan pemegang saham sebagai tujuan utamanya. Namun, Wetherspoon, yang biasa terjadi pada sebagian besar bisnis, memberikan bonus yang sangat besar kepada direktur, berdasarkan tingkat keuntungan yang diperoleh pemegang saham – sebuah indikasi bahwa perhatian direktur jelas terfokus pada kesejahteraan pemegang saham. Banyak perusahaan, termasuk hampir semua perusahaan besar, memberikan ‘opsi saham’ kepada direktur dan manajer seniornya. Ini adalah pengaturan dimana saham yang ditawarkan pada harga pasar saat ini dapat diambil dan dibayar pada suatu waktu di masa depan. Artinya, para direktur dapat memperoleh keuntungan secara langsung, dan tanpa risiko, dari setiap kenaikan harga saham perusahaan. Jika harga saham naik, mereka akan menggunakan opsinya untuk membeli saham tersebut. Mereka bisa langsung menjualnya dengan harga lebih tinggi, jika mereka mau. Jika harganya tidak naik, maka direksi tidak wajib mengambil saham tersebut.

Kita mungkin dapat meringkas bukti yang diberikan dengan melihat apa yang dikatakan dan dilakukan oleh masing-masing bisnis, sebagai berikut. Banyak perusahaan yang menyatakan tujuannya untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham, meskipun tidak semua melakukan hal tersebut. Hampir semua bisnis besar di Inggris memberikan bonus yang cukup besar kepada direktur mereka. Bonus-bonus ini hampir selalu dikaitkan erat dengan keuntungan bagi pemegang saham. Selain itu, sebagian besar bisnis besar memberikan opsi saham yang besar kepada direktur. Dengan cara ini direksi mempunyai insentif yang kuat

untuk menguntungkan pemegang saham. Bonus dan manfaat opsi saham ini dapat dengan mudah melebihi gaji pokok banyak direktur. Jadi, meskipun beberapa perusahaan tidak menyatakan maksimalisasi kekayaan pemegang saham sebagai tujuan mereka, tindakan mereka, termasuk insentif yang diberikan kepada manajer senior, sangat menyiratkan bahwa kesejahteraan ekonomi pemegang saham merupakan isu utama.

2.3 KONFLIK KEPENTINGAN: PEMEGANG SAHAM VERSUS MANAJER – MASALAH 'AGENSI'

Masalah

Meskipun secara teori pemegang saham mengendalikan bisnis, dalam praktiknya para manajer menjalankannya sehari-hari. Ada pendapat bahwa beberapa perusahaan mungkin menerapkan kebijakan yang cenderung memaksimalkan kesejahteraan para manajernya, dan pada saat yang sama memberikan imbalan yang cukup kepada pemegang saham agar mereka tidak menjadi terlalu tidak puas dan menyebabkan ketidaknyamanan bagi para manajer, dibandingkan memaksimalkan pemegang saham. ' kekayaan. Cara-cara yang mungkin dilakukan para manajer untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka meliputi:

- Membayar gaji dan 'tunjangan' yang layak kepada diri mereka sendiri, namun tidak terlalu banyak untuk mengingatkan para pemegang saham, yang menurut undang-undang, gaji direktur harus diungkapkan;
- Menyediakan kerajaan yang lebih besar bagi mereka, melalui merger dan ekspansi internal, sehingga meningkatkan peluang mereka untuk mendapatkan promosi dan status sosial; dan
- Mengurangi risiko melalui diversifikasi, yang, seperti akan kita lihat di bab 7, mungkin tidak menguntungkan pemegang saham, namun mungkin meningkatkan keamanan manajer.

Kita melihat di Bab 1 bahwa Kode Tata Kelola Perusahaan Inggris berupaya menghindari perbedaan yang lebih besar antara kesejahteraan pemegang saham dan kesejahteraan direktur. Namun, tidak ada peraturan yang mampu menghilangkan masalah ini sepenuhnya.

Tidak ada alasan untuk percaya bahwa manajer hanya mempertimbangkan kepentingan mereka sendiri dan mengorbankan pemegang saham. Namun, ada kemungkinan bahwa sebagian, mungkin sebagian besar, manajer akan mempertimbangkan kesejahteraan mereka sendiri ketika mengambil keputusan mengenai bisnisnya. Hal ini tentunya dapat menyebabkan pengambilan keputusan yang kurang optimal dari sudut pandang pemegang saham. Sayangnya, biaya yang diperlukan untuk memantau keputusan manajer, melalui semacam audit manajemen, kemungkinan besar akan sangat besar, sehingga tidak masuk akal untuk melakukan upaya pemantauan tersebut.

Biaya yang ditanggung pemegang saham karena manajer mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan terbaik pemegang saham, dan/atau biaya pemegang saham yang memantau manajer, dikenal sebagai biaya keagenan. Hal ini karena manajer bertindak sebagai agen pemegang saham dalam pengelolaan aset bisnis. Biaya keagenan merupakan faktor yang muncul di beberapa bidang keuangan bisnis. Tentu saja, bonus yang terkait dengan imbal hasil pemegang saham dan opsi saham direktur, yang telah kita bahas di halaman 25, merupakan contoh biaya keagenan yang dikeluarkan untuk mendorong manajer

menjalankan bisnis dengan cara yang meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Kita akan melihat area lain di mana hak pilihan merupakan masalah potensial, dalam berbagai konteks, di bagian selanjutnya dalam buku ini.

Namun, terdapat sanksi yang tegas terhadap manajer yang terus-menerus mengambil keputusan di bawah optimal. Ini adalah kemungkinan pengambilalihan. Sebuah bisnis yang harga sahamnya mencerminkan kurangnya pemanfaatan aset kemungkinan besar akan menjadi target utama pengambilalihan, yang mungkin akan menyebabkan para manajer yang nakal kehilangan pekerjaan. Harga saham yang tinggi membuat bisnis tidak menarik sebagai target pengambilalihan, sehingga para manajer mempunyai kepentingan dalam mempromosikan daya apung, jika bukan maksimalisasi, harga saham. Kita akan melihat pengambilalihan di Bab 14. Namun, adanya sanksi pengambilalihan mungkin tidak cukup untuk membuat manajemen tidak mementingkan diri sendiri dalam menjalankan urusan bisnisnya.

Jangka pendek

Salah satu area di mana sanksi pengambilalihan mungkin tidak efektif adalah ketika para manajer mengambil pandangan yang terlalu berjangka pendek. Hal ini mungkin, misalnya, menyebabkan para manajer mengurangi penelitian dan pengembangan, sehingga mengurangi biaya dan meningkatkan keuntungan, dalam jangka pendek, dengan mengorbankan kemakmuran jangka panjang bisnis mereka. Meskipun kepentingan terbaik pemegang saham dapat dipenuhi dengan penekanan pada profitabilitas jangka panjang, kepentingan terbaik manajer dapat dipenuhi dengan apa yang disebut jangka pendek. Manajer mungkin melihat karier mereka hanya bertahan dua atau tiga tahun di bisnis tertentu sebelum mereka beralih ke pekerjaan lain (Kay, 2012). Oleh karena itu, reputasi mereka mungkin bergantung pada apa yang terjadi ketika mereka masih menjalankan bisnis tertentu, bukan pada dampak akhir dari tindakan mereka. Mungkin yang lebih penting, remunerasi manajemen mungkin didasarkan pada aliran keuntungan langsung. Kedua faktor ini dapat mendorong kecenderungan untuk berkonsentrasi pada jangka pendek. Faktor lain yang mungkin mendorong manajerial bersikap jangka pendek adalah ketika manajer merasa bahwa investor hanya tertarik pada jangka pendek. Jika persepsi tersebut benar, berarti bisnis yang manajemennya gagal mengambil keputusan yang dapat meningkatkan keuntungan jangka pendek akan mengalami penurunan harga saham. Ringkasnya, manajer mungkin mempromosikan keuntungan jangka pendek karena salah satu atau kedua alasan berikut:

1. Seperti yang telah kita lihat, sudah lazim jika remunerasi manajer dikaitkan dengan harga saham perusahaan: semakin tinggi harga saham, semakin besar bonusnya.
2. Harga saham yang lemah mungkin mendorong pengambilalihan bisnis.

Ada juga alasan bagus bagi kami untuk percaya bahwa investor mungkin bersifat jangka pendek. Seperti yang kita lihat pada Tabel 1.1, dua pertiga saham yang dicatatkan oleh LSE dan dimiliki oleh investor yang berbasis di Inggris dimiliki oleh lembaga investasi (perusahaan asuransi, dll.). Lembaga-lembaga ini mempekerjakan orang untuk mengelola investasi LSE mereka. Orang-orang ini, seperti halnya para manajer di bisnis tempat mereka berinvestasi, mungkin berharap untuk bekerja di institusi tertentu hanya untuk jangka waktu singkat. Selain

itu, mereka kemungkinan besar akan diberi imbalan sebagian berdasarkan hasil investasi yang mereka hasilkan.

Demirag (1998) menemukan bukti bahwa manajer bisnis percaya bahwa investor bersifat jangka pendek. Hal ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh peneliti yang sama. Ada semakin banyak bukti yang menunjukkan bahwa manajer bertindak dengan cara yang dapat ditafsirkan sebagai tindakan jangka pendek. Dobbs (2009) menemukan kecenderungan bagi manajer untuk menilai kemungkinan investasi pada proyek baru sedemikian rupa agar lebih menyukai proyek yang mampu menghasilkan keuntungan jangka pendek. Haldane dan Davies (2011) mengutip bukti bahwa sebagian besar manajer di 350 perusahaan terbesar yang terdaftar di Bursa Efek London menyukai investasi yang memberikan imbal hasil yang relatif rendah, namun cepat, dibandingkan dengan imbal hasil yang lebih tinggi, yang datang kemudian.

Penelitian sebelumnya, misalnya Marston dan Craven (1998) dan Dent (2010), tidak menemukan bukti kuat bahwa investor bersifat jangka pendek. Namun, bukti yang lebih baru, seperti Haldane dan Davies (2011) dan Kay (2012), menyimpulkan bahwa terdapat bukti yang jelas mengenai jangka pendek. Hal ini didukung oleh Sullivan (2012), yang mengutip bukti bahwa rata-rata periode kepemilikan saham tertentu oleh investor institusi hanya sepuluh bulan, yang jelas menunjukkan sikap jangka pendek. Berdasarkan temuan ini, nampaknya para manajer di dunia usaha cenderung memilih investasi jangka pendek, dengan keyakinan bahwa inilah yang diinginkan pemegang saham. Kay (2012) mengidentifikasi contoh-contoh keputusan bisnis buruk yang mungkin disebabkan oleh pendekatan jangka pendek.

Mungkin yang mengejutkan, ekuitas swasta, yang telah kita bahas di Bab 1, secara umum mewakili bidang yang cenderung tidak bersifat jangka pendek. Persepsi populer di kalangan investor ekuitas swasta tampaknya adalah penghapus aset jangka pendek, namun bukti-bukti yang ada, beberapa di antaranya dikutip di Bab 1, membantah keras kesan ini. Investor ekuitas swasta umumnya berada di sana untuk jangka panjang dan peduli dengan membangun bisnis dan profitabilitas jangka panjang.

Mauboussin dan Callahan (2015) secara serius mempertanyakan premis yang tampaknya diterima secara luas bahwa jangka pendek adalah fakta kehidupan ekonomi. Mereka menyatakan bahwa 'bukti' untuk jangka pendek cenderung didasarkan pada survei terhadap sikap dan opini investor dan manajer. Mauboussin dan Callahan berpendapat bahwa, jika Anda melihat perilaku pasar saham, tidak ada bukti adanya jangka pendek. Nilai-nilai yang cenderung diberikan oleh pasar saham pada bisnis jelas menunjukkan bahwa nilai-nilai tersebut berkaitan dengan keuntungan jangka panjang. Mereka mengutip contoh Amazon, pengecer online, yang dinilai oleh investor lebih dari US$300 miliar, meskipun faktanya sejauh ini perusahaan tersebut hampir tidak menghasilkan keuntungan atau membayar dividen. Mereka berpendapat bahwa penilaian pasar saham cenderung menyangkal gagasan jangka pendek.

Untuk sisa buku ini kita akan berasumsi bahwa maksimalisasi kekayaan pemegang saham adalah tujuan finansial utama bisnis. Namun, kita harus selalu ingat bahwa, pada kenyataannya, keputusan yang diambil berdasarkan tujuan ini mungkin bertentangan dengan

tujuan non-keuangan bisnis dan tujuan pribadi para manajer. Jika hal ini terjadi, keputusan akhir mungkin merupakan kompromi.

2.4 PEMBIAYAAN, INVESTASI DAN PEMISAHAN

Jika kita menerima bahwa dunia usaha harus berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham dalam pengambilan keputusan keuangannya, kini kita dapat mengalihkan perhatian kita pada bagaimana, setidaknya secara teori, para manajer harus melakukan pendekatan terhadap pengambilan keputusan mereka untuk mencapai tujuan ini. Mari kita lakukan ini dengan mempertimbangkan sebuah contoh.

Proyek X

Contoh 2.2

Proyek X – untuk berinvestasi atau membelanjakan

Industries Ltd adalah bisnis yang dimiliki oleh sejumlah pemegang saham yang berpikiran independen. Tiga diantaranya, Eager, Patient dan Steady, masing-masing memiliki 20.000 dari total 200.000 saham biasa perusahaan tersebut. Saat ini, Industries Ltd hanya memiliki satu aset, yaitu Rp.1.500.000.000 tunai. Manajemen ragu-ragu apakah akan membayar uang tunai ini kepada pemegang saham sebagai dividen, yang akan berjumlah Rp.80.000.000 (sepersepuluh dari Rp.1.500.000.000) untuk masing-masing trio di atas, atau untuk menginvestasikannya dalam Proyek X. Proyek investasi ini memerlukan investasi tunai awal sebesar Rp.1.500.000.000, dibayarkan sekarang, dan akan menghasilkan penerimaan tunai sebesar Rp.1.200.000.000 dalam waktu satu tahun. Ini kemudian akan berakhir. Jika proyek ini dilaksanakan, seluruh hasil tunai akan dibayarkan sebagai dividen tahun depan (masing-masing Rp.197.000.000 untuk Eager, Patient, dan Steady). Untuk saat ini, mari kita asumsikan bahwa tidak ada proyek investasi alternatif yang tersedia bagi bisnis tersebut, atau kepemilikan saham di bisnis lain yang tersedia bagi investor, dan juga tidak mungkin untuk meminjam atau meminjamkan uang.

Mencurigai adanya perbedaan pendapat di antara para pemegang saham mengenai Proyek X, manajemen memutuskan untuk mengadakan rapat pemegang saham untuk membahas pendapat. Dalam pertemuan tersebut terdapat tiga komentar berikut:

- Eager mengatakan bahwa menurutnya Industries Ltd sebaiknya tidak melakukan investasi tersebut namun harus segera membayar dividennya karena, meskipun ia belum tentu ingin membelanjakan uangnya sekarang, akan lebih mudah jika dana tersebut tersedia jika diperlukan. Dia tidak menganggap bahwa tambahan dividen Rp.30.000.000 akan mengkompensasi penundaannya.
- Pasien mengatakan bahwa dia lebih memilih Proyek X dilaksanakan karena dia tidak akan membelanjakan dividennya sebelum tahun depan dan lebih memilih memiliki Rp.197.000.000 daripada Rp.1.000.000.000 ketika dia datang untuk membelanjakannya.
- Steady mengatakan bahwa dia akan mendukung Proyek X namun, karena dia membutuhkan uang tunai dalam waktu enam bulan untuk membayar beberapa pekerjaan di rumahnya, dia dengan enggan harus memilih dividen langsung.

Pandangan beragam serupa juga diungkapkan oleh pemegang saham bisnis lainnya. Jelas, manajemen punya masalah. Jika mereka mencoba untuk memaksimalkan kekayaan

pemegang saham maka mungkin keputusan untuk melaksanakan Proyek X adalah keputusan yang tepat. Hal ini tidak dapat diterima oleh setidaknya dua pemegang saham: Eager lebih memilih memiliki uangnya sekarang dan Steady harus memilikinya paling lambat dalam enam bulan. Jelasnya, Rp.197.000.000 lebih merupakan kekayaan daripada Rp.180.000.000, namun jika tidak tersedia untuk dibelanjakan saat diinginkan atau dibutuhkan, Rp.180.000.000 mungkin lebih disukai. Tampaknya mustahil untuk memaksimalkan kepuasan yang diperoleh masing-masing pemegang saham dari bisnis: memuaskan sebagian pemegang saham tidak akan memuaskan sebagian lainnya karena waktu pengeluaran penting bagi setiap orang, namun tidak bagi setiap orang dengan cara yang sama.

Meminjam dan meminjamkan

Jika kita menambahkan realisme ke dalam contoh ini dengan berasumsi bahwa baik Industries Ltd maupun pemegang sahamnya dapat meminjam dan meminjamkan uang, maka dilema manajemen akan hilang. Untuk mengilustrasikannya, mari kita asumsikan tingkat bunga adalah 10 persen per tahun. dan melihat bagaimana penerapan pinjam meminjam mempengaruhi posisi ketiganya jika Proyek X dilaksanakan.

- Eager, yang menginginkan uangnya sekarang, dapat meminjam dari bank dengan jumlah yang, beserta bunganya, akan bertambah hingga Rp.197.000.000 pada tahun depan. Pinjaman tersebut kemudian dapat dilunasi dengan menggunakan uang tunai dari dividen yang akan diterima dalam waktu satu tahun. Jumlah yang dipinjam adalah Rp.100.900.000, yaitu Rp.197.000.000 * 100/(100 + 10) [cek: Rp.100.900.000 + (10% * Rp.100.900.000) = Rp.197.000.000]. Dengan cara ini, dia bisa segera mendapatkan Rp.14.000.000 lebih banyak untuk dibelanjakan dibandingkan jika Proyek X ditolak oleh bisnis tersebut. Tentu saja, dia masih berhutang pada bank sebesar Rp.197.000.000 pada akhir tahun, namun dia akan menggunakan dividennya untuk membayarnya.
- Pasien, yang lebih memilih menunggu satu tahun, akan menerima dan membelanjakan Rp.197.000.000 miliknya dalam waktu satu tahun. Jika Proyek X ditolak, hal terbaik yang bisa dia lakukan adalah meminjamkan dividen Rp.100.000.000 kepada bank, yang, dengan bunga 10 persen, akan tumbuh menjadi Rp.110.000.000 sepanjang tahun.
- Steady, yang membutuhkan uangnya dalam waktu enam bulan, pada saat itu dapat meminjam sejumlah uang yang akan bertambah dengan bunga hingga Rp.197.000.000 pada akhir tahun. Karena dia tidak membutuhkan uang selama enam bulan pertama, dia hanya perlu meminjam untuk paruh kedua tahun ini. Jumlah yang dipinjam adalah Rp.111.000.000 [yaitu, Rp.197.000.000 * 100/(100 + 5)]. Jika Proyek X ditolak oleh bisnis dan Steady meminjamkannyaRp.100.000.000 ke bank selama enam bulan, jumlah itu akan tumbuh menjadi hanya Rp.105.000.000[yaitu, Rp.100.000.000 + Rp.100.000.000 * 1 * 10%)].

Tampak jelas bahwa ketiga investor tersebut akan memiliki lebih banyak dana untuk dibelanjakan jika Proyek X dilaksanakan dibandingkan jika tidak dilaksanakan, terlepas dari kapan mereka ingin membelanjakannya. Hal ini juga berlaku untuk setiap pemegang saham bisnis lainnya. Para pemegang saham akan sepakat bahwa Proyek X harus dilanjutkan.

Proyek Y

Sekarang mari kita misalkan Proyek X tidak tersedia, namun pilihannya adalah membayar dividen sekarang atau melaksanakan Proyek Y. Proyek ini juga memerlukan investasi tunai segera sebesar Rp.100.000.000, namun hanya akan menghasilkan Rp.109.000.000 tahun depan ketika proyek tersebut selesai. akan berhenti. Mari kita pertimbangkan bagaimana penerimaan Proyek Y akan mempengaruhi Eager, yang menginginkan uangnya sekarang.

Sekali lagi dia bisa meminjam untuk membayar dividen tahun depan Rp.109.000.000); jumlah yang dapat dia pinjam adalah Rp.90.000.000 [yaitu, Rp.109.000.000 * 100/(100 + 10)]. Di sisi lain, jika Proyek Y ditolak, dia harus mengeluarkan Rp.100.000.000. Jelas dia lebih memilih penolakan terhadap proyek tersebut. Kita dapat dengan mudah mengilustrasikannya, dengan menggunakan logika yang sama seperti yang kita terapkan pada Proyek X, bahwa Patient dan Steady akan setuju dengannya, begitu pula semua pemegang saham lainnya. Proyek X dan Proyek Y menunjukkan hal yang jelas benar: ketika perusahaan menjalankan proyek yang tingkat pengembaliannya lebih besar daripada tingkat bunga yang dapat dipinjam atau dipinjamkan oleh pemegang saham, maka kekayaan mereka akan meningkat. Proyek yang menghasilkan tingkat bunga lebih rendah dari tingkat bunga pemegang saham akan berdampak pada berkurangnya kekayaan pemegang saham. Proyek X menghasilkan keuntungan sebesar 20 persen per tahun, yaitu (Rp.197.000.000- Rp.100.000.000)/Rp.100.000.000, Proyek Y menghasilkan keuntungan sebesar 9 persen; tingkat bunganya adalah 10 persen. Jelas bahwa proyek yang menghasilkan 10 persen tidak akan mengubah kekayaan pemegang saham.

Biaya peluang keuangan

Suku bunga pinjaman/pinjaman mewakili biaya peluang bagi pemegang saham untuk melakukan investasi pada proyek. Adanya fasilitas pinjam meminjam berarti bahwa mereka yang mempunyai uang tunai namun tidak mau mengeluarkan uang mempunyai kesempatan untuk memberikan pinjaman dengan tingkat bunga sebagai alternatif investasi. Oleh karena itu, setiap investasi dalam proyek harus bersaing dengan peluang tersebut dan, agar diinginkan, menghasilkan keuntungan yang melebihi tingkat bunga.

Meminjam oleh bisnis

Misalkan manajemen Industries Ltd memutuskan untuk menjalankan Proyek X, namun karena alasan tertentu, manajemen juga memutuskan untuk segera membayar dividen sebesar Rp.822.000.000, yang merupakan kekurangan uang tunai yang diperlukan untuk investasi dengan meminjam sebesar 10 persen. hal.a. selama durasi proyek. Ini berarti bahwa Rp.822.000.000 yang dipinjam dengan bunga, total Rp.830.000.000, harus dibayar kembali dari Rp.1.973.015 hasil investasi, menyisakan Rp.1.068.000 dari Rp.1.973.015hasil Proyek X yang harus dibayarkan sebagai dividen tahun depan.

Bagi Eager, ini berarti dividen sebesar Rp.82.162.000 sekarang dan dividen lainnya sebesar Rp.89.000.000 tahun depan. Apa dampaknya terhadap kekayaannya saat ini? Dia dapat meminjam jumlah yang, dengan bunga, akan bertambah hingga Rp.89.000.000; ini akan menjadi Rp.82.246.000 [yaitu, Rp.89.000.000 * 100/(100 + 10)], yang bersama dengan dividen Rp.82.246.000 akan memberinya Rp.164.492.000 peningkatan kekayaan sebesar . Perhatikan

bahwa hal ini sama dengan peningkatan kekayaannya saat ini yang kami temukan ketika kami menilai Proyek X dengan asumsi bahwa proyek tersebut dibiayai sepenuhnya oleh pemegang saham. Tidak mengherankan, dapat ditunjukkan bahwa hal ini juga berlaku untuk pemegang saham lainnya, tidak peduli berapa pun proporsi Rp.1.644.962.447 yang dipinjam oleh bisnis tersebut. Proyek X akan tetap menarik.

Oleh karena itu, tidak menjadi masalah dari mana uang tersebut berasal: jika investasi tersebut dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham melalui suatu skema pembiayaan, maka investasi tersebut akan meningkatkan kekayaan pemegang saham dengan jumlah yang sama melalui skema lainnya.

Implikasi teoretis dari Proyek X dan Y

Contoh kami menggambarkan tiga proposisi penting keuangan bisnis:

1. Dunia usaha harus berinvestasi pada proyek yang membuat mereka lebih kaya. Dengan melakukan hal ini kekayaan pemegang saham akan meningkat. Dengan berinvestasi pada sebanyak mungkin proyek yang tersedia, bisnis akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham.
2. Preferensi konsumsi/investasi pribadi dari masing-masing pemegang saham tidak relevan dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan. Terlepas dari kapan dan berapa banyak orang ingin membelanjakan uangnya, akan ada lebih banyak uang yang tersedia bagi mereka (kekayaan mereka akan dimaksimalkan) asalkan kebijakan investasi yang diuraikan dalam Proposisi 1 (di atas) dipatuhi. Hal ini karena pemegang saham individu dapat menggunakan pinjaman atau pinjaman untuk menyesuaikan dividen dari bisnis agar sesuai dengan selera pribadi mereka. Dengan kata lain, pola dividen tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham.
3. Metode pendanaan tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Asalkan kebijakan investasi yang diuraikan dalam Proposisi 1 (di atas) diikuti, tidak menjadi masalah apakah investasi tersebut dibiayai oleh pemegang saham atau melalui pinjaman.

Poin-poin ini dapat diringkas sebagai teorema pemisahan, yang mengatakan bahwa keputusan investasi dan keputusan pendanaan harus dibuat secara independen satu sama lain. Gagasan ini pertama kali diidentifikasi oleh Irving Fisher pada tahun 1930an dan secara resmi dikemukakan oleh Hirshleifer (1958).

Proposisi-proposisi ini mungkin tampak seperti gambaran sekilas tentang hal-hal yang sudah jelas, namun ketika pertama kali dikemukakan secara formal, proposisi-proposisi ini mendapat banyak skeptisisme, bukan sepenuhnya karena tidak adanya realitas dari beberapa asumsi yang telah kita buat. Sebagian besar skeptisisme disebabkan oleh kenyataan bahwa proposisi tersebut bertentangan dengan pandangan luas mengenai aspek keuangan bisnis.

Asumsinya

Pertimbangan kami terhadap Proyek X dan Y, dan teorema pemisahan secara umum, didasarkan pada empat asumsi utama:

1. Investasi hanya bertahan selama satu tahun.
2. Pengembalian investasi diketahui dengan pasti: misalnya, tidak ada keraguan bahwa jika Proyek X dilaksanakan,Rp.1.975.000.000 akan mengalir pada tahun depan.
3. Semua individu lebih memilih kekayaan yang lebih banyak daripada yang lebih sedikit.

4. Suku bunga pinjaman dan pinjaman sama antara satu sama lain dan antara individu dan perusahaan.

Tentu saja, beberapa asumsi di atas tidak realistis, khususnya dua asumsi pertama. Apakah hal ini secara serius melemahkan teorema pemisahan dan implikasinya mungkin tidak mungkin untuk dinilai secara langsung. Sekalipun teorema tersebut tidak benar dalam praktiknya, teorema ini memberikan beberapa wawasan tentang hubungan antara pemegang saham dan manajer dalam konteks investasi pada aset produktif, serta bagaimana investasi tersebut dapat dibiayai. Teorema ini tentunya memberikan landasan bagi beberapa teori keuangan utama yang akan kita temui nanti dalam buku ini.

2.5 KEUANGAN PERILAKU

Meskipun teori keuangan bisnis cenderung didasarkan pada premis bahwa manusia selalu bertindak dengan cara yang sepenuhnya rasional dan tidak emosional, terdapat beberapa bukti bahwa hal ini tidak selalu terjadi. Ada peningkatan penerimaan bahwa manusia sering bertindak dengan cara yang mencerminkan kesalahan penilaian dan emosi manusia. Hal ini tidak berarti bahwa sebagian besar, atau bahkan banyak, keputusan yang diambil kurang logis. Namun, hal ini berarti bahwa kita perlu mengingat bahwa beberapa keputusan sebagian mencerminkan emosi manusia, bukan sekadar logika dingin. Kita akan mengeksplorasi topik ini, yang dikenal sebagai keuangan perilaku, di Bab 9.

2.6 TEORI DAN PRAKTEK

Kita telah membahas apa itu keuangan bisnis dan keputusan keuangan apa yang ingin dicapai. Kami juga telah mempertimbangkan beberapa proposisi teoritis tentang bagaimana kita harus membuat keputusan pendanaan dan investasi. Dalam sisa buku ini kita akan menelusuri bagaimana keputusan-keputusan tersebut seharusnya dibuat secara teori dan bagaimana keputusan-keputusan tersebut dibuat dalam praktik. Kami juga akan mencoba merekonsiliasi perbedaan antara teori dan praktik di mana hal tersebut terjadi.

Ringkasan

Pengambilan keputusan keuangan memiliki enam langkah

1. Tentukan tujuan.
2. Identifikasi kemungkinan tindakan.
3. Kumpulkan data yang relevan dengan keputusan.
4. Menilai data dan mengambil keputusan.
5. Melaksanakan keputusan.
6. Pantau dampak keputusan.

Tujuan bisnis

- Bisnis mungkin memiliki berbagai tujuan – misalnya, memaksimalkan keuntungan.
- Memaksimalkan kekayaan pemegang saham secara umum diterima sebagai tujuan utama karena mempertimbangkan keuntungan dan risiko serta memberikan ukuran praktis.

Masalah agensi

- Konflik kepentingan antara pemegang saham dan direktur.
- Dapat menimbulkan biaya bagi pemegang saham.

- Muncul dalam berbagai konteks dalam keuangan bisnis.

Pembiayaan, investasi dan pemisahan

- Jika terdapat peluang untuk meminjam dan meminjamkan uang, keputusan investasi dan pendanaan dapat dipisahkan.
- Dunia usaha harus berinvestasi pada semua peluang yang memiliki tingkat pengembalian lebih tinggi daripada tingkat pinjaman/pinjaman untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.
- Preferensi pribadi masing-masing pemegang saham tidak relevan bagi direktur karena pemegang saham dapat memaksimalkan preferensi mereka sendiri.
- Metode pendanaan tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham.
- Pernyataan ini didasarkan pada penyederhanaan asumsi.

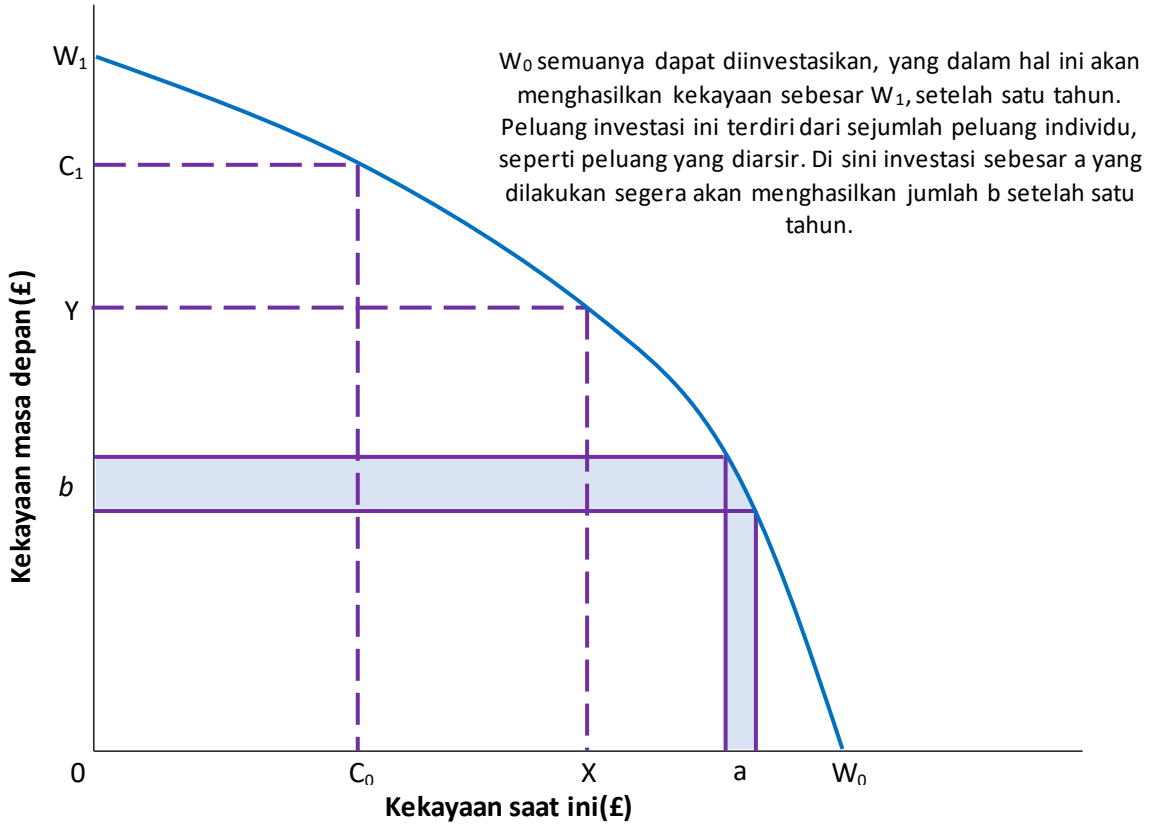
Subyek tujuan perusahaan telah dibahas secara luas dalam literatur. Cyert dan March (1963), yang menjadi referensi dalam bab ini, membahasnya secara panjang lebar. Sebagian besar teks keuangan menyediakan ruang untuk hal ini, seperti halnya sebagian besar teks ekonomi bisnis. Artikel oleh Pike dan Ooi (1988) yang menjadi rujukan dalam bab ini layak untuk dibaca, begitu pula artikel asli oleh Hirshleifer (1958), yang juga dirujuk dalam bab ini dan ditinjau dalam lampiran. Lumby dan Jones (2015) menjelaskan secara gamblang teorema pemisahan dan turunan formalnya. Perlakuan yang lebih luas terhadap biaya relevan disajikan dalam Atrill dan McLaney (2015, Bab 2).

2.7 DERIVASI FORMAL DARI TEOREMA PEMISAHAN

Sifat investasi

Investasi pada hakikatnya adalah mengeluarkan uang tunai untuk menimbulkan penerimaan kas. Biasanya, sebagian besar atau seluruh pengeluaran terjadi sebelum arus masuk. Dengan demikian, investasi mempunyai dimensi waktu. Sekarang mari kita perhatikan posisi seorang investor yang mempunyai sejumlah kekayaan yang dapat dibelanjakan (dikonsumsi) atau diinvestasikan dalam aset produktif (pabrik, mesin, persediaan perdagangan (saham) dan sebagainya). Pada tahap ini, mari kita batasi diri kita dengan hanya mempertimbangkan jangka waktu investasi dalam satu periode (katakanlah satu tahun). Dengan demikian individu dapat menginvestasikan sebagian atau seluruh kekayaannya saat ini selama satu tahun dan mengkonsumsi hasil investasi tersebut pada tahun berikutnya, atau mengkonsumsi semuanya sekaligus.

Pada Gambar 2.1, 0W0 mewakili jumlah total kekayaan yang tersedia untuk konsumsi dan/atau investasi saat ini oleh seorang individu. Garis lengkung W0W1 mewakili investasi yang tersedia bagi investor kami. Seluruh kekayaan saat ini (0W0) dapat diinvestasikan, sehingga menghasilkan 0W1 setelah satu tahun, atau seluruh kekayaan saat ini (0W0) dapat dikonsumsi, tanpa menyisakan kekayaan pada akhir tahun. Kemungkinan ketiga (dan mungkin yang lebih mungkin) adalah bahwa investor mungkin memilih untuk mengkonsumsi sebagian dari kekayaannya saat ini dan menginvestasikan sebagiannya – lagipula, terdapat kebutuhan untuk makan, baik saat ini maupun tahun depan. Jika investor kita memutuskan untuk menginvestasikan C0W0 dari kekayaan saat ini (dan mengonsumsi 0C0), investasi ini akan menghasilkan 0C1 pada akhir tahun.



Gambar 2.1 Peluang investasi produktif yang tersedia bagi individu yang kekayaannya berjumlah W0

Perhatikan, secara kebetulan, bahwa peluang investasi menjadi semakin tidak menarik seiring dengan meningkatnya jumlah yang diinvestasikan oleh individu, yaitu, garis W0W1 menjadi semakin curam seiring dengan kenaikan – yang berarti bahwa jumlah kekayaan saat ini yang semakin meningkat perlu diinvestasikan untuk menghasilkan pendapatan. tambahan £1 kekayaan setelah satu tahun. Investasi XW0 akan menghasilkan kekayaan sebesar 0Y setelah satu tahun, namun investasi berukuran serupa C0X akan meningkatkan kekayaan tahun depan hanya sebesar YC1.

Garis W0W1 tidak mewakili satu peluang investasi tetapi sejumlah besar peluang – sebenarnya semua peluang yang tersedia bagi investor pada saat itu. Ruang yang diarsir antara dua rangkaian garis paralel tak terputus pada Gambar 2.1 hanya mewakili satu dari sejumlah besar investasi hipotetis yang tersedia. Yang satu ini melibatkan investasi saat ini (pengurangan konsumsi saat ini) sebesar £a, yang akan menghasilkan (peningkatan konsumsi masa depan sebesar) £b dalam waktu satu tahun. Karena garis W0W1 mendatar ke arah horizontal dari kanan ke kiri, prospek investasi yang lebih baik (pengembalian yang lebih besar per £1 yang diinvestasikan) terletak di sebelah kanan, dan semakin buruk di sebelah kiri. Peluang investasi yang paling dekat dengan W0 adalah yang terbaik; peluang berkurang dalam keinginan ketika kurva bergerak dari kanan ke kiri. Hal ini mencerminkan kenyataan bahwa investor, khususnya yang berinvestasi pada aset riil, mendapati bahwa semakin banyak investasi yang mereka lakukan, maka imbal hasil dari setiap investasi berikutnya akan semakin

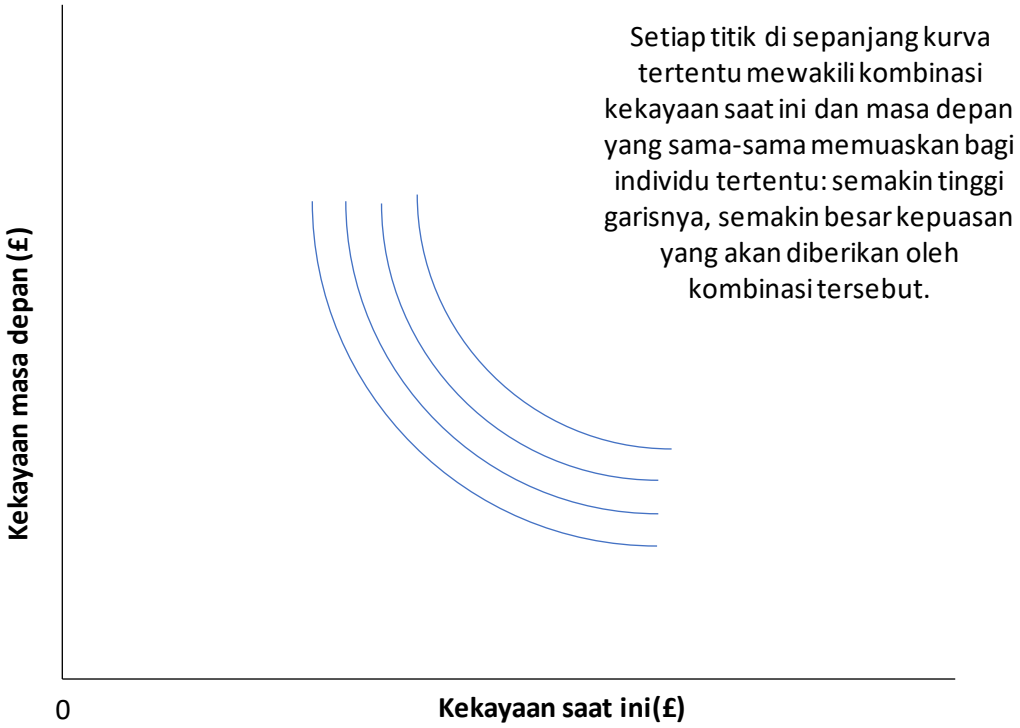
berkurang. Hal ini karena mereka cenderung melakukan investasi yang paling menguntungkan terlebih dahulu dan meninggalkan investasi yang kurang diminati.

Investasi dan utilitas

Investor yang kekayaan dan peluang investasinya ditunjukkan pada Gambar 2.1 ingin mengetahui berapa banyak yang harus diinvestasikan, namun mungkin tidak ingin menginvestasikan seluruh kekayaannya karena tidak ada lagi yang dapat digunakan untuk membeli makanan, tempat tinggal, atau kemewahan apa pun. yang mungkin diinginkan. Di sisi lain, akan menjadi orang yang tidak biasa jika memutuskan untuk menghabiskan semua uangnya sekarang dan menghadapi kelaparan tahun depan. Berapa banyak yang akan diinvestasikan dan berapa banyak yang akan dibelanjakan, yang jelas merupakan pertanyaan selera pribadi, dapat direpresentasikan oleh kurva utilitas yang ditunjukkan pada Gambar 2.2. Kurva-kurva ini menggambarkan sikap individu terhadap trade-off antara konsumsi sekarang dan konsumsi setelah satu tahun.

Setiap titik pada kurva tertentu mewakili kombinasi konsumsi saat ini dan masa depan yang akan memberikan jumlah kepuasan atau utilitas yang sama: semakin tinggi kurva, semakin besar kepuasannya. (Pembaca yang belum terbiasa dengan pengertian utilitas dan kurva utilitas sebaiknya merujuk ke halaman 194.)

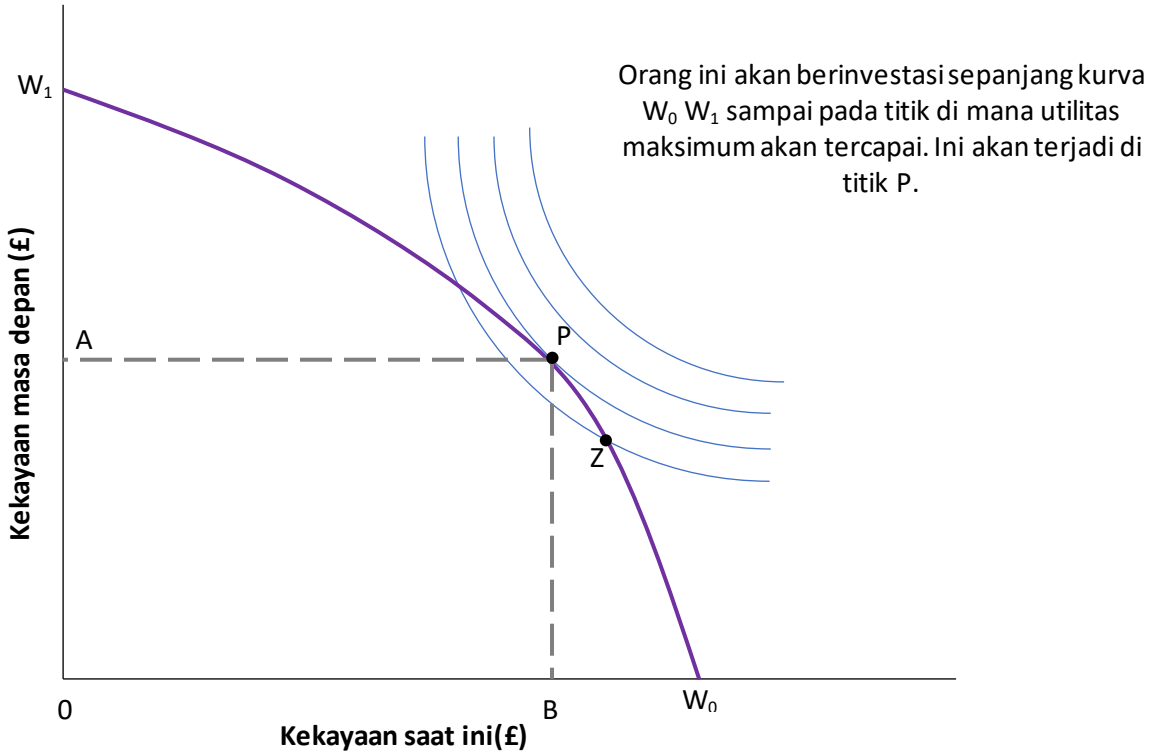
Kurva pada Gambar 2.2 menunjukkan bahwa investor sangat enggan untuk sepenuhnya meninggalkan konsumsi, baik sekarang maupun tahun depan. Fakta bahwa kurva bergerak ke arah vertikal di kiri atas dan ke arah horizontal di kanan bawah menunjukkan hal ini. Misalnya, pada tingkat konsumsi saat ini yang lebih rendah (yaitu, penurunan kekayaan saat ini, yang kurvanya paling curam), penurunan konsumsi lebih lanjut hanya akan dilakukan jika terjadi peningkatan besar pada konsumsi di masa depan. Kecenderungan ini meningkat seiring dengan berkurangnya tingkat konsumsi saat ini, hingga kita mencapai suatu titik di mana tidak ada jumlah konsumsi di masa depan yang dapat membenarkan pengurangan lebih lanjut konsumsi saat ini. Hal sebaliknya berlaku pada tingkat konsumsi masa depan yang rendah. Kurva yang digambarkan pada Gambar 2.2 tentu saja mewakili preferensi konsumsi individu saat ini/di masa depan. Orang lain mungkin mempunyai sikap yang berbeda. Namun, kecil kemungkinannya bahwa sikap mereka akan berbeda secara mendasar karena mereka juga perlu makan, baik saat ini maupun tahun depan. Oleh karena itu, kurva utilitas konsumsi/investasi dari semua individu yang rasional secara umum akan serupa dengan yang ditunjukkan pada Gambar 2.2.



Gambar 2.2 Utilitas konsumsi saat ini/masa depan bagi beberapa individu

Jika kita menggabungkan Gambar 2.1 dan 2.2, kita memperoleh Gambar 2.3. Kita dapat melihat bahwa titik P adalah kombinasi investasi/konsumsi terbaik bagi investor tertentu karena memberikan tingkat utilitas tertinggi. Tidak ada titik lain di sepanjang kurva produksi yang memungkinkan orang tersebut mencapai tingkat kepuasan setinggi keputusan investasi/konsumsi yang ditunjukkan oleh titik P. Oleh karena itu, jumlah yang diinvestasikan haruslah BW0 (yang akan menghasilkan 0A setelah satu tahun). Artinya 0B harus dikonsumsi sekarang, sehingga 0A dikonsumsi tahun depan. Misalkan individu kita sebenarnya hanya berinvestasi pada titik Z, yang merupakan kemungkinan yang memungkinkan. Meskipun hal ini akan memberikan sejumlah konsumsi, baik saat ini maupun tahun depan, hal ini tidak memberikan apa yang orang tersebut anggap sebagai kombinasi yang paling memuaskan antara konsumsi saat ini dan masa depan. Kita mengetahui hal ini karena Z bertepatan dengan kurva utilitas yang lebih rendah. Mengingat preferensi individu kita (diwakili oleh bentuk kurva utilitas) dan keadaan dunia dalam kaitannya dengan investasi (diwakili oleh garis investasi W0W1), P jelas merupakan tingkat investasi yang paling memuaskan bagi individu kita.

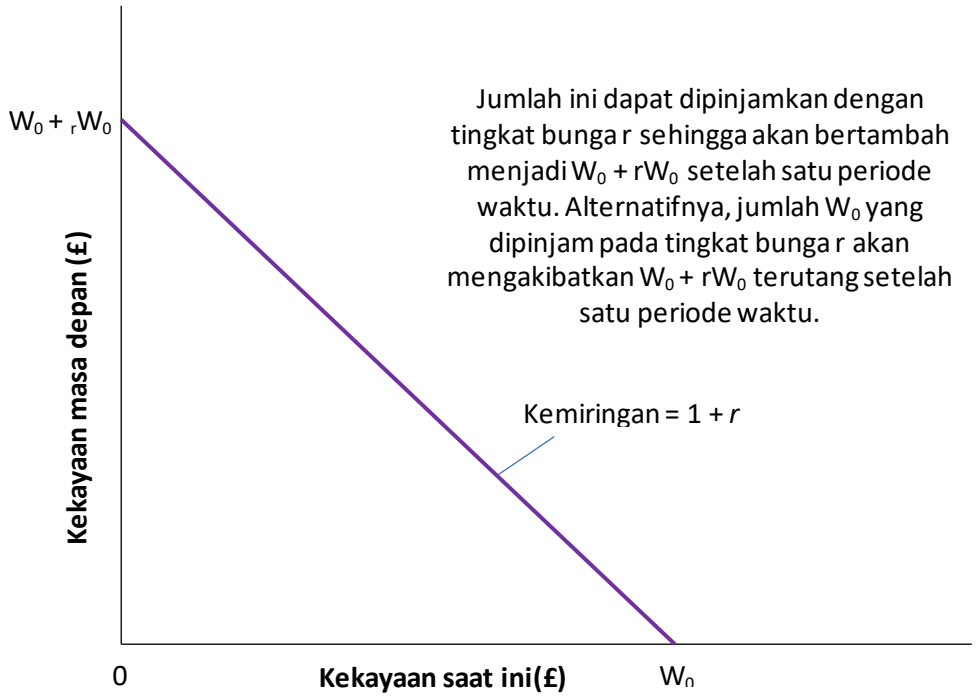
Hal ini belum tentu sama dengan pilihan yang dipilih oleh individu lain karena kemungkinan besar mereka tidak memiliki pandangan yang sama mengenai trade-off antara konsumsi saat ini dan masa depan. Jadi tidak akan ada kesepakatan mengenai tingkat investasi yang diinginkan – hal ini akan bervariasi dari orang ke orang.



Gambar 2.3 Kegunaan konsumsi/investasi bagi sebagian individu

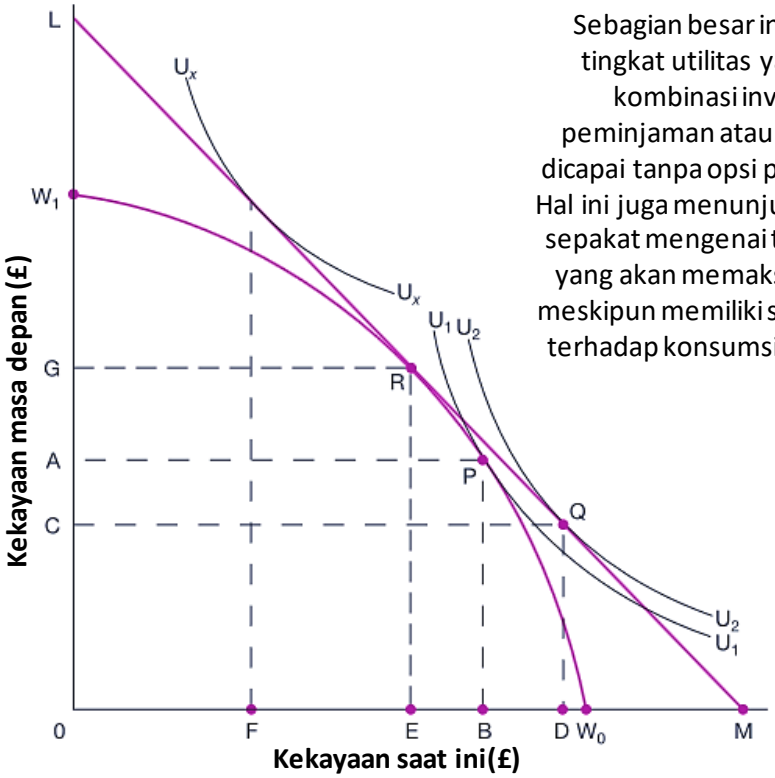
Peluang meminjam/meminjamkan

Pada titik ini, mari kita perkenalkan faktor lebih lanjut ke dalam analisis sehingga membuatnya lebih realistis.



Gambar 2.4 Peluang meminjam/meminjamkan yang tersedia bagi individu dengan jumlah kekayaan (W0)

Faktor tersebut adalah peluang yang tersedia bagi individu untuk meminjam dan meminjamkan melalui bank dan lembaga keuangan lainnya (pasar keuangan). Gambar 2.4 menunjukkan kemungkinan lain, yang dapat digunakan sendiri atau bersamaan dengan peluang produksi. Jika investor meminjamkan seluruh kekayaannya (W_0) sekarang, dengan tingkat bunga r, maka kekayaannya akan menjadi $W_0 + rW_0$ setelah satu tahun. Jadi kemiringan garis pinjam/pinjaman adalah $(W_0 + rW_0)/W_0 = 1 + r$.



Sebagian besar individu dapat mencapai tingkat utilitas yang lebih besar melalui kombinasi investasi produktif dan peminjaman atau peminjaman yang dapat dicapai tanpa opsi peminjaman/peminjaman. Hal ini juga menunjukkan bahwa individu akan sepakat mengenai tingkat investasi produktif yang akan memaksimalkan utilitas mereka, meskipun memiliki sikap yang sangat berbeda terhadap konsumsi saat ini dan masa depan.

Gambar 2.5 Utilitas konsumsi/ investasi beberapa individu dengan peluang meminjam/meminjamkan

Gambar 2.5 menggabungkan Gambar 2.3 dan 2.4, yaitu memperkenalkan jalur peminjaman/peminjaman (LM) ke dalam konfigurasi investasi/konsumsi. Gambar 2.5 memang terlihat agak rumit, namun pada dasarnya hanya apa yang telah kita temui. Adanya peluang meminjam/meminjamkan memungkinkan tingkat investasi yang dilakukan melebihi jumlah kekayaan yang tersisa setelah tingkat konsumsi yang diinginkan dilakukan. Hal ini dicapai dengan meminjam jumlah yang diperlukan sekarang dan membayarnya kembali (beserta bunga) tahun depan. Demikian pula, tidak semua kekayaan yang tersisa setelah dikonsumsi dalam jumlah yang diinginkan perlu diinvestasikan dalam produksi; sebagian dapat dipinjamkan, untuk diterima kembali (sekali lagi dengan bunga) tahun depan. Perluasan kemungkinan ini memungkinkan investor mencapai tingkat kepuasan (utilitas) yang lebih tinggi.

Tanpa peluang meminjam/meminjam, titik P mewakili kombinasi konsumsi/investasi optimal bagi investor kami, mencapai kurva utilitas U_1U_1. Dengan diperkenalkannya pinjaman/pinjaman, tingkat kepuasan yang lebih tinggi dapat dicapai, naik ke kurva utilitas

U_2U_2. Individu kita sekarang dapat menginvestasikan jumlah EW_0 dan mengkonsumsi jumlah 0_D. Hal ini dapat dicapai dengan meminjam kekurangan (E_Q) yang merupakan kombinasi antara investasi produktif dan pinjaman yang diwakili oleh titik Q. Tentu saja jumlah ini harus dibayar kembali (beserta bunga) tahun depan, namun tetap saja konsumsi 0_D sekarang dan 0_C tahun depan mewakili prospek yang lebih menarik (utilitas lebih tinggi) dibandingkan mengonsumsi 0 miliar sekarang dan 0_A tahun depan. Dengan demikian pengenalan pinjaman/pinjaman telah meningkatkan utilitas. Perhatikan bahwa G_C (jumlah yang harus dibayar kembali tahun depan dari 0_G untuk meninggalkan individu dengan 0C) sama dengan E_D (jumlah yang dipinjam sekarang) ditambah bunga atas E_D, yaitu E_D (1 + r). Hal ini terlihat pada Gambar 2.5 jika kita ingat bahwa kemiringan garis pinjam-meminjam adalah (1 + r).

Teorema pemisahan

Pemeriksaan Gambar 2.5 mengungkapkan satu hal penting. Terlepas dari preferensi waktu individu (bentuk kurva utilitas), semua investor yang dihadapkan pada peluang investasi produktif yang digambarkan pada Gambar 2.5 akan berinvestasi hingga titik R dan kemudian mencapai tingkat utilitas tertinggi pribadi mereka dengan menggunakan peluang meminjam/meminjamkan . Para investor yang kurva utilitas tertingginya bersinggungan dengan garis peminjaman/peminjaman di atas R akan berinvestasi hingga R dan meminjamkan sebagian dari sisa kekayaan mereka yang tidak ingin mereka konsumsi. Pada Gambar 2.5, U_xU_x adalah kurva utilitas investor yang berbeda dari investor yang preferensinya diwakili oleh U_1U_1 dan U_2U_2. Individu kedua ini akan memilih untuk berinvestasi hingga titik R pada kurva investasi produktif dan kemudian meminjamkan sejumlah FE, meninggalkan 0F untuk konsumsi.

Seseorang yang kurva utilitas tertingginya bertepatan dengan titik R jelas ingin berinvestasi hingga titik tersebut tetapi tidak perlu menggunakan peluang meminjam/meminjamkan. Terlepas dari preferensi pribadi berbagai investor, semua investor sepakat bahwa yang terbaik adalah berinvestasi hingga titik R, yaitu titik di mana kemiringan kurva produksi W_0W_1 sama dengan kemiringan garis pinjam/pinjaman. Kebulatan suara di antara para investor mengenai tingkat optimal investasi produktif cukup menarik dalam konteks individu. Dalam konteks bisnis di mana para manajer harus berusaha melakukan investasi yang paling menguntungkan seluruh pemegang sahamnya, kebulatan suara menjadi hal yang sangat penting. Asumsi-asumsi yang mendasari hal di atas dan implikasinya masing-masing dibahas dalam bagian utama bab ini.

BAB 3
LAPORAN KEUANGAN (AKUNTANSI) DAN INTERPRETASINYA

3.1 PENDAHULUAN

Sebagian besar bisnis di Inggris yang berdagang sebagai perseroan terbatas diharuskan menerbitkan berbagai laporan keuangan setiap tahun, tiga di antaranya sangat penting. Ketiganya adalah:

- laporan laba rugi (juga dikenal sebagai akun laba dan rugi);
- laporan posisi keuangan (juga dikenal sebagai neraca); Dan
- laporan arus kas (atau laporan arus kas).

Pernyataan-pernyataan ini memberikan sumber informasi yang sangat berharga bagi manajer keuangan, yang bekerja dalam bisnis dan bagi investor, calon investor, dan penasihat mereka. Mereka juga memberikan wawasan bermanfaat bagi orang lain yang memiliki hubungan dengan bisnis, termasuk pelanggan, karyawan, pemasok, dan masyarakat secara umum. Kemungkinan besar manajer akan memiliki akses terhadap informasi di luar informasi yang dipublikasikan. Namun, sifat informasi tambahan dan cara memperolehnya mungkin sangat mirip dengan sifat dan asal informasi yang dipublikasikan. Dalam bab ini kita akan mempertimbangkan sifat dari ketiga laporan akuntansi dan aturan yang diikuti dalam penyusunannya. Kami terutama akan mempertimbangkan cara penafsirannya sehingga pengguna dapat menarik kesimpulan tentang bisnis yang melampaui apa yang sudah jelas.

Dapat dikatakan bahwa pendekatan akuntansi yang diterapkan di Inggris, pada prinsipnya, sama dengan pendekatan yang diterapkan di seluruh dunia. Perusahaan-perusahaan besar di Inggris harus mematuhi Standar Pelaporan Keuangan Internasional (Akuntansi), yang ditetapkan oleh Dewan Standar Akuntansi Internasional. Hal ini juga berlaku bagi perusahaan-perusahaan besar di seluruh Uni Eropa dan di sejumlah besar negara lainnya. Tujuannya adalah agar semua bisnis besar di dunia harus mengadopsi seperangkat aturan akuntansi yang sama. Ada kecenderungan bagi perusahaan kecil untuk mengikuti praktik akuntansi perusahaan besar.

Tujuan dari bab ini bukan untuk memberikan kursus akuntansi secara rinci, tetapi untuk memberikan gambaran umum tentang subjek tersebut. Hal ini akan berguna dalam bab selanjutnya karena referensi akan dibuat mengenai nilai informasi akuntansi dan penggunaan rasio akuntansi. Jika Anda merasa ingin melihat pokok bahasan ini secara lebih rinci, Anda dapat mengambil saran-saran untuk bacaan lebih lanjut yang diberikan pada akhir bab ini.

3.2 LAPORAN KEUANGAN

Sekarang kita akan melihat laporan keuangan. Hal ini akan dijelaskan secara luas. Beberapa poin yang akan dikemukakan mengenai pernyataan-pernyataan tersebut akan dijelaskan pada bagian selanjutnya ketika kita mempertimbangkan aturan-aturan yang mendasari pernyataan-pernyataan tersebut. Bisnis yang berdagang sebagai perusahaan diharuskan menghasilkan laporan keuangan setiap tahun. Kebanyakan bisnis sebenarnya lebih

sering membuat pernyataan ini untuk tujuan internal mereka. Manajer sering menggunakan laporan sebagai alat bantu perencanaan keuangan. Pernyataan-pernyataan yang dipublikasikan tentu saja berdasarkan peristiwa masa lalu.

Laporan laba rugi

Laporan laba rugi (atau laporan laba rugi) adalah laporan yang menguraikan ringkasan peristiwa perdagangan yang akan mempengaruhi kekayaan bisnis selama periode tertentu, jumlah dimana setiap jenis peristiwa mempengaruhi kekayaan dan efek bersih yang dihasilkan. Pernyataan tersebut juga menunjukkan bagaimana peningkatan bersih kekayaan bisnis selama periode tersebut telah diterapkan. Kekayaan dalam konteks ini tidak terbatas pada uang tunai. Ini adalah segala sesuatu yang mempunyai nilai ekonomi bagi perusahaan, setelah dikurangi kewajiban-kewajiban yang mungkin dimiliki oleh perusahaan kepada pihak luar sehubungan dengan sebagian kekayaannya. Hal-hal yang mempunyai nilai ekonomi terhadap usaha (aset) antara lain adalah gedung perkantoran milik usaha tersebut dan uang yang terutang dari pelanggan yang telah membeli sebagian hasil usaha secara kredit. Kewajiban luar akan mencakup jumlah utang kepada pemegang surat pinjaman.

Sekarang kita akan melihat contoh laporan laba rugi. Jackson plc adalah bisnis manufaktur imajiner yang terdaftar di LSE. Sifat strategi pemasaran bisnis adalah barang dibuat sesuai pesanan sehingga tidak pernah ada persediaan (stok) barang jadi. Tata letak yang ditampilkan di sini secara umum sejalan dengan tata letak yang digunakan sebagian besar bisnis di Inggris untuk laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan. Setiap bisnis dapat dan memang menggunakan tata letak yang berbeda.

Laporan laba rugi Jackson plc untuk tahun 2017 menunjukkan bahwa bisnisnya menghasilkan kekayaan (pendapatan yang diperoleh) sebesar Rp. 837 miliyar dengan melakukan penjualan ke pelanggan eksternal. Hal ini menyebabkan berkurangnya kekayaan (biaya-biaya yang dikeluarkan) dalam rangka memenuhi biaya perolehan pendapatan penjualan, mendistribusikan barang yang dijual, dan memenuhi biaya administrasi menjalankan usaha. Hal ini membuat bisnis tersebut memperoleh peningkatan kekayaan bersih, sebagai hasil operasi tahun ini, sebesar Rp. 135 Miliyar. Bunga pinjaman, yang merupakan kewajiban kontraktual untuk dibayar oleh bisnis, berjumlah Rp. 30 Miliyar lagi. Rp. 27 Miliyar akan dibayarkan kepada HM Revenue & Customs (HMRC) untuk pajak perusahaan, menyisakan laba setelah pajak untuk tahun ini sebesar Rp. 78 Miliyar.

Jackson plc

Laporan laba rugi untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2017

	Dalam miliyar Rupiah	**Dalam miliyar Rupiah**	**Dalam miliyar Rupiah**
Pendapatan			837
Biaya penjualan			(478)
Laba kotor			359
Biaya distribusi			
Gaji dan upah	(37)		
Biaya kendaraan	(43)		

Penyusutan kendaraan bermotor	(16)		
Biaya distribusi bermacam-macam	(15)	(111)	
Biaya administrasi			
Gaji dan upah	(58)		
Biaya kendaraan	(22)		
Penyusutan kendaraan bermotor	(19)		
Berbagai biaya administrasi	(14)	(113)	(224)
Laba usaha			135
Hutang bunga			(30)
Keuntungan sebelum pajak			105
Perpajakan			(27)
keuntungan untuk tahun ini			78

Angka beban pokok penjualan termasuk penyusutan sebesar Rp. 28 Miliyar dan penggunaan persediaan bahan mentah sebesar Rp 253 Miliyar. Sepanjang tahun ini, pembelian persediaan bahan mentah berjumlah Rp 255 Miliyar.

Laporan posisi keuangan

Laporan posisi keuangan (atau neraca) adalah pernyataan tentang cara perusahaan menyimpan kekayaannya, berapa banyak kekayaan yang dimilikinya di setiap kategori, berapa banyak kekayaan yang dikendalikan oleh bisnis tersebut diserahkan kepada pihak luar dan perusahaan. kekayaan bersih bisnis. Kekayaan bersih ini menjadi milik pemegang saham. Berbeda dengan laporan laba rugi, yang merangkum dampak berbagai peristiwa perdagangan terhadap kekayaan bisnis selama suatu periode, laporan posisi keuangan menunjukkan posisi pada titik waktu tertentu.

Laporan posisi keuangan Jackson plc pada akhir tahun yang tercakup dalam laporan laba rugi yang baru saja kita bahas adalah sebagai berikut:

Jackson plc

Laporan posisi keuangan per 31 Desember 2017

	Biaya- Rp. Miliyar	Depresiasi Rp. Miliyar	Rp. Miliyar
Aktiva			
Aset tidak lancar			
Tanah hak milik	550	–	550
Tanaman dan mesin	253	(226)	27
Kendaraan bermotor	102	(56)	46
	905	(282)	623
Aset lancar			43
Persediaan			96
Piutang usaha (debitur)			12
Biaya dibayar dimuka			25
Uang tunai			176
			799

Total aset			
Ekuitas dan kewajiban			
Ekuitas			
Modal saham biasa – 200 juta lembar saham seharga £1 masing-masing			200
Pendapatan yang disimpan			209
			409
Kewajiban tidak lancar			
10% catatan pinjaman terjamin			300
Kewajiban lancar			
Hutang usaha (kreditur)			45
Biaya masih harus dibayar			18
Perpajakan			27
			90
Total ekuitas dan liabilitas			799

Laporan posisi keuangan ini memberitahu kita bahwa kekayaan bisnis ini adalah Rp 799 Miliyar. Ini terdiri dari aset tidak lancar sebesar Rp. 623 Miliyar dan aset lancar sebesar Rp. 176 Miliyar. Perusahaan mempunyai kewajiban untuk mentransfer sebagian dari kekayaan ini kepada kelompok luar: Rp. 90 Miliyar berkaitan dengan kewajiban yang berkaitan dengan perdagangan sehari-hari dan kemungkinan besar bersifat jangka pendek; Rp. 300 Miliyar sehubungan dengan kewajiban jangka panjang yang tidak terkait langsung dengan perdagangan.

Perbedaan antara aset tidak lancar dan aset lancar secara umum berkaitan dengan tujuan penggunaan aset tersebut dan umurnya dalam bisnis. Aset tidak lancar adalah aset yang ingin digunakan oleh bisnis secara internal untuk membantu menghasilkan kekayaan, bukan untuk dijual demi mendapatkan keuntungan. Aset lancar adalah aset yang diperoleh dengan tujuan untuk diserahkan dalam perdagangan normal, sehingga cenderung dimiliki hanya untuk jangka pendek. Suatu aset tidak lancar tertentu mungkin dijual untuk mendapatkan keuntungan, namun hal ini tidak berarti bahwa aset tersebut harus diperlakukan sebagai aset lancar, asalkan alasan utama pembeliannya adalah untuk digunakan, bukan untuk dijual. Aset tidak lancar dapat dilihat sebagai alat bisnis dan disebut juga aset tetap.

Penyusutan adalah suatu cara untuk mengakui bahwa aset tidak lancar tertentu pada akhir masa pakainya tidak bernilai sama dengan biaya pada awal masa pakainya dan, oleh karena itu, bahwa sebagian dari kekayaan bisnis akan hilang sebagai akibat dari aset tersebut. memegang aset tidak lancar tersebut. Inilah sebabnya mengapa penyusutan muncul dalam laporan laba rugi sebagai beban dan mengapa nilai aset tidak lancar yang disusutkan dalam laporan posisi keuangan dikurangi di bawah biaya perolehan. Jumlah total penyusutan suatu aset tertentu dihitung dengan mengambil biaya perolehannya dan mengurangi estimasi nilai pelepasannya (pada akhir masa pakainya dalam bisnis). Jumlah ini kemudian harus dibagi antar periode akuntansi dengan cara yang wajar. Dalam praktiknya di Inggris, hal ini biasanya

dilakukan dengan membagi total secara merata ke seluruh jumlah periode akuntansi selama umur aset tidak lancar yang bersangkutan.

Bagian 'ekuitas' dalam laporan posisi keuangan menunjukkan kontribusi pemegang saham terhadap kekayaan perusahaan saat ini. Hal ini terjadi melalui kombinasi pemegang saham yang secara khusus memasukkan aset, biasanya uang tunai, ke dalam bisnis untuk memperoleh saham dan oleh pemegang saham yang membiarkan kekayaan yang dihasilkan dalam bisnis tetap berada di sana, daripada dibayarkan kepada mereka sebagai dividen. 'Laba yang diambil kembali' ini, yang ditampilkan di bawah judul 'laba ditahan', dikenal sebagai 'cadangan'. Cadangan mewakili sebagian kekayaan pemegang saham seperti halnya dividen. Anda harus memahami dengan jelas bahwa laba ditahan sebesar Rp. 209 Miliyar pada akhir tahun adalah bagian dari kekayaan akhir tahun bisnis yang timbul dari laba yang dihasilkan selama bertahun-tahun hingga 31 Desember 2017, sejauh itu belum pernah:

- hilang karena kerugian perdagangan;
- dibayarkan ke HMRC sebagai pajak; dan/atau
- dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen (atau transfer lainnya kepada pemegang saham).

Rp. 209 Miliyar tidak mungkin dalam bentuk uang tunai. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, kekayaan tidak hanya berarti uang tunai. Dalam praktiknya, laba ditahan mungkin dalam berbagai bentuk – pabrik, persediaan, dll. Rp. 20 Miliyar dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen selama tahun 2017. Hal ini tercermin dalam laporan arus kas.

Laporan arus kas

Laporan arus kas (atau laporan arus kas) hanyalah sebuah analisis kas (termasuk investasi jangka pendek dan sangat likuid) yang diterima dan dibayarkan oleh bisnis selama suatu periode. Buku ini disusun sedemikian rupa sehingga memungkinkan pembaca memperoleh wawasan bermanfaat tentang sumber dan penggunaan uang tunai selama periode tersebut. Mungkin tampak aneh bahwa satu aset tertentu – uang tunai – disorot dengan cara ini sementara aset lainnya, misalnya persediaan, tidak. Apa istimewanya uang tunai? Jawaban atas pertanyaan ini adalah bahwa uang tunai cenderung menjadi inti dari sebagian besar aspek bisnis. Kemampuan suatu bisnis untuk sejahtera dan bertahan hidup kemungkinan besar bergantung pada kemampuannya menghasilkan uang tunai. Hal ini biasanya tidak berlaku untuk jenis aset lainnya. Laporan arus kas Jackson plc adalah sebagai berikut:

Jackson plc

Laporan arus kas untuk tahun yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2017

	Miliyar Rupiah	***Miliyar Rupiah***
Arus kas dari aktivitas operasi		
Kas yang dihasilkan dari operasi	212	
Bunga dibayarkan	(30)	
Pajak dibayar	(18)	

Dividen dibayarkan	(20)	144
Arus kas dari aktivitas investasi		
Pembayaran untuk memperoleh aset tidak lancar		(33)
Arus kas dari aktivitas pendanaan		–
Kenaikan bersih kas dan setara kas		111
Kas dan setara kas pada 1 Januari 2017 (cerukan)		(86)
Kas dan setara kas pada tanggal 31 Desember 2017		25

Hal ini menunjukkan bahwa bisnis tersebut menghasilkan arus kas masuk bersih sebesar Rp. 212 Miliyar dari aktivitas perdagangannya. Artinya, sepanjang tahun tersebut, penerimaan kas dari penjualan melebihi pembayaran tunai untuk membayar upah dan gaji, pemasok barang dan jasa, dan sebagainya, sebesar Rp. 212 Miliyar. Anda harus paham bahwa ini tidak sama dengan keuntungan. Laba adalah peningkatan bersih kekayaan dalam segala bentuknya sebagai hasil perdagangan bukan hanya uang tunai.

Sisa dari pernyataan tersebut menunjukkan dari mana uang tunai lainnya berasal (tidak ada dalam kasus Jackson plc pada tahun 2017) dan pergi ke mana. Dalam hal ini, uang tunai telah dikeluarkan untuk membayar bunga, perpajakan dan dividen. Selain itu, sejumlah uang tunai dikeluarkan untuk memperoleh aset tidak lancar.

Seandainya ada uang tunai yang diperoleh melalui penerbitan saham atau surat utang, atau ada uang tunai yang dibayarkan untuk menebus saham atau surat utang, dampak dari hal ini akan muncul di bawah judul 'arus kas dari aktivitas pendanaan' dalam laporan. Kas bersih yang dihasilkan sepanjang tahun ini adalah Rp. 111 Miliyar, yang berdampak pada peningkatan saldo kas dari negatif (cerukan) sebesar Rp. 25 Miliyar menjadi saldo positif sebesar Rp. 25 Miliyar antara 1 Januari dan 31 Desember 2017.

3.3 DEFINISI DAN KONVENSI AKUNTANSI

Akuntansi adalah bahasa yang digunakan untuk menyimpan dan mengkomunikasikan informasi ekonomi tentang organisasi. Ini memiliki seperangkat aturan. Sangat penting bagi siapa pun yang mencoba membaca laporan keuangan dan menarik kesimpulan darinya untuk memahami aturan akuntansi dengan jelas. Kesalahpahaman yang parah bisa muncul bagi seseorang yang tidak memahami aturan. Bagian ini menguraikan definisi utama dan konvensi akuntansi.

Definisi akuntansi suatu aset

Aset mempunyai arti tertentu dalam akuntansi, yang lebih membatasi daripada arti umum yang kita gunakan dalam percakapan sehari-hari. Untuk dimasukkan dalam laporan posisi keuangan sebagai aset bisnis tertentu, item tersebut harus memiliki seluruh atribut berikut:

- Kemungkinan besar akan menghasilkan manfaat ekonomi di masa depan bagi bisnis tersebut.
- Hal ini timbul dari transaksi atau peristiwa masa lalu yang melibatkan bisnis tersebut.
- Hak akses orang lain terhadapnya dapat dibatasi oleh bisnis tersebut.

- Harus mampu diukur dalam istilah moneter.

Manfaat memiliki tenaga kerja yang loyal memiliki karakteristik suatu aset, yaitu sejauh kemampuan tersebut mampu menghasilkan manfaat ekonomi di masa depan, misalnya melalui penghematan biaya perekrutan karena rendahnya pergantian tenaga kerja. Namun, hal tersebut tidak dimasukkan ke dalam laporan posisi keuangan perusahaan karena hal tersebut hampir pasti tidak timbul sebagai akibat dari transaksi atau peristiwa tertentu. Akan sangat sulit juga untuk memberi nilai uang pada manfaat tenaga kerja yang loyal. Hal ini juga terjadi karena perusahaan mungkin akan merasa tidak mungkin untuk menolak akses perusahaan pesaingnya terhadap anggota staf untuk mencoba mempekerjakan mereka. Dapat dikatakan secara persuasif bahwa kegagalan dalam memperhitungkan aset-aset tersebut menyebabkan akuntansi memiliki pandangan yang terbatas terhadap realitas.

Konvensi pengukuran uang

Akuntansi mendefinisikan segala sesuatu dalam bentuk uang dan tidak dapat berbuat apa-apa lagi. Dengan demikian, informasi yang tidak dapat dinyatakan dalam istilah moneter tidak dapat dimasukkan dalam laporan keuangan. Hal ini juga dapat dilihat sebagai kekurangan akuntansi.

Konvensi biaya historis

Aset harus ditampilkan dalam laporan posisi keuangan dengan nilai yang didasarkan pada biaya yang dikeluarkan perusahaan saat pertama kali diakuisisi, bukan nilai pasar saat ini atau nilai lainnya. Ini berarti bahwa upaya untuk menggunakan laporan posisi keuangan untuk memberi nilai pada suatu bisnis kemungkinan besar akan memberikan hasil yang menyesatkan. Beberapa bisnis melanggar konvensi biaya historis dan menunjukkan aset tertentu, terutama yang berkaitan dengan tanah dan bangunan, berdasarkan perkiraan nilai pasarnya saat ini. Aset tertentu mungkin memiliki nilai pasar yang rendah namun bernilai besar bagi bisnis itu sendiri. Hal ini dapat terjadi jika aset tersebut sangat terspesialisasi atau spesifik untuk suatu bisnis dan, oleh karena itu, sedikit atau tidak ada gunanya bagi bisnis lain.

Kepatuhan terhadap konvensi biaya historis berarti bahwa pembaca laporan keuangan tidak dapat menilai biaya peluang dari penggunaan aset tertentu untuk tujuan tertentu. Misalnya, ketika biaya historis dari beberapa persediaan yang dijual dimasukkan dalam laporan laba rugi, sebagai beban, pembaca tidak dapat menilai berapa banyak lagi kekayaan bisnis yang akan meningkat seandainya persediaan tersebut ditempatkan di beberapa tempat. cara lain.

Konvensi unit moneter yang stabil

Akuntansi cenderung berasumsi bahwa nilai mata uang tetap konstan dalam kaitannya dengan kemampuannya untuk membeli barang dan jasa. Dengan kata lain, laporan keuangan disusun seolah-olah tidak terjadi inflasi atau deflasi harga, baik secara umum maupun sehubungan dengan barang dan jasa tertentu. Fakta bahwa inflasi selalu menjadi ciri khas hampir setiap perekonomian di dunia berarti bahwa mengabaikannya kemungkinan besar akan menyebabkan laporan keuangan memberikan kesan yang menyesatkan. Upaya telah dilakukan untuk menyetujui pendekatan yang memungkinkan adanya distorsi perubahan harga dalam laporan keuangan. Sejauh ini, belum ada negara besar di dunia yang mengembangkan pendekatan yang secara konsisten dan luas digunakan oleh dunia usaha.

Konvensi realisasi

Konvensi realisasi berkaitan dengan titik waktu dimana pendapatan, yaitu peningkatan kekayaan yang timbul dari perdagangan, diakui. Misalnya, jika seorang pelanggan memesan barang dalam satu bulan, menerimanya pada bulan berikutnya, dan membayarnya pada bulan ketiga, kapan perusahaan yang memasok barang tersebut menganggap pendapatan (penjualan) telah terjadi? Ini bukan pertanyaan akademis ketika bisnis menyiapkan laporan keuangan untuk setiap bulan dan membandingkan kinerja satu bulan dengan kinerja bulan lainnya, atau ketika tiga bulan tersebut tidak semuanya berada dalam tahun pelaporan yang sama.

Konvensi realisasi menyatakan bahwa pendapatan harus diakui pada titik di mana:

- Jumlah (nilai) pendapatan dapat diukur dengan akurasi yang tinggi;
- Pekerjaan yang diperlukan untuk memperoleh pendapatan telah diselesaikan secara substansial; dan
- Cukup yakin bahwa uang tunai akan diterima.

Hal ini biasanya dianggap sebagai titik waktu di mana pelanggan menerima penyerahan dan penerimaan barang atau jasa. Dengan demikian, pengakuan pendapatan dan penerimaan kas tidak terjadi pada saat yang bersamaan, kecuali dalam hal penjualan tunai. Di luar perdagangan eceran, penjualan tunai jarang terjadi. Oleh karena itu, bagi sebagian besar bisnis, penerimaan kas dari pendapatan penjualan cenderung tertinggal dibandingkan pengakuan pendapatan penjualan.

Konvensi yang cocok

Pengeluaran (peristiwa perdagangan yang menyebabkan penurunan kekayaan) disesuaikan dengan pendapatan tertentu yang dihasilkannya pada periode pelaporan yang sama. Misalnya, jika penjualan suatu barang diakui sebagai pendapatan pada periode pelaporan tertentu, biaya perolehan barang tersebut harus diperlakukan sebagai beban pada periode yang sama. Hal ini terlepas dari apakah barang tersebut diperoleh pada periode pelaporan saat ini atau periode pelaporan sebelumnya. Tujuan dari konvensi pencocokan ini adalah untuk menilai dampak bersih terhadap kekayaan yang dihasilkan oleh pendapatan pada periode tertentu.

Konvensi akrual

Laba atau rugi berkaitan dengan kenaikan atau penurunan kekayaan bersih, bukan kenaikan atau penurunan uang tunai. Jadi ketika menentukan jumlah biaya yang harus dicocokkan dengan pendapatan tertentu, fakta bahwa uang tunai mungkin belum dibayarkan tidaklah relevan. Misalnya, harga pokok penjualan persediaan, untuk dimasukkan dalam laporan laba rugi, akan tetap sama, terlepas apakah pembayaran atas persediaan tersebut telah dilakukan atau belum.

Konvensi kehati-hatian

Akuntansi harus berhati-hati. Misalnya, jika suatu item persediaan mempunyai nilai jual di bawah biaya perolehan, hal ini harus tercermin dengan mengurangi nilainya dalam laporan posisi keuangan ke angka yang lebih rendah, dan cerminan hilangnya kekayaan juga ditunjukkan pada laporan laba rugi. Mengikuti filosofi yang sama, keuntungan dalam nilai suatu aset tidak diperhitungkan sampai aset tersebut direalisasikan sebagai akibat dari

pelepasan aset tersebut kepada seseorang atau organisasi di luar bisnis. Dengan cara ini, konvensi kehati-hatian cenderung mendukung konvensi biaya historis dan realisasi. Ada pendapat bahwa kepatuhan terhadap konvensi kehati-hatian cenderung menimbulkan bias yang cukup konsisten dalam informasi akuntansi, yang dapat menyesatkan pembaca laporan keuangan.

Konvensi kelangsungan usaha

Jika tidak ada bukti yang menyatakan sebaliknya, bisnis diasumsikan akan terus berlanjut tanpa batas waktu. Hal ini berarti, misalnya, diasumsikan bahwa aset tidak lancar akan dapat digunakan oleh perusahaan selama masa manfaatnya, dibandingkan dengan asumsi bahwa perusahaan akan terpaksa melepaskan aset tersebut. sebagai akibat dari bisnis yang mengalami keruntuhan finansial. Hal ini berarti bahwa suatu perusahaan dapat mendasarkan kebijakan penyusutannya pada biaya, perkiraan masa pakai, dan hasil pelepasan aset tertentu, bukan pada nilai pasar saat ini dari aset tersebut pada titik tengah masa pakainya. Akibatnya, fakta bahwa banyak aset tidak lancar memiliki nilai pasar kini di bawah nilai laporan posisi keuangan tidak menyebabkan penerapan konvensi kehati-hatian.

3.4 MASALAH PENGGUNAAN INFORMASI AKUNTANSI DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN

Ada masalah signifikan dalam penggunaan informasi akuntansi untuk membantu mengambil keputusan. Pada bagian ini kita akan membahas laporan keuangan yang dibuat dengan itikad baik, yaitu dengan pembuat laporan tidak berusaha menyesatkan pengguna. Permasalahan di sini terbagi dalam dua judul: pengukuran pendapatan dan nilai laporan posisi keuangan.

Pengukuran pendapatan

Masalah utama di sini berkaitan dengan biaya yang dicocokkan dengan pendapatan. Biaya biasanya tidak dinyatakan dalam istilah yang sama dengan pendapatan jika terjadi perubahan harga (biaya historis dan konvensi unit moneter stabil). Karena biaya cenderung terjadi sebelum pendapatan diakui, terdapat kecenderungan, selama periode inflasi harga, biaya-biaya menjadi terlalu rendah, sehingga menyebabkan laba menjadi terlalu tinggi. Depresiasi seringkali menjadi masalah khusus di sini. Biaya penyusutan didasarkan pada biaya yang mungkin terjadi bertahun-tahun sebelumnya; juga, penyusutan seringkali merupakan biaya yang signifikan.

Fakta bahwa biaya historis digunakan dan bukan biaya peluang berarti hanya memberikan gambaran parsial mengenai dampak transaksi tertentu terhadap kekayaan. Sekali lagi distorsi ini cenderung melebih-lebihkan keuntungan, yang berarti bahwa lebih banyak kekayaan yang diciptakan daripada yang dibenarkan oleh fakta.

Laporan nilai posisi keuangan

Kepatuhan terhadap biaya historis, kehati-hatian, kelangsungan hidup, dan konvensi unit moneter yang stabil, ditambah dengan penggunaan definisi akuntansi yang cukup terbatas atas suatu aset, cenderung menyebabkan laporan keuangan meremehkan jumlah kekayaan yang diinvestasikan dalam bisnis.

Banyak aset yang mempunyai nilai lebih besar daripada yang ditunjukkan dalam laporan posisi keuangan. Beberapa hal yang mempunyai nilai ekonomi bagi bisnis bahkan mungkin tidak dicantumkan sama sekali dalam laporan posisi keuangan. Banyak bisnis memiliki merek yang berharga, yaitu produk yang memiliki tingkat penghargaan yang tinggi di benak masyarakat. Ini berarti bahwa suatu bisnis tertentu mungkin mempunyai kemampuan untuk memperoleh keuntungan yang sangat tinggi karena keberadaan mereknya. Merek jarang dimasukkan dalam laporan posisi keuangan karena pencantumannya akan bertentangan dengan salah satu konvensi akuntansi. Namun kesan yang menyimpang mengenai kekayaan yang diberikan pada bisnis akan muncul jika sebagian besar aset diremehkan atau dikecualikan.

Mungkin perlu dicatat bahwa kekurangan akuntansi untuk tujuan pengambilan keputusan cenderung berasal dari fakta bahwa akuntansi keuangan tidak berkembang untuk memenuhi kebutuhan yang saat ini coba dipenuhi oleh para pengambil keputusan. Sebaliknya, ini dikembangkan untuk memberikan catatan keuangan bersejarah dari transaksi bisnis. Di satu sisi, ini merupakan catatan dari mana dana berasal – pemegang saham, pemberi pinjaman, dan sebagainya – dan berapa banyak kontribusi masing-masing pihak. Di sisi lain, ada catatan bagaimana dana tersebut disalurkan. Oleh karena itu, ketika pemegang saham mengambil bagian saham sebesar Rp. 1 Miliyar dan bisnis menggunakan uang tunai tersebut untuk membeli gedung, hal ini muncul di laporan posisi keuangan sebagai modal saham Rp. 1 Miliyar dan tanah hak milik Rp. 1 Miliyar. Fakta bahwa lima tahun kemudian tanah tersebut mungkin memiliki nilai pasar sebesar Rp. 1 Miliyar tidaklah relevan, karena laporan posisi keuangan hanya mencatat transaksi tersebut. Karena satu dan lain hal, akuntan tidak pernah benar-benar duduk diam dan mencoba merancang sistem yang akan lebih berguna bagi pengambil keputusan. Dari waktu ke waktu, mereka menambahkan fitur-fitur tambahan, seperti laporan laba rugi, namun fitur-fitur ini selalu didukung oleh pendekatan yang sama seperti yang dilakukan pada laporan posisi keuangan. Meskipun terdapat kekurangan dalam laporan keuangan, laporan keuangan tetap menjadi sumber informasi utama, bahkan satu-satunya, bagi banyak pengambil keputusan. Asalkan informasi akuntansi digunakan dengan hati-hati, informasi tersebut akan bermanfaat, meskipun ada keterbatasan. Tidak ada alasan prinsip mengapa suatu bisnis tertentu tidak boleh menyiapkan laporan keuangan untuk tujuan internalnya sedemikian rupa untuk mengoreksi faktor-faktor yang menyimpang. Tidak diragukan lagi, beberapa bisnis melakukan hal ini, tetapi mungkin sebagian besar tidak.

3.5 AKUNTANSI KREATIF

Pada bagian sebelumnya kita membahas permasalahan yang timbul dari konvensi akuntansi bagi mereka yang mencoba menafsirkan laporan keuangan. Selain itu, mungkin ada kekhawatiran lain mengenai laporan keuangan. Terdapat bukti bahwa direktur beberapa perusahaan telah menggunakan kebijakan akuntansi tertentu atau menyusun transaksi tertentu sedemikian rupa sehingga menggambarkan gambaran kesehatan keuangan yang sesuai dengan apa yang mereka ingin dilihat oleh pengguna, bukan berdasarkan apa yang benar dan adil. pandangan posisi keuangan dan kinerja. Praktek ini disebut sebagai akuntansi

kreatif dan menimbulkan masalah besar bagi pembuat aturan akuntansi dan masyarakat pada umumnya.

Ada berbagai alasan keberadaan akuntansi kreatif, antara lain:

- menghindari pembatasan (misalnya, melaporkan laba yang cukup agar dapat membayar dividen);
- menghindari tindakan pemerintah (misalnya, mengenakan pajak atas keuntungan yang berlebihan);
- menyembunyikan keputusan manajemen yang buruk;
- mencapai target pendapatan atau laba penjualan, sehingga memastikan bahwa bonus kinerja dibayarkan kepada direktur;
- menarik modal saham atau modal pinjaman baru dengan menunjukkan posisi keuangan yang sehat; Dan
- memenuhi tuntutan investor besar mengenai tingkat pengembalian.

Metode akuntansi kreatif

Ada beberapa pendekatan yang dilakukan oknum direksi dengan tujuan memanipulasi laporan keuangan. Beberapa metode ini berkaitan dengan penyajian pendapatan yang berlebihan. Hal ini sering kali melibatkan pengakuan awal pendapatan penjualan atau pelaporan transaksi penjualan yang tidak mempunyai substansi nyata. Salah satu kasus melebih-lebihkan pendapatan konon dilakukan oleh Xerox Corporation, sebuah bisnis besar di AS dan pemain terkemuka di industri fotokopi. Ada dugaan bahwa Xerox memajukan pendapatannya untuk meningkatkan laba yang dilaporkan ketika nasibnya menurun pada akhir tahun 1990an. Pendapatan ini terkait dengan penjualan peralatan mesin fotokopi, khususnya di Amerika Latin. Menyusul terungkapnya pernyataan pendapatan yang berlebihan, Xerox harus menyatakan kembali angka pendapatan penjualan peralatannya untuk periode lima tahun. Hasilnya adalah pembalikan pendapatan yang dilaporkan sebesar Rp. 6,4 Trilliun, meskipun sebagai hasilnya Rp. 5,1 Trilliun dialokasikan kembali ke pendapatan lain. Pernyataan ulang ini merupakan salah satu yang terbesar dalam sejarah perusahaan AS.

Contoh terbaru dari laporan pendapatan yang berlebihan melibatkan Dell Inc, bisnis komputer Amerika. Pada bulan Agustus 2007, Dell mengakui bahwa beberapa 'eksekutif senior' yang tidak disebutkan namanya telah terlibat dalam skema untuk melebih-lebihkan angka pendapatan penjualan selama periode 2003 hingga 2007. Hal ini dilakukan dalam upaya untuk menunjukkan bahwa target penjualan triwulanan telah terpenuhi, ketika sebenarnya hal ini tidak terjadi. Melebih-lebihkan pendapatan penjualan diperkirakan berjumlah Rp. 92 Miliyar; ini mewakili sekitar 1 persen dari total keuntungan selama periode yang bersangkutan.

Beberapa metode akuntansi kreatif berfokus pada manipulasi pengeluaran. Salah satu kasus tersebut, yang melibatkan Tesco plc, bisnis supermarket di Inggris, terungkap pada tahun 2015. Tesco memiliki persyaratan kontrak dengan pemasok tertentu di mana pemasok akan berkontribusi pada biaya Tesco untuk mempromosikan produk tertentu, asalkan Tesco mencapai target penjualan yang ditentukan untuk produk tersebut. Tesco membukukan sebagian dari kontribusi tersebut, meskipun tidak mencapai target, yang berdampak pada peningkatan laba Tesco, yang sebagian menutupi penurunan kekayaan perdagangan Tesco.

Jumlah yang dilebih-lebihkan oleh Tesco terhadap proyeksi laba pada paruh pertama tahun 2015 adalah Rp. 263 Miliyar yang meningkatkan laba perdagangannya sekitar 24 persen.

Jenis pengeluaran tertentu sangat rentan terhadap pengendalian. Ini adalah pengeluaran yang sangat bergantung pada pertimbangan direksi mengenai estimasi masa depan atau mengenai kebijakan akuntansi yang paling sesuai untuk diterapkan.

'Kapitalisasi' pengeluaran yang salah juga dapat digunakan sebagai sarana manipulasi. Kapitalisasi memperlakukan biaya seolah-olah itu adalah bagian dari biaya aset tidak lancar. Perusahaan yang membangun asetnya sendiri sering kali merupakan pihak yang paling tepat untuk melakukan bentuk malpraktik ini. Dampak kapitalisasi beban secara keliru adalah meningkatkan laba dan nilai laporan posisi keuangan aset tidak lancar.

Salah satu kasus kapitalisasi biaya yang terkenal diduga terjadi dalam laporan keuangan WorldCom (sekarang berganti nama menjadi MCI), sebuah bisnis telekomunikasi besar di AS. WorldCom diduga melebih-lebihkan keuntungan dengan memperlakukan biaya operasional tertentu, seperti pemeliharaan jaringan dasar, seolah-olah itu adalah akuisisi aset tidak lancar. Hal ini terjadi selama periode 15 bulan pada tahun 2001 dan 2002. Ketika pernyataan berlebihan ini terungkap, laba operasional harus dikurangi sebesar Rp. 3,8 Trilliun.

Beberapa metode akuntansi kreatif berfokus pada penyembunyian kerugian atau kewajiban. Laporan keuangan akan terlihat lebih sehat jika hal-hal tersebut dapat dihilangkan. Salah satu cara untuk melakukan hal ini adalah dengan menciptakan entitas 'terpisah' yang akan mengambil alih kerugian atau kewajiban.

Mungkin kasus penyembunyian kerugian dan kewajiban yang paling terkenal berkaitan dengan Enron Corporation. Ini adalah bisnis energi besar Amerika yang menggunakan 'entitas bertujuan khusus' (SPE) sebagai alat penyembunyiannya. SPE digunakan oleh Enron untuk melepaskan diri dari aset-aset bermasalah yang nilainya turun, seperti operasi broadbandnya. Selain itu, kewajiban dialihkan ke entitas ini untuk membantu laporan posisi keuangan Enron terlihat lebih sehat. Perusahaan harus menjaga rasio gearing (hubungan antara pinjaman dan ekuitas) dalam batas tertentu untuk memuaskan lembaga pemeringkat kredit; SPE digunakan untuk mencapai hal ini. SPE yang digunakan untuk tujuan penyembunyian tidak terlepas dari bisnis dan seharusnya dimasukkan dalam laporan posisi keuangan Enron, beserta kerugian dan kewajibannya. Ketika hal ini, dan penyimpangan akuntansi lainnya, ditemukan pada tahun 2001, terdapat penyajian kembali kinerja dan posisi keuangan Enron untuk mencerminkan konsolidasi SPE, yang sebelumnya telah dihilangkan. Sebagai akibat dari penyajian kembali ini, bisnis tersebut mengakui kerugian sebesar Rp. 591 Miliyar empat tahun sebelumnya dan tambahan kewajiban sebesar Rp. 628 Miliyar pada akhir tahun 2000. Bisnis tersebut bangkrut pada akhir tahun 2001.

Dalam kasus serupa lainnya, ketua Anglo Irish Bank Seán FitzPatrick untuk sementara berhasil menyembunyikan Rp. 87 Miliyar yang dia pinjam dari bank. Pinjaman tersebut untuk sementara dialihkan ke bank lain sebelum dilakukan audit akhir tahun, sebuah praktik yang berlanjut selama delapan tahun. Hal ini terungkap pada tahun 2008. Terakhir, akuntansi kreatif mungkin melibatkan pernyataan nilai aset yang berlebihan. Revaluasi aset, dengan menggunakan angka yang tidak sesuai dengan nilai pasar wajarnya, dapat mencapai hal ini. Seperti telah kita lihat, hal ini juga dapat melibatkan kapitalisasi biaya yang seharusnya

dihapuskan sebagai pengeluaran, seperti dijelaskan sebelumnya. Parmalat SpA, sebuah perusahaan susu dan makanan besar di Italia, memberikan contoh pernyataan aset yang berlebihan. Parmalat mengumumkan pada bulan Desember 2003 bahwa saldo bank sebesar Rp. 3,95 Trilliun pada Bank of America cabang Kepulauan Cayman, pada kenyataannya, tidak ada.

Memeriksa akuntansi kreatif

Saat memeriksa laporan keuangan suatu bisnis, sejumlah pemeriksaan dapat dilakukan terhadap laporan tersebut untuk membantu mengetahui keandalannya. Ini dapat mencakup tes untuk melihat apakah:

- Laba yang dilaporkan secara signifikan lebih tinggi dibandingkan arus kas operasi pada periode tersebut, yang mungkin menunjukkan bahwa laba telah dilebih-lebihkan;
- Beban pajak perusahaan yang rendah dibandingkan dengan laba yang dilaporkan, yang mungkin menunjukkan, sekali lagi, bahwa laba tersebut dilebih-lebihkan, meskipun mungkin terdapat penjelasan lain yang lebih tidak bersalah;
- Metode penilaian yang digunakan untuk aset yang dimiliki didasarkan pada biaya historis atau nilai kini dan, jika pendekatan terakhir digunakan, mengapa dan bagaimana nilai kini ditentukan;
- Terdapat perubahan kebijakan akuntansi selama periode tersebut, khususnya pada bidang-bidang utama seperti pengakuan pendapatan, penilaian persediaan dan penyusutan;
- Kebijakan akuntansi yang diterapkan sejalan dengan kebijakan akuntansi yang diterapkan oleh industri lainnya;
- Laporan auditor memberikan 'kesehatan yang bersih' pada laporan keuangan; dan
- ‘cetakan kecil’, yaitu catatan atas laporan keuangan, tidak digunakan untuk menyembunyikan peristiwa atau perubahan signifikan.

Walaupun pemeriksaan seperti ini bermanfaat, pemeriksaan tersebut tidak menjamin dapat mengidentifikasi praktik akuntansi kreatif, yang beberapa di antaranya mungkin sangat mendalam dan tidak kentara.

Apakah akuntansi kreatif merupakan masalah permanen?

Beberapa tahun yang lalu, sekitar pergantian milenium, terjadi gelombang skandal akuntansi kreatif di Amerika dan Eropa, namun kini tampaknya sudah mereda. Tampaknya skandal akuntansi semakin jarang terjadi dan kualitas laporan keuangan semakin membaik. Diharapkan bahwa kepercayaan terhadap integritas laporan keuangan akan segera pulih. Sebagai hasil dari tindakan yang diambil oleh berbagai badan pengatur dan pembuat peraturan akuntansi, akuntansi kreatif telah menjadi proses yang lebih berisiko dan sulit bagi mereka yang mencobanya. Namun, hal ini tidak akan pernah hilang sepenuhnya dan gelombang skandal akuntansi kreatif lebih lanjut mungkin akan terjadi di masa depan. Gelombang milenial bertepatan dengan periode pertumbuhan ekonomi yang kuat. Selama masa perekonomian yang baik, investor dan auditor mungkin menjadi kurang waspada. Dengan demikian, peluang untuk memanipulasi angka menjadi lebih mudah. Oleh karena itu, kita tidak boleh terlalu berpuas diri. Segalanya mungkin berubah lagi ketika kita mengalami periode pertumbuhan yang kuat.

3.6 ANALISIS RASIO

Selain mendapatkan informasi dan wawasan mengenai perdagangan dan posisi suatu bisnis dengan membaca laporan keuangan yang dipublikasikan, menghitung rasio yang menghubungkan angka-angka tertentu satu sama lain juga berguna. Bahkan akan berguna untuk menghubungkan angka akuntansi tertentu dengan ukuran non-akuntansi, seperti jumlah karyawan. Salah satu alasan penghitungan rasio adalah upaya untuk merangkum informasi akuntansi yang cukup kompleks ke dalam sejumlah kecil indikator utama. Alasan terkait penghitungan rasio adalah untuk membuat angka lebih mudah dibandingkan. Misalnya, jika Bisnis A memperoleh laba tahun lalu sebesar Rp. 1 Miliyar dan Bisnis B memperoleh laba sebesar Rp. 2 Miliyar, apa yang dapat kita ketahui dari hal ini? Jelas hal ini menunjukkan bahwa B menghasilkan keuntungan yang lebih besar, namun apakah hal ini menunjukkan bahwa B dikelola dengan lebih baik atau lebih efisien? Jawabannya adalah hal ini tidak memberi kita kesan efisiensi relatif. B mungkin jauh lebih besar daripada A. Jika kita menghubungkan keuntungan masing-masing perusahaan dengan ukurannya, perbandingan efisiensi yang lebih valid dapat dibuat. Jumlah yang telah diinvestasikan oleh pemegang saham (modal saham ditambah cadangan, yang sama dengan total aset dikurangi total kewajiban) merupakan indikator ukuran yang umum digunakan, sehingga kita dapat menggunakannya.

Perbandingan antar bisnis bukanlah satu-satunya hal yang ingin kita lakukan. Kita mungkin ingin membandingkan kinerja bisnis saat ini dengan kinerja masa lalu untuk mencoba mengidentifikasi tren. Kita mungkin ingin menilai kinerja bisnis berdasarkan apa yang telah direncanakan oleh para manajernya. Menghitung rasio dari sekumpulan laporan keuangan merupakan tugas yang relatif mudah. Komputer dengan kondisi prima yang sesuai akan melakukannya secara instan. Bagian tersulit dari interpretasi terletak pada penggunaan keterampilan dan pengalaman untuk menarik kesimpulan yang valid dan berguna dari rasio. Secara tradisional, rasio diklasifikasikan menjadi lima kelompok. Sekarang kita akan melihat pilihan rasio dalam lima judul yang sama. Saat kami melanjutkan untuk mempertimbangkan setiap rasio, kami akan menghitung masing-masing rasio untuk Jackson plc untuk tahun 2017. Ketika hal ini selesai, untuk memberi kami beberapa dasar perbandingan, kami juga akan melihat rasio yang sama untuk tahun 2016.

Rasio profitabilitas

Rasio profitabilitas berkaitan dengan efektivitas bisnis dalam menghasilkan keuntungan. Cara yang sangat populer untuk menilai suatu bisnis adalah dengan menilai jumlah kekayaan yang dihasilkan dengan jumlah kekayaan yang diinvestasikan.

Rasio pengembalian modal yang digunakan (ROCE) (atau pengembalian aset bersih).

$$\frac{Operating\ Profit}{Modal\ saham + Cadangan + Kewajiban\ tidak\ lancar} \times 100\%$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{135}{709} \times 100\% = 19.0\ \%$$

Rasio ini melihat keuntungan yang diperoleh penyedia dana jangka panjang (sama dengan jumlah aset tidak lancar dan aset lancar dikurangi kewajiban lancar). Angka laba yang logis untuk digunakan dalam menghitung rasio ini adalah laba operasional. Hal ini karena kami mempertimbangkan efektivitas aset yang dibiayai baik oleh pemegang saham maupun oleh pemberi pinjaman jangka panjang (kewajiban tidak lancar). Oleh karena itu, kita harus menggunakan keuntungan yang dibagi antara kedua kelompok ini.

Asalkan keuntungan jangka pendek tidak dihasilkan dengan mengorbankan keuntungan jangka panjang, rasio ini mungkin harus setinggi mungkin. Pada Bab 2 kita melihat bahwa sebagian besar bisnis mungkin bisa meningkatkan laba akuntansi saat ini dan, bersama dengan itu, rasio ROCE, dengan mengambil tindakan yang dapat berdampak buruk terhadap profitabilitas jangka panjang, atau dengan mengorbankan risiko yang lebih tinggi. Karena rasio ini merupakan inti dari apa yang ingin dicapai oleh sebagian besar bisnis sektor swasta, maka rasio ini kadang-kadang dikenal sebagai rasio primer. Rasio pengembalian dana pemegang saham biasa (ROSF) (atau pengembalian ekuitas).

$$\frac{Keuntungan\ setahun}{Modal\ saham + Cadangan} \times 100\%$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{78}{409} \times 100\% = 19.1\ \%$$

Rasio ini hampir sama dengan rasio sebelumnya, namun mempertimbangkan hal-hal secara lebih spesifik dari sudut pandang pemegang saham. Oleh karena itu, angka keuntungan adalah yang diperoleh pemegang saham setelah semua biaya dipenuhi.

Rasio margin laba kotor

$$\frac{Laba\ kotor}{Pendapan\ penjualan} \times 100\%$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{359}{837} \times 100\% = 42.9\ \%$$

Hal ini menunjukkan berapa persentase pendapatan penjualan yang tersisa setelah biaya penyediaan persediaan bagi pelanggan (atau biaya langsung penyediaan layanan) diperhitungkan. Kita dapat mengatakan bahwa dari setiap Rp. 10.000 pendapatan penjualan, tersisa 42,9 pence sebagai laba kotor. Ada berbagai strategi penetapan harga dan keluaran yang dapat diterapkan oleh bisnis. Salah satu ujung spektrumnya adalah strategi penetapan harga output yang sangat rendah, sehingga pelanggan tertarik, sehingga menghasilkan pendapatan penjualan (perputaran) yang tinggi. Di sisi lain adalah strategi penetapan harga yang cukup tinggi sehingga menghasilkan omzet penjualan yang relatif rendah. Pada prinsipnya, tidak ada strategi yang lebih disukai dibandingkan strategi lainnya. Di mana kisaran

bisnis yang ingin dijalankan adalah masalah penilaian manajerial. Dalam membuat penilaian ini, manajer perlu mempertimbangkan sifat pasar dan struktur biaya bisnis itu sendiri.

Rasio margin keuntungan operasi (OPM).

$$\frac{Keuntungan}{Pendapan\ penjualan} \times 100\%$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{135}{837} \times 100\% = 16.1\%$$

Rasio ini menunjukkan sisa pendapatan penjualan setelah seluruh biaya menjalankan bisnis pada periode tersebut dipenuhi. Dalam hal ini, itu adalah 16,1% untuk setiap Rp. 10.000 pendapatan penjualan. Sekali lagi, keuntungannya harus sebesar mungkin, asalkan margin keuntungan yang tinggi tidak diperoleh dengan mengorbankan beberapa aspek lainnya. Sekali lagi, sikap 'jangka pendek' terhadap keuntungan dapat menghasilkan margin keuntungan operasional yang mengesankan, namun mungkin tidak berkelanjutan di masa depan.

Rasio aktivitas

Rasio aktivitas digunakan untuk mencoba menilai efektivitas suatu bisnis dalam menggunakan asetnya.

Rasio pendapatan penjualan terhadap modal yang digunakan (SRCE) (atau perputaran aset bersih).

$$\frac{Laba\ kotor}{Modal\ saham + Cadangan + Kewajiban\ tidak\ lancar}$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{837}{709} = 1.18\ kali$$

Rasio ini memungkinkan penilaian dibuat mengenai sejauh mana bisnis telah menghasilkan pendapatan. Seperti pada rasio ROCE, angka modal yang digunakan (yang nilainya sama dengan angka aset bersih) digunakan sebagai ukuran besarnya usaha. Rasio ini adalah ukuran efektivitas penggunaan aset untuk menghasilkan penjualan. Besarnya rasio ini akan mencerminkan strategi bisnis mengenai margin dan omzet, yang dibahas di atas dalam konteks rasio margin laba kotor. Rasio yang tinggi belum tentu menguntungkan jika margin sangat kecil sehingga tingkat laba yang dihasilkan pada tahun tersebut tidak memuaskan.

Perlu diperhatikan hubungan langsung antara:

- ROCE;
- margin keuntungan operasional; Dan
- pendapatan penjualan terhadap modal yang digunakan.

Jika Anda melihat kembali definisi masing-masing rasio ini, Anda akan melihat bahwa:

$$ROCE = margin\ keuntungan\ operasional\ \times pendapatan\ penjualan\ terhadap\ modal\ digunakan$$

$$ROCE = OPM\ \times SRCE$$

Melihat rasio Jackson plc untuk tahun 2017 (lihat di atas), kami memiliki:

$$\text{ROCE}\ (19.0\%) = \text{OPM}(16.1\%) \times \text{SRCE}(1.18)$$

Melihat pendapatan penjualan relatif terhadap berbagai elemen aset bersih akan sangat membantu. Misalnya, jika terdapat rasio pendapatan penjualan terhadap modal yang digunakan relatif kecil, analisis lebih lanjut dapat dilakukan untuk menilai perputaran aset tidak lancar, perputaran aset lancar, dan sebagainya. Hal ini memungkinkan analis untuk membuat penilaian tentang alasan rendahnya angka pendapatan penjualan terhadap modal yang digunakan. Hal ini pada gilirannya dapat mengungkapkan bahwa bisnis mempunyai keseimbangan abnormal antara berbagai elemen aset bersih, misalnya aset tidak lancar yang relatif tinggi.

Rasio periode perputaran persediaan

$$\frac{Inventori}{Inventori\ yang\ digunakan} \times 365\ hari$$

Jackson plc adalah produsen yang membuat barang sesuai pesanan dan, oleh karena itu, tidak memiliki persediaan barang jadi. Mari kita asumsikan bahwa semua persediaan pada akhir tahun adalah bahan mentah (bukan barang dalam proses). Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{43}{253} \times 365 = 62.0\ hari$$

Rasio ini menunjukkan jumlah rata-rata hari dimana persediaan masih berada dalam bisnis sebelum dimasukkan ke dalam produksi. Manajemen persediaan yang baik akan menyebabkan angka ini menjadi serendah mungkin, konsisten dengan ketersediaan persediaan yang cukup untuk memenuhi kebutuhan produksi.

Rasio perputaran persediaan merupakan kebalikannya, yaitu:

$$\frac{Inventori\ yang\ digunakan}{Inventori}$$

Rasio jangka waktu penyelesaian piutang usaha (hari piutang usaha).

$$\frac{Piutang\ usaha}{Pendapatan\ penjualan\ kredit} \times 365\ hari$$

Dengan asumsi seluruh penjualan bisnis dilakukan secara kredit, rasio Jackson plc pada tahun 2017 adalah:

$$\frac{96}{837} \times 365 = 41.9\ hari$$

Rasio ini memberi tahu kita berapa lama, rata-rata, setelah penjualan kredit, yang dibutuhkan pelanggan kredit (piutang usaha) untuk memenuhi kewajiban membayarnya. Kebijakan kredit perdagangan yang dikelola dengan baik akan membuat mereka membayar dalam waktu sesingkat mungkin, tanpa merusak hubungan baik dengan pelanggan.

Rasio jangka waktu pelunasan utang usaha (hari utang usaha).

$$\frac{Hutang\ dagang}{Pembelian\ kredit} \times 365$$

Dengan asumsi seluruh pembelian dilakukan secara kredit dan utang usaha hanya terkait dengan pembelian persediaan bahan mentah, rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{45}{255} \times 365 = 64.4\ hari$$

Rasio ini memberi tahu kita berapa lama, rata-rata, setelah pembelian secara kredit, yang dibutuhkan bisnis untuk memenuhi kewajibannya membayar barang atau jasa yang dibeli. Kebijakan utang usaha yang dikelola dengan baik akan menghasilkan sebanyak mungkin kredit 'gratis' tanpa merusak niat baik pemasok. Pengelolaan persediaan, piutang usaha dan utang usaha (dan kas) dibahas secara rinci di Bab 13.

Rasio likuiditas

Rasio likuiditas digunakan untuk mencoba menilai seberapa baik bisnis mengelola modal kerjanya.

Rasio saat ini:

$$\frac{Aset\ lancar}{Kewajiban\ lancar}$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{176}{90} = 1.96 : 1$$

Perhatikan bahwa rasio ini biasanya dinyatakan dengan menyatakan jumlah aset lancar per Rp.10.000 dari kewajiban lancar.

Rasio lancar memberikan beberapa ukuran tentang bagaimana keseimbangan tercapai antara dua aspek modal kerja. Biasanya, dunia usaha berusaha untuk memiliki rasio lancar

yang lebih tinggi dari 1:1, yaitu, mereka berusaha menghindari aset lancar yang dibiayai seluruhnya dari kewajiban lancar. Dengan cara ini mereka berharap dapat memberikan keyakinan kepada kreditor jangka pendek (misalnya, utang dagang) bahwa terdapat cukup aset likuid untuk menutupi klaim mereka.

Angka umum untuk rasio ini cenderung disarankan dalam literatur dan cerita rakyat pengelolaan keuangan, angka yang populer adalah 2 : 1. Faktanya, angka sebenarnya cenderung sangat bervariasi, namun tampaknya terdapat angka karakteristik untuk industri yang berbeda. Jaringan supermarket biasanya memiliki rasio di bawah 1:1, sedangkan produsen memiliki rasio yang jauh lebih tinggi. Perbedaan ini hampir pasti disebabkan oleh komposisi aset lancar. Di supermarket, aset lancar terdiri dari uang tunai dan persediaan yang beredar cepat; supermarket tidak menjual secara kredit (oleh karena itu mereka tidak mempunyai piutang dagang) dan, biasanya, persediaan tidak bertahan lama di rak. Dengan demikian, semua aset lancar mereka berada dalam keadaan yang cukup likuid, berupa uang tunai atau, dalam keadaan normal, barang-barang yang secara alami berubah menjadi uang tunai dalam satu atau dua minggu. Sebaliknya, produsen biasanya menjual secara kredit dan, karena mereka perlu menyimpan persediaan bahan mentah, barang jadi, dan sejumlah barang dalam proses (WIP), banyak dari aset lancar mereka, mungkin, beberapa bulan lagi akan berubah menjadi barang jadi. menjadi uang tunai.
Lihat Tabel 13.1 untuk mengetahui gambaran hubungan antara aset lancar dan kewajiban lancar (dan juga rasio lancar) dalam praktiknya.

Rasio uji asam (atau aset cepat).

$$\frac{Aset\ lancar\ lebih\ sedikit\ persediaan}{Kewajiban\ lancar}$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{133}{90} = 1.48 : 1$$

Rasio uji asam menjawab pertanyaan secara langsung: jika kreditor jangka pendek menuntut pembayaran klaim mereka dalam waktu kurang lebih segera, apakah terdapat cukup aset likuid untuk memenuhinya? Kita mungkin bertanya pada diri sendiri apakah kemungkinan besar semua kreditor jangka pendek akan meminta uang mereka sekaligus. Jawabannya mungkin tidak, asalkan mereka tetap yakin bahwa pembayaran akan dilakukan pada waktu normal. Mereka yang memberikan kredit tanpa jaminan besi, yang biasanya merupakan penyedia kredit jangka pendek, melakukannya demi keuntungan komersial mereka sendiri (misalnya, untuk menjual produk mereka) dan mereka melakukannya karena mereka memiliki alasan yang masuk akal. keyakinan bahwa mereka akan dibayar. Tanda-tanda, termasuk lemahnya rasio uji asam, yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mungkin tidak mampu membayar, kemungkinan besar akan mengikis kepercayaan tersebut, sehingga memicu tuntutan pembayaran segera.

Yang termasuk dalam alat likuid dalam perhitungan rasio aktiva cepat adalah soal pertimbangan. Untuk supermarket, ini mungkin mencakup seluruh aset lancar, karena tidak satu pun dari aset tersebut yang kemungkinan besar akan berubah menjadi uang tunai. Bagi produsen, mereka mungkin akan mengecualikan persediaan dan, mungkin, beberapa piutang.

Kita mungkin dapat mengatakan bahwa, secara teori, terlepas dari sifat bisnis yang terlibat, rasio ini harus sekitar 1 : 1. Perbedaan antara jenis bisnis sebenarnya disesuaikan dengan definisi aset likuid. Lihat Tabel 13.1 untuk mengetahui beberapa kesan hubungan antara aset likuid dan kewajiban lancar. Hal ini menunjukkan bahwa, dalam praktiknya, rasio uji asam cenderung tidak setinggi 1:1 untuk bisnis yang sudah mapan.

Tidak ada rasio periode kredit

$$\frac{Uang\ Tunai\ (dan\ hampir\ tunai)}{Biaya\ cash\ running\ harian\ rata-rata}$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{25}{(478+111+113+30-63)/365} = 13.6\ hari$$

Pembilangnya (bagian atas pecahan) adalah uang tunai. Penyebutnya (bagian bawah pecahan) adalah pengeluaran rata-rata, tidak termasuk penyusutan (Rp. 63 Miliyar untuk tahun tersebut). Penyusutan tidak termasuk karena bukan merupakan beban yang secara langsung menimbulkan arus kas. Ini adalah ukuran likuiditas yang lebih dinamis dibandingkan rasio aset cepat. Ia menanyakan berapa hari bisnis dapat terus beroperasi tanpa suntikan uang tunai lebih lanjut. Dengan cara ini, hal ini menghubungkan tingkat aset likuid bisnis dengan tingkat yang diperlukan untuk memungkinkan operasi normal dipertahankan. Rasio ini harus sebesar mungkin, konsisten dengan tidak adanya terlalu banyak kas yang tidak produktif di bank. Ada beberapa pembahasan mengenai keuntungan dan kerugian memegang uang tunai di Bab 13.

Rasio capital gearing

Capital gearing berkaitan dengan ukuran relatif dana yang disediakan oleh pemegang saham, di satu sisi, dan oleh pemberi pinjaman jangka panjang, di sisi lain. Ini adalah masalah penting dalam keuangan bisnis, yang mengenainya terdapat berbagai teori dan bukti empiris. Hal ini dibahas secara rinci di Bab 11. Karena alasan-alasan yang dikemukakan di Bab 11, pembiayaan pinjaman cenderung lebih murah dibandingkan pembiayaan ekuitas. Di sisi lain, pembiayaan pinjaman menghadapkan pemegang saham pada risiko yang lebih besar dibandingkan pembiayaan ekuitas. Rasio dalam bidang ini cenderung berkaitan dengan penilaian tingkat capital gearing.

Rasio Capital gearing

$$\frac{Liabilitas\ tidak\ lancar}{Pembagian\ modal + cadangan + liabilitas\ tidak\ lancar}$$

Terkadang bisnis dibiayai oleh cerukan bank secara semi permanen. Jika hal ini terjadi, maka akan lebih tepat untuk memasukkan jumlah overdraft bank dengan kewajiban tidak lancar, ketika menghitung rasio gearing. Meskipun demikian, cerukan tersebut, karena bank dapat meminta pembayaran kembali dalam waktu singkat, disajikan dalam laporan posisi keuangan sebagai kewajiban lancar.

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{300}{409 + 300} = 0.42 : 1$$

Tidak mudah untuk mengatakan apakah suatu angka tertentu mewakili angka yang tinggi. 'Tinggi' mungkin paling baik didefinisikan sebagai jauh lebih besar daripada yang biasanya ditemukan dalam industri tempat bisnis tersebut beroperasi.

Rasio cakupan bunga

$$\frac{Keuntungan\ operasional}{Bunga\ biaya}$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{135}{30} = 4.5\ kali$$

Rasio ini melihat berapa kali bunga dapat dipenuhi dari keuntungan. Oleh karena itu, ini merupakan ukuran seberapa mudah suatu bisnis dapat memenuhi kewajiban pembayaran bunganya.

Rasio investor

Rasio investor berkaitan dengan melihat bisnis dari sudut pandang pemegang saham, mungkin memiliki saham di bisnis yang terdaftar di bursa saham. Rasio ini adalah jenis yang muncul di halaman keuangan surat kabar. Dua di antaranya yang akan kita pertimbangkan sebagian didasarkan pada harga pasar saham saat ini. Kami akan bekerja berdasarkan bahwa saham biasa Jackson plc memiliki nilai pasar sebesar Rp. 5.1 miliyar pada tanggal 31 Desember 2017.

Rasio laba per saham (EPS).

$$\frac{Keuntungan\ setahun}{Jumlah\ saham\ biasa}$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{78}{200} = 3\ euro\ per\ saham$$

Angka EPS merupakan laba yang dapat diatribusikan pada setiap saham. Ini bukan dividen yang dibayarkan per saham, kecuali seluruh laba dibayarkan sebagai dividen, yang

merupakan hal yang tidak biasa. Kita harus ingat bahwa keuntungan, atau setidaknya kekayaan yang diwakili oleh keuntungan tersebut, adalah milik para pemegang saham, baik dibayarkan kepada mereka atau tidak. Pada Bab 12 kita akan mempertimbangkan apakah pemegang saham lebih memilih menerima dividen atau 'mengembalikan' keuntungan mereka.

Rasio harga/pendapatan (P/E).

$$\frac{Harga\ pasar\ saat\ ini\ persaham}{Laba\ persaham}$$

Rasio Jackson plc pada 31 Desember 2017 adalah:

$$\frac{5.10}{0.39} = 13.1$$

Rasio P/E dapat dilihat sebagai jumlah tahun yang diperlukan, berdasarkan harga saham dan tingkat pendapatan saat ini, agar pendapatan dari saham tersebut dapat menutupi harga saham, yaitu untuk membayar kembali biaya saham. bagiannya. Ini merupakan cara yang sangat populer untuk menilai saham. Saham dengan rasio P/E yang tinggi adalah saham yang harganya lebih tinggi dibandingkan dengan pendapatannya saat ini. Hal ini menunjukkan bahwa investor yakin akan pertumbuhan pendapatan di masa depan. Tentu saja, berdasarkan ekspektasi keuntungan di masa depan, investor akan menilai nilai saham.

Rasio hasil dividen

$$\frac{Pembagian\ saham}{Harga\ pasar\ saat\ ini\ per\ saham} \times 100\%$$

Rasio Jackson plc pada 31 Desember 2017 adalah:

$$\frac{20/200}{5.10} \times 100 = 2.0\%$$

Rasio ini berupaya menilai pengembalian tunai atas investasi yang diperoleh pemegang saham. Sejauh ini, hal ini memungkinkan dilakukannya perbandingan dengan peluang investasi lain yang tersedia. Pilihan untuk memilih angka yang tinggi atau rendah untuk hasil dividen sangat bergantung pada kebutuhan dan tujuan investasi pemegang saham. Kita akan melihat lebih jauh rasio P/E dan hasil dividen di Bab 16.

Rasio cakupan dividen

$$\frac{Keuntungan\ tahunan}{Total\ deviden}$$

Rasio Jackson plc untuk tahun 2017 adalah:

$$\frac{78}{20} = 3.9\ kali$$

Rasio penutup dividen menunjukkan seberapa nyaman bisnis dapat memenuhi dividen dari keuntungan saat ini. Semakin tinggi rasionya, semakin yakin pemegang saham bahwa dividen akan dipertahankan, setidaknya pada tingkat saat ini, bahkan jika terjadi penurunan laba.

Rasio Jackson plc

Sekarang kita dapat menilai Jackson plc melalui rasio akuntansinya. Sebagai dasar perbandingan, kami akan membandingkan hasil tahun 2017 dengan hasil tahun 2016. Laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan tahun 2016 disajikan dalam lampiran bab ini. Berikut tabel rasio tahun 2017 dengan perbandingan tahun 2016.

Jackson plc

Rasio akuntansi untuk tahun yang berakhir pada tanggal 31 Desember

	2016	2017
Rasio profitabilitas		
Pengembalian modal yang digunakan (%)	14.9	19.0
Pengembalian dana pemegang saham biasa (%)	13.1	19.1
Marjin laba kotor (%)	43.8	42.9
Margin keuntungan operasional (%)	13.8	16.1
Rasio aktivitas		
Pendapatan penjualan terhadap modal yang digunakan (kali)	1.08	1.18
Periode perputaran persediaan (hari)	78.8	62.0
Jangka waktu penyelesaian piutang usaha (hari)	56.2	41.9
Jangka waktu pelunasan utang usaha (hari)	83.9	64.4
Rasio likuiditas		
Saat ini	0,99 : 1	1,96 : 1
Tes asam	0,73 : 1	1,48 : 1
Tanpa jangka waktu kredit (hari)	—	13.6
Rasio capital gearing		
Bersiap	0,46 : 1	0,42 : 1
Perlindungan bunga (kali)	2.9	4.5
Rasio investor		
Laba per saham (£)	0,23	0,39
Harga/pendapatan	15.2	13.1
Hasil dividen (%)	2.1	2.0
Penutupan dividen (kali)	3.1	3.9

Komentari rasio Jackson plc

Pada tahun 2017 terdapat rasio pengembalian modal yang digunakan yang jauh lebih tinggi dibandingkan pada tahun 2016, dan hal ini biasanya dianggap sebagai hal yang diinginkan. Hal ini dicapai terutama melalui peningkatan rasio pendapatan penjualan terhadap modal yang digunakan, yang mampu mengatasi sedikit penurunan margin laba kotor. Oleh karena itu, bisnis ini menjadi lebih efektif dalam menghasilkan penjualan pada tahun 2017 dibandingkan pada tahun 2016. Margin laba operasional meningkat karena

adanya peningkatan yang kuat dalam omset (pendapatan penjualan), meskipun terdapat peningkatan pada tingkat biaya overhead.

Likuiditas meningkat secara dramatis dari tingkat yang mungkin tidak sehat, ke tingkat yang mungkin dianggap cukup kuat. Hal ini dicapai melalui pengurangan jumlah waktu penyimpanan persediaan dan waktu yang dibutuhkan untuk menagih jumlah utang pelanggan kredit. Hutang dagang lebih cepat dilunasi pada tahun 2017 dibandingkan pada tahun 2016. Hal ini mencerminkan penurunan sejauh mana perusahaan memanfaatkan ketersediaan bentuk pembiayaan yang secara teori bebas biaya ini. Hal ini mungkin dilakukan dengan sengaja dengan tujuan untuk meningkatkan hubungan dengan pemasok. Sebagian karena penghapusan cerukan dan sebagian lagi karena tingginya cadangan laba yang dibajak kembali, rasio gearing turun.

Meningkatnya laba tanpa adanya peningkatan jumlah saham yang diterbitkan secara langsung menyebabkan peningkatan laba per saham. Rasio harga/pendapatan menurun meskipun kinerja laba bisnis jauh lebih baik pada tahun 2017. Hal ini dapat dijelaskan oleh fakta bahwa harga saham didorong oleh ekspektasi investor terhadap masa depan bisnis. Oleh karena itu, harga pada tahun 2016 mencerminkan ekspektasi keuntungan di masa depan, bukan keuntungan tahun 2016, yang digunakan dalam perhitungan rasio tahun tersebut. Meningkatnya laba menyebabkan peningkatan tutupan dividen meskipun ada kenaikan dividen pada tahun 2017. Secara umum kita mempunyai gambaran suatu bisnis yang mengalami peningkatan signifikan dalam sebagian besar aspek kinerja dan posisinya sepanjang tahun. Hal ini lebih menguntungkan, sehingga menghasilkan arus kas yang kuat (lihat laporan arus kas) sehingga likuiditas menjadi lebih baik dan capital gearing menjadi lebih rendah.

Terlepas dari permasalahan analisis rasio, yang akan segera kita bahas, harus diakui bahwa cakupan analisis ini sangat terbatas. Kami hanya mempertimbangkan angka dua tahun saja. Mungkin akan lebih bermanfaat jika kita melihat rasio-rasio yang membentang selama beberapa tahun. Kami hanya menggunakan periode lain untuk bisnis yang sama sebagai dasar perbandingan kami. Setidaknya akan bermanfaat jika membandingkan kinerja Jackson plc dengan kinerja bisnis lain dalam industri ini; mungkin rata-rata industri untuk berbagai rasio. Mungkin yang terbaik adalah membandingkan kinerja aktual dengan kinerja yang direncanakan. Kita tahu bahwa periode penyelesaian piutang usaha Jackson plc pada tahun 2017 lebih singkat dibandingkan pada tahun 2016, namun hal ini tidak berarti bahwa hal ini menunjukkan kinerja yang memuaskan dibandingkan dengan rata-rata industri, atau dibandingkan dengan anggaran piutang usaha perusahaan. periode pengumpulan.

Rasio lainnya

Jumlah rasio yang dapat dihitung dari satu kumpulan laporan keuangan hampir tidak terbatas. Rasio yang telah kami pertimbangkan hanya mewakili sampel, meskipun rasio tersebut tampaknya merupakan rasio yang lebih populer digunakan dalam praktik. Rasio tertentu mungkin cocok untuk jenis bisnis tertentu. Tentu saja rasio periode perputaran persediaan hanya cocok untuk bisnis yang menjual barang dengan cara tertentu. Bagi bisnis yang menawarkan layanan, hal itu tidak pantas.

Rasio tidak perlu diturunkan secara eksklusif dari laporan keuangan. Rasio pendapatan penjualan per karyawan banyak digunakan. Biaya per ton/mil (yaitu, biaya pengangkutan satu ton kargo sejauh satu mil) banyak digunakan dalam industri transportasi. Pendapatan penjualan per meter persegi luas penjualan banyak digunakan dalam perdagangan eceran.

Kehati-hatian dalam interpretasi rasio

Jelas dari apa yang telah kita lihat sejauh ini bahwa analisis rasio bukanlah ilmu pasti. Pemilihan rasio-rasio yang dihitung, definisi yang tepat dari rasio-rasio ini dan kesimpulan-kesimpulan yang diambil sangat bergantung pada penilaian dan dugaan. Rasio cenderung menimbulkan pertanyaan dibandingkan menjawabnya. Rasio dapat menyoroti area dimana kinerja tahun ini berbeda dari tahun lalu, atau dimana kinerja suatu bisnis berbeda dari bisnis lain dalam industri tersebut. Mereka tidak akan memberi tahu Anda apakah kinerja tahun ini lebih baik dari yang direncanakan, apakah lebih baik dari tahun-tahun lainnya, atau apakah Bisnis A lebih baik dari tahun-tahun lainnya.

Oleh karena itu, tidak tepat jika bersikap dogmatis dalam menafsirkan rasio. Misalnya, periode penyelesaian piutang usaha Jackson plc pada tahun 2017 lebih pendek dibandingkan tahun 2016. Namun, hal ini tidak dapat secara otomatis diartikan sebagai suatu perbaikan. Mungkin terdapat banyak tekanan yang diberikan kepada pelanggan kredit untuk membayar segera dan hal ini menyebabkan hilangnya niat baik pelanggan, yang pada akhirnya akan berdampak buruk pada profitabilitas bisnis.

Masalah dengan angka akuntansi

Di awal bab ini, kita telah membahas sifat informasi akuntansi dan masalah dalam penggunaannya. Dalam konteks rasio akuntansi, mungkin ada dua kelemahan yang signifikan. Pertama, terdapat kecenderungan laporan laba rugi untuk melebih-lebihkan laba, dibandingkan dengan penilaian yang lebih benar mengenai jumlah kekayaan yang diciptakan; dan kedua, terdapat kecenderungan angka-angka laporan posisi keuangan meremehkan jumlah kekayaan yang terikat dalam bisnis. Kombinasi dari ketiga hal ini menimbulkan masalah tertentu ketika kita berhadapan dengan rasio yang dihitung menggunakan satu angka dari laporan laba rugi dan satu angka dari laporan posisi keuangan. Contoh bagusnya adalah rasio pengembalian modal yang digunakan. Misalnya, apakah bijaksana untuk menyimpulkan bahwa tingkat pengembalian aset bersih Jackson plc sebesar 19,0 persen pada tahun 2017 mewakili tingkat pengembalian yang lebih baik daripada bunga rekening deposito bank, katakanlah sebesar 5 persen, bahkan dengan mengabaikan perbedaan tingkat risiko? Masalah lain dalam menggunakan angka-angka laporan posisi keuangan adalah bahwa angka-angka tersebut mewakili posisi pada satu titik waktu yang telah ditentukan. Pada saat ini, akhir periode pelaporan bisnis tertentu, mungkin tidak lazim terjadi pada bisnis sepanjang sisa tahun tersebut. Hal ini mungkin memang benar adanya: misalnya, manajemen mungkin memilih tanggal akhir tahun tertentu karena persediaan cenderung rendah pada saat itu. Sangat umum bagi bisnis untuk melakukan penghitungan fisik persediaan pada akhir tahun pelaporan. Tugas ini akan menjadi lebih mudah jika tingkat persediaan rendah. Oleh karena itu, penggunaan angka-angka dalam laporan posisi keuangan akhir tahun dapat menghasilkan rasio-rasio yang tidak mewakili kinerja bisnis sepanjang tahun dan, pada gilirannya, dapat menyebabkan pengambilan keputusan yang tidak tepat mengenai arah bisnis di masa depan.

Jika rasio tertentu menghubungkan angka laporan posisi keuangan dengan angka laporan laba rugi, terdapat masalah lebih lanjut. Laporan posisi keuangan mewakili posisi pada suatu titik waktu tertentu, namun laporan laba rugi merangkum serangkaian transaksi selama periode tersebut. Jika angka laporan posisi keuangan tidak sesuai dengan periode yang bersangkutan, hal ini dapat menyebabkan distorsi rasio. Misalnya, kami menghitung laba atas modal yang digunakan untuk Jackson plc dengan menghubungkan laba operasi tahun tersebut dengan modal yang digunakan pada akhir tahun. Namun jelas bahwa pada waktu-waktu lain dalam satu tahun, modal yang digunakan tidak sama dengan angka pada akhir tahun. Dengan kata lain, dana yang diinvestasikan untuk menghasilkan Rp. 135 Miliyar mungkin kurang dari Rp. 709 miliyar hampir sepanjang tahun.

Solusi yang jelas untuk masalah ini adalah dengan menghitung rata-rata jumlah modal awal dan akhir yang digunakan dan menggunakannya dalam penghitungan rasio. Hal ini akan memberikan rasio pada tahun 2017 sebesar 19,9 persen (135/[(651 + 709)/2] * 100%), dibandingkan dengan angka perhitungan awal sebesar 19,0 persen. Seperti yang telah kita lihat, angka-angka dalam laporan posisi keuangan belum tentu mewakili angka-angka pada tahun yang lain. Dalam hal ini, rata-rata angka awal tahun dan akhir tahun saja tidak akan banyak membantu menghilangkan distorsi tersebut. Hal ini tidak akan menimbulkan masalah bagi mereka yang memiliki akses terhadap angka-angka dasar, karena mereka dapat menyimpulkan angka rata-rata yang lebih representatif. Pihak luar tidak dapat berbuat lebih dari rata-rata angka yang tersedia.

Meskipun Standar Pelaporan Keuangan Internasional berupaya untuk meningkatkan sejauh mana laporan keuangan disusun secara konsisten dari satu bisnis ke bisnis lainnya, masih ada area di mana satu bisnis secara sah menangani transaksi, atau peristiwa yang sama, secara berbeda dari bisnis lainnya. Hal ini menciptakan masalah lain bagi analis ketika mencoba menggunakan informasi akuntansi untuk membuat perbandingan antar bisnis.

Keterbatasan lain dari rasio akuntansi

Rasio akuntansi diperoleh dengan membagi satu angka dengan angka lainnya. Seperti semua indikator lainnya, informasi pun hilang. Alasan penting penggunaan rasio adalah untuk memungkinkan dilakukannya perbandingan antara faktor-faktor yang skalanya tidak sama. Namun terkadang, penting untuk menyadari skalanya. Misalnya, ukuran suatu bisnis bisa berlipat ganda dari satu tahun ke tahun berikutnya, namun rasio saja tidak akan mengungkapkan fakta ini.

Melihat laporan keuangan saja bisa menjadi pelajaran, mencoba mengambil pendekatan yang kritis dan penuh rasa ingin tahu. Misalnya, jika kita melihat kembali laporan posisi keuangan Jackson plc untuk tahun 2017, ada beberapa poin yang perlu diperhatikan, tidak ada satupun yang dapat diambil dari penggunaan rasio akuntansi standar.

Yang pertama berkaitan dengan aset tidak lancar, khususnya pabrik dan mesin. Provisi penyusutan, yaitu bagian biaya yang telah dianggap sebagai beban, hampir sama besarnya dengan angka biaya (Rp. 226 Miliyar dibandingkan dengan Rp. 253 Miliyar). Hal ini menyiratkan bahwa pabrik tersebut mendekati akhir masa pakai yang diperkirakan oleh bisnis. Hal ini, pada gilirannya, mempunyai beberapa implikasi:

- Bisnis ini beroperasi dengan pabrik lama. Ini mungkin berarti mereka tidak menggunakan metode tercanggih yang tersedia. Ini mungkin merupakan faktor penting atau tidak. Namun demikian, hal ini mungkin berguna untuk diketahui oleh seseorang yang mencoba melakukan penilaian terhadap bisnis dalam membangun gambarannya.
- Mungkin, yang lebih penting, nampaknya akan ada kebutuhan untuk mengganti berbagai jenis tanaman dalam waktu dekat. Hal ini mungkin akan menyebabkan arus keluar uang tunai dalam jumlah besar. Hal ini menimbulkan pertanyaan dari mana dana tersebut berasal. Apakah bisnis tersebut sudah mendapatkan jumlah uang tunai yang dibutuhkan atau perlukah bisnis tersebut meminjam atau meningkatkan modal saham baru?
- Pada periode inflasi, aset tidak lancar yang lama menunjukkan biaya penyusutan tahunan yang rendah yang dibebankan pada laporan laba rugi. Oleh karena itu, laba mungkin terlalu dibesar-besarkan jika dibandingkan dengan keuntungan yang akan dihasilkan jika pabrik yang lebih baru digunakan.

Poin selanjutnya berkaitan dengan cadangan. Adalah sah jika pemegang saham menerima pembayaran dividen sebesar Rp. 209 Miliyar pada tanggal 31 Desember 2017, mungkin dengan menjual sebagian aset non-tunai untuk mengumpulkan dana yang diperlukan. Arus keluar aset dalam jumlah besar ini dapat menimbulkan dampak buruk terhadap bisnis dalam hal kemampuannya untuk terus berdagang. Meskipun dividen yang besar ini tidak mungkin terjadi, namun kemungkinan tersebut ada dan harus diakui.

Poin ketiga adalah, berdasarkan laporan posisi keuangan, terdapat ruang lingkup yang wajar untuk pinjaman lebih lanjut yang dijamin. Surat pinjaman mungkin dijaminkan di tanah hak milik. Tanah hak milik mungkin diremehkan dalam laporan posisi keuangan sehubungan dengan nilai pasarnya. Hal ini dapat berarti bahwa bisnis tersebut akan mampu melipatgandakan jumlah pinjaman yang dijaminkan. Karena jauh lebih mudah untuk meminjam ketika jaminan atas suatu aset, seperti tanah, dapat ditawarkan, hal ini mungkin merupakan poin penting. Mungkin bisnis tersebut tidak ingin menambah modal pinjaman lebih lanjut. Mungkin ada alasan tersendiri mengapa sulit meminjam. Di sisi lain, poin tentang keamanan yang tidak digunakan mungkin penting.Hal serupa dapat diidentifikasi dengan pemeriksaan lebih lanjut terhadap laporan keuangan, tanpa repot-repot menghitung rasio apa pun.

3.7 MENGGUNAKAN RASIO AKUNTANSI DALAM PREDIKSI KEGAGALAN KEUANGAN

Salah satu tujuan analisis rasio adalah mencoba membuat penilaian mengenai kemampuan bisnis tertentu untuk bertahan dan sejahtera. Para analis telah menunjukkan minat yang besar terhadap rasio-rasio yang mungkin dapat mengindikasikan bisnis yang berada dalam bahaya mengalami kesulitan keuangan. Alasannya adalah beberapa kelompok yang memiliki hubungan dengan bisnis tersebut akan sangat menderita jika bisnis tersebut bangkrut. Pemberi pinjaman (termasuk utang dagang) mungkin mendapati bahwa mereka tidak akan menerima uang yang harus mereka bayarkan, karyawan mungkin akan kehilangan pekerjaan, pemasok mungkin akan kehilangan pelanggan, dan pemegang saham mungkin akan kehilangan sebagian atau seluruh investasi mereka. Jika pihak-pihak ini mampu mengidentifikasi bisnis-bisnis yang 'berisiko', mereka dapat mengambil langkah-langkah untuk

mencoba mengembalikan keadaan ke kondisi yang lebih baik, atau mereka dapat mengambil tindakan-tindakan pembatasan kerusakan seperti meminta pembayaran kembali uang mereka dengan cepat, mengganti pekerjaan, mencari pelanggan baru. atau menjual sahamnya.

Awalnya, perhatian terfokus pada identifikasi rasio-rasio individual yang mungkin mewakili indikator yang baik mengenai kemungkinan keruntuhan finansial. Oleh karena itu, para peneliti berusaha untuk dapat membuat pernyataan seperti: jika nilai rasio tertentu (seperti rasio uji asam) turun di bawah angka ambang batas tertentu, maka bisnis tersebut berada dalam risiko yang signifikan. Mereka berupaya melakukan hal ini dengan mengidentifikasi rasio tertentu yang mungkin bisa menjadi pembeda yang baik antara orang yang berpotensi gagal dan orang yang selamat.

Para peneliti kemudian menemukan sekelompok bisnis yang justru kolaps. Mereka mencocokkan hal ini dengan kelompok kedua yang berisi bisnis-bisnis yang tidak gagal, yang masing-masingnya mirip dengan kelompok bisnis yang bangkrut dalam hal ukuran, industri, dan seterusnya. Hal ini memberikan mereka dua kelompok, yang sedapat mungkin identik, hanya saja semua anggota kelompok yang satu telah terpecah dan tidak ada satu pun dari kelompok kedua yang memilikinya. Dengan menggunakan data masa lalu mengenai semua usaha, dilakukan upaya untuk menguji apakah rasio-rasio tertentu yang dipilih berbeda secara signifikan antara kedua kelompok selama periode (katakanlah, lima tahun) menjelang tanggal jatuhnya usaha-usaha yang gagal tersebut. Jika terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio tertentu, dapat dikatakan bahwa angka di atas tingkat tertentu menunjukkan bahwa bisnis tersebut aman, sedangkan angka di bawah tolok ukur tersebut menunjukkan bahwa bisnis tersebut berisiko. Meskipun para peneliti mencapai beberapa keberhasilan dalam mengidentifikasi rasio-rasio yang merupakan diskriminator yang cukup baik, pemikiran beralih pada kemungkinan bahwa menggabungkan beberapa rasio diskriminator yang cukup baik dapat menghasilkan skor-Z (disebut demikian) yang akan menjadi diskriminator yang sangat baik. Peneliti Inggris paling terkenal di bidang ini, Taffler, memperoleh model berikut:

$$Z = C_0 + C_1\frac{Untung\ sebelum\ pajak}{Kewajiban\ lancar} + C_2\frac{Aset\ lancar}{Jumlah\ kewajiban} + C_3\frac{Kewajiban\ lancar}{Total\ Asset} + C_4\frac{Aset\ lancar\ liquid}{Pengeluaran\ operasional\ tunai\ harian.}$$

dimana C_0 sampai C_4 adalah konstanta.

Karena model Z-score memiliki nilai komersial, Taffler enggan mengungkapkan nilai konstanta tersebut. Menurut Taffler, Z-score yang positif berarti bisnisnya sehat, setidaknya dalam jangka menengah. Skor Z yang negatif menunjukkan risiko kegagalan yang relatif tinggi. Seperti yang diharapkan, semakin tinggi atau rendah Z-score, semakin kuat indikasi potensi kelangsungan hidup atau kegagalan bisnis yang bersangkutan. Baru-baru ini, para peneliti, misalnya Tinoco, Holmes, dan Wilson (2015) telah memperoleh model prediksi kegagalan yang menggabungkan, tidak hanya informasi yang diperoleh dari laporan keuangan, seperti

model Taffler (di atas), namun juga pasar saham dan makroekonomi. informasi. Informasi pasar saham mungkin mencakup perubahan harga saham bisnis tertentu. Informasi makroekonomi mungkin mencakup tingkat suku bunga perekonomian secara keseluruhan. Tinoco dkk menunjukkan bahwa model mereka yang lebih komprehensif lebih efektif dalam memprediksi kegagalan dibandingkan model yang murni berbasis akuntansi. Bacaan yang direkomendasikan di akhir bab ini memberikan beberapa pembahasan mengenai manfaat dan masalah penggunaan Z-score.

Ada tiga jenis laporan keuangan yang dihasilkan oleh bisnis khas Inggris

- Laporan laba rugi – merangkum kinerja operasi selama suatu periode.
- Laporan posisi keuangan – merangkum posisi pada suatu waktu.
- Laporan arus kas – merangkum pergerakan kas selama suatu periode.

Aturan akuntansi mengarah pada penyajian laporan keuangan

- Definisi aset yang bersifat restriktif, yang cenderung berarti bahwa aset disajikan terlalu rendah.
- Hanya aspek yang dapat diukur dalam bentuk uang.
- Pandangan yang hati-hati dan hati-hati terhadap keuntungan dan kekayaan pemegang saham.
- Pandangan yang mengasumsikan bahwa bisnis tersebut berkelanjutan.
- Pandangan yang mengabaikan inflasi.
- Pendapatan terjadi pada tanggal pekerjaan selesai, nilai pendapatan ditetapkan dan terdapat keyakinan bahwa uang tunai akan diterima.
- Kesesuaian antara pendapatan dan beban terkait pada periode pelaporan yang sama.
- Pandangan bahwa kekayaan tidak hanya berupa uang tunai.

Akuntansi Kreatif

- Baru-baru ini terdapat kasus di mana para manajer (direktur) mengambil tindakan untuk membuat bisnis tampak lebih baik dan menguntungkan daripada yang sebenarnya.
- Hal ini menimbulkan masalah bagi analis karena sulitnya mengetahui apakah laporan keuangan suatu bisnis dapat diandalkan atau tidak.
- Langkah-langkah telah diambil oleh otoritas pengatur terkait untuk memperketat peraturan dan menghentikan akuntansi kreatif.

Analisis rasio

- Membandingkan dua angka yang berkaitan, biasanya keduanya berasal dari laporan keuangan yang sama.
- Bantuan untuk memahami isi laporan keuangan.
- Ilmu pengetahuan yang tidak eksak, sehingga hasilnya harus ditafsirkan dengan hati-hati.
- Menderita kelemahan laporan keuangan.
- Dapat digunakan untuk memprediksi kegagalan finansial – Z-score.

Rasio dibagi menjadi lima kelompok

- Rasio profitabilitas – berkaitan dengan efektivitas dalam menghasilkan keuntungan.
- Rasio aktivitas – berkaitan dengan efisiensi penggunaan aset.
- Rasio likuiditas – berkaitan dengan kemampuan memenuhi utang jangka pendek.

- Rasio capital gearing – berkaitan dengan hubungan antara ekuitas dan pembiayaan utang.
- Rasio investor – berkaitan dengan keuntungan bagi pemegang saham.

BAB 4
METODE PENILAIAN INVESTASI

4.1 PENDAHULUAN

Bisnis beroperasi dengan mengumpulkan dana dari berbagai sumber. Pembiayaan tersebut kemudian diinvestasikan dalam aset, biasanya aset 'riil' seperti pabrik dan mesin. Beberapa bisnis juga berinvestasi pada aset ‘keuangan’, seperti saham bisnis lain atau pinjaman kepada bisnis dan individu. Investasi melibatkan arus keluar (pembayaran) uang tunai yang menyebabkan masuknya (penerimaan) uang tunai. Sudah menjadi sifat alamiah bahwa arus kas (keluar dan masuk) tidak semuanya terjadi pada waktu yang sama: terdapat jeda waktu, mungkin cukup lama, di antara keduanya. Peluang proyek investasi pada umumnya melibatkan arus kas keluar yang relatif besar pada awalnya, sehingga menimbulkan aliran arus kas masuk berikutnya.

Laporan posisi keuangan (neraca) suatu perusahaan memberikan, pada suatu waktu tertentu dan tunduk pada batasan laporan keuangan tersebut, jenis investasi yang masih dijalankannya. Laporan posisi keuangan mengelompokkan aset berdasarkan jenisnya (aset tidak lancar, aset lancar, dan sebagainya) dan bukan berdasarkan proyek investasi. Oleh karena itu, berdasarkan laporan posisi keuangan standar, tidak mungkin membedakan bagian mana dari aset tidak lancar dan aset lancar yang berkaitan dengan suatu proyek tertentu. Meskipun demikian, pandangan sekilas pada laporan posisi keuangan suatu perusahaan akan memberi kita indikasi mengenai skala investasi dan, sampai batas tertentu, gambaran mengenai sifatnya.

Memilih peluang investasi mana yang ingin dikejar dan dihindari merupakan hal yang penting bagi bisnis karena setiap proyek sering kali melibatkan:

- komitmen keuangan yang relatif besar dan tidak dapat diubah; Dan
- komitmen ini untuk jangka waktu yang lama, seringkali sangat lama.

Jelasnya, keputusan investasi merupakan hal yang penting. Kesalahan yang merugikan dan berdampak luas dapat terjadi, dan mungkin akan terjadi, kecuali dunia usaha sangat berhati-hati dalam mengambil keputusan investasinya. Keputusan yang buruk biasanya menyebabkan kerugian finansial yang besar, dan bisnis tertentu hanya dapat membuat sedikit kesalahan penilaian sebelum terjadi keruntuhan. Buktinya adalah para manajer memandang keputusan investasi sebagai keputusan keuangan utama yang mereka buat. Mereka mempunyai peringkat yang jauh lebih tinggi dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hal ini merupakan temuan Cohen dan Yagil (2010), yang mensurvei sejumlah manajer bisnis besar di berbagai industri dan di beberapa negara. Dalam bab ini kita akan membahas bagaimana keputusan investasi sebaiknya diambil, setelah itu kita akan membahas bagaimana keputusan tersebut diambil dalam praktik. Perlu dicatat bahwa, untuk saat ini, kami akan terus berasumsi bahwa semua arus kas dapat diprediksi dengan pasti.

4.2 NILAI BERSIH SEKARANG

Dasar pengambilan keputusan

Mengingat pentingnya keputusan investasi bisnis, para manajer memerlukan prosedur penilaian yang logis dan praktis untuk menilai peluang investasi yang mereka perhatikan. Prosedur ini harus mendukung tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham, meskipun dalam keputusan akhir, tujuan lain mungkin juga diperhitungkan.

Kita menemukan di Bab 2 bahwa jika kita berasumsi bahwa tingkat suku bunga adalah sama, baik antara pinjaman dan pinjaman maupun antara bisnis dan individu, maka sebuah proyek investasi yang dilakukan oleh bisnis akan meningkatkan daya beli salah satu pemegang saham tertentu di pasar. bisnis, pada suatu waktu tertentu, juga akan meningkatkan daya beli seluruh pemegang saham lainnya pada waktu lainnya. (Kita mungkin ingat bahwa dalam contoh kita di Bab 2, ketiga pemegang saham kita diuntungkan dengan diterimanya Proyek X, meskipun mereka mempunyai sikap yang berbeda terhadap waktu pengeluaran mereka.)

Oleh karena itu, tampaknya tidak menjadi masalah apakah prosedur penilaian kami berfokus pada dampak terhadap kekayaan saat ini atau pada kekayaan dalam waktu satu tahun atau, pada waktu lain. Jika menjalankan suatu proyek tertentu akan meningkatkan kekayaan saat ini, maka hal tersebut juga akan meningkatkan kekayaan di masa depan; proyek tertentu yang paling meningkatkan kekayaan saat ini akan meningkatkan kekayaan di masa depan. Oleh karena itu, baik untuk menerima/menolak keputusan maupun untuk mengurutkan proyek berdasarkan keinginannya, tidak masalah kapan dampaknya terhadap kekayaan dinilai, asalkan konsistensinya tetap terjaga.

Karena kita selalu berada pada kondisi 'masa kini' ketika mengambil keputusan, maka mempertimbangkan dampak suatu proyek terhadap kekayaan saat ini mungkin adalah hal yang paling logis. Ini cenderung menjadi pendekatan yang diambil dalam praktiknya.

Nilai waktu dari uang

Misalkan sebuah bisnis ditawari peluang yang melibatkan investasi Rp. 10 Miliyar yang akan menghasilkan penerimaan kas sebesar Rp. 12 Miliyar. Haruskah perusahaan melakukan investasi? Tentu saja, jika pengeluaran kas dan penerimaan kas terjadi pada saat yang sama (sangat tidak mungkin terjadi dalam kehidupan nyata), hal ini merupakan investasi yang baik karena akan bekerja menuju tujuan yang diasumsikan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Ini akan meningkatkan nilai bisnis sebesar Rp.2 Miliyar.

Sekarang anggaplah peluang tersebut berarti menginvestasikan Rp. 10 Miliyar saat ini, yang akan menghasilkan arus kas masuk sebesar Rp. 12 Miliyar setelah satu tahun. Di sini keputusannya tidak begitu mudah karena kita tidak dapat secara langsung membandingkan Rp.1.000 saat ini dengan Rp. 1.000 setelah satu tahun (atau periode waktu lainnya). Setiap Rp. 1.000 pengeluaran saat ini tidak sama nilainya dengan setiap Rp. 1.000 penerimaan di masa depan. Hal ini disebabkan oleh tiga alasan:

- **Bunga hilang.** Jika Rp. 1.000 terikat dalam investasi selama satu tahun, bisnis tidak dapat menginvestasikannya di tempat lain, sehingga terdapat biaya peluang bunga.
- **Inflasi.** Karena hilangnya daya beli uang jika terjadi inflasi dalam perekonomian (yang telah terjadi selama 50 tahun terakhir di Inggris dan sebagian besar negara lain), Rp. 1.000 tidak

akan dapat membeli banyak barang dan jasa pada tahun berikutnya. tahun seperti yang terjadi pada tahun ini.

- **Risiko.** Rp. 1.000 yang dibayarkan hari ini adalah pasti tetapi penerimaan Rp. 1.000 yang diharapkan pada tahun depan tidak pasti. Betapapun yakinnya kita akan tanda terima tersebut, kita tidak akan pernah bisa yakin akan hal itu. Dalam banyak konteks bisnis, tingkat ketidakpastian mengenai penerimaan di masa depan sangatlah besar.

Saat ini kita hanya akan berkonsentrasi pada hal pertama dari ketiga hal tersebut, yaitu hilangnya suku bunga, sehingga isu-isu yang berkaitan dengan inflasi dan risiko akan dibahas pada bab-bab berikutnya. Pada titik ini harus ditekankan bahwa bahkan jika tidak ada inflasi dan investasi dianggap bebas risiko, tetap benar bahwa Rp. 1.000 hari ini tidak setara dengan Rp. 1.000 besok hanya karena hilangnya biaya peluang bunga. Mengingat bahwa uang mempunyai 'nilai waktu' (Rp. 1.000 saat ini tidak setara dengan Rp. Rp. 1.000 setelah jangka waktu tertentu), bagaimana kita membuat perbandingan antara Rp. 10 miliyar sekarang dan Rp. 12 Miliyar dalam waktu satu tahun dan seterusnya? mencapai keputusan?

Nilai bersih sekarang

Salah satu pendekatan yang mungkin dilakukan adalah dengan menambahkan bunga yang hilang ke Rp. 10 Miliyar, yaitu dengan menilai jumlah pertumbuhan Rp. 10 Miliyar setelah satu tahun, dengan bunga, dan kemudian membandingkannya dengan Rp. 12 Miliyar. Misalkan tingkat bunga saat ini adalah 10 persen, maka nilai Rp. 10 Miliyar setelah satu tahun adalah Rp. 11 Miliyar (bunga Rp. 1 Miliyar). Dengan kata lain, jika bisnis tersebut mencari peluang alternatif dengan menaruh uangnya ke rekening deposito bank yang menghasilkan bunga, maka bisnis tersebut akan memperoleh Rp. 11 Miliyar pada akhir tahun, sedangkan bisnis tersebut akan memperoleh Rp. 12 Miliyar jika menghasilkan keuntungan. investasi yang sedang dipertimbangkan. Ini adalah pendekatan yang sepenuhnya logis dan benar untuk dilakukan. Dapat disimpulkan bahwa investasi tersebut harus dilakukan karena akan menghasilkan nilai bersih masa depan sebesar Rp. 1 Miliyar (Rp. 12 Miliyar – Rp. 11 Miliyar). Artinya, bisnis tersebut akan mendapatkan keuntungan sebesar Rp. 1 Miliyar pada akhir tahun dibandingkan jika mereka mencari alternatif untuk menyimpan uangnya di rekening deposito bank untuk tahun tersebut.

Pendekatan lain adalah dengan bertanya: jika mungkin untuk meminjam uang dengan tingkat bunga 10 persen, berapa banyak yang dapat dipinjam dengan segera terhadap Rp. 12 miliyar tersebut sehingga Rp. 12 miliyar tersebut dapat membayar kembali pinjaman tersebut ditambah bunganya? Dengan kata lain, jika perusahaan dapat membandingkan arus keluar sebesar Rp. 10 miliyar dengan arus masuk yang setara dengan Rp. 12 miliyar saat ini, maka dasar alternatif untuk pengambilan keputusan dapat dicapai. Nilai sekarang dari Rp. 12 miliyar belum tentu merupakan gagasan teoritis karena perusahaan dapat meminjam, dan memiliki nilai sekarang sebesar Rp. 12 miliyar dengan segera, jika perusahaan ingin melakukan hal tersebut. Bahkan, mereka dapat melakukan hal ini untuk meningkatkan pendanaan yang dapat digunakan untuk melakukan investasi sebesar Rp. 10 Miliyar (dengan asumsi bahwa nilai sekarang dari Rp. 12 miliyar tersebut lebih besar dari Rp. 10 Miliyar).

Pertanyaan selanjutnya adalah: berapakah nilai sekarang dari piutang sebesar Rp. 12 miliyar setelah satu tahun dengan tingkat bunga 10 persen per tahun?

Jika kita misalkan jumlah yang dapat dipinjam (nilai sekarang dari piutang sebesar Rp. 12 Miliyar dalam waktu satu tahun) adalah B, maka:

$$12\ M = B + \left(B\ \times \frac{10}{100}\right)$$

yang mewakili pinjaman ditambah bunga selama satu tahun. Ini dapat ditulis ulang sebagai:

$$12\ M = B + \left(B\ \times \frac{10}{100}\right) = B\ \times 1.10$$

$$B\ = \frac{10}{100} = Rp.10.9\ Miliyar$$

Jika sekarang kita membandingkan nilai sekarang dari penerimaan masa depan dengan investasi awal, hasilnya adalah investasi dengan nilai sekarang bersih (NPV) sebesar Rp. 0.9 miliyar (yaitu, Rp. 10,9 Miliyar – Rp. 10 Miliyar). Karena nilai ini positif, maka investasi harus dilakukan dengan asumsi bahwa tidak ada alternatif yang saling eksklusif dengan NPV positif yang lebih tinggi.

NPV Rp. 0.9 Miliyar memberi tahu kita bahwa bisnis dapat menginvestasikan Rp. 10 Miliyar segera untuk memperoleh manfaat yang nilai sekarang adalah Rp. 10,9 Miliyar, yaitu peningkatan nilai bisnis sebesar Rp. 0,9 Miliyar. Pada prinsipnya, bisnis dapat meminjam Rp. 10,9 Miliyar, menggunakan Rp. 10 Miliyar untuk melakukan investasi dan segera membayar Rp. 0,9 Miliyar kepada pemegang saham sebagai dividen. Ketika Rp. 12 Miliyar diterima, ia akan melunasi Rp. 10,9 Miliyar ditambah bunganya.

Secara umum, kita dapat mengatakan bahwa NPV dari peluang investasi yang berlangsung selama satu tahun adalah:

$$\mathrm{NPV} = C_0 + \frac{C_1}{1+r}$$

dimana C_0 adalah arus kas segera (waktu 0) (biasanya negatif, yaitu arus kas keluar), C_1 adalah arus kas setelah satu tahun dan r adalah tingkat suku bunga.

Dalam praktiknya, kita cenderung menggunakan pendekatan NPV (yaitu, mendiskontokan arus kas masa depan) untuk pengambilan keputusan investasi, dibandingkan pendekatan nilai masa depan bersih (menggabungkan arus kas saat ini), meskipun pada dasarnya tidak ada yang lebih unggul dari yang lain.

Alasan memilih NPV ada dua:

- Saat membandingkan peluang investasi (memilih antara satu dan lainnya), jika nilai bersih masa depan akan digunakan, keputusan harus dibuat mengenai kapan di masa depan nilai tersebut harus dinilai (yaitu, untuk berapa tahun nilai tersebut harus dimajemukkan). Jika peluang yang bersaing tidak sama panjangnya (katakanlah, satu peluang bertahan selama tiga tahun, yang lainnya lima tahun), hal ini dapat menimbulkan kesulitan.
- Jika peluang dinilai dengan melihat pengaruhnya terhadap nilai bisnis, maka akan lebih masuk akal untuk melihat dampak saat ini dibandingkan dampak di masa depan.

4.3 PELUANG INVESTASI YANG BERTAHAN LEBIH DARI SATU TAHUN

Pada kenyataannya, hanya sedikit peluang investasi yang hanya bertahan selama satu tahun. Misalkan peluang investasi melibatkan arus kas keluar C_0, yang akan menimbulkan arus masuk C_1 dan C_2 masing-masing setelah satu dan dua tahun. Kita telah mengetahui bahwa nilai sekarang dari C_1 (pengaruh terhadap nilai sekarang bisnis) adalah:

$$\frac{C_1}{(1+r)}$$

Dengan logika yang sama yang kita gunakan untuk memperoleh hal ini, kita dapat meminjam sejumlah uang, katakanlah A, yang akan dibayar kembali dengan bunga yang dimajemukkan setiap tahun dari C_2. Kemudian:

$$C_2 = A + Ar + (A + Ar)r$$

yang merupakan pinjaman awal (A) ditambah bunga atas jumlah tersebut untuk tahun pertama ditambah bunga atas kedua jumlah tersebut selama tahun kedua.

Ungkapan ini meluas menjadi:
$C_2 = A + Ar + Ar + Ar^2$

Mengambil tanda kurung luar A,
$C_2 = A(1 + 2r + r^2)$

$C_2 = A(1 + r)^2$

$A = \frac{C_2}{(1+r)^2}$

Dengan mengikuti logika ini, dapat ditunjukkan bahwa nilai sekarang (PV) dari sejumlah piutang tunai setelah n tahun (C_n) adalah:
$PV = \frac{C_n}{(1+r)^n}$

Jadi NPV dari setiap peluang investasi diberikan oleh:

$$NPV = \sum_{n=0}^{t} \frac{C_n}{(1+r)^n}$$

di mana t adalah peluang hidup dalam beberapa tahun. Dengan kata lain, NPV suatu peluang adalah jumlah, dengan mempertimbangkan tanda plus dan minus, dari seluruh arus kas tahunan, masing-masing didiskontokan berdasarkan seberapa jauh arus kas tersebut akan

muncul di masa depan. Nilai n dalam persamaan ini tidak harus berupa bilangan bulat. Nilai sekarang dari penerimaan kas yang diharapkan dalam waktu 18 bulan adalah:

$$\frac{C_{18/12}}{(1+r)^{18/12}}$$

Tidak ada alasan mengapa tingkat bunga harus sama dari satu tahun ke tahun berikutnya; dalam praktiknya, biaya pendanaan berubah seiring waktu. Jika biaya pendanaan adalah r_1 untuk tahun ke-1 dan r_2 untuk tahun ke-2, maka nilai kini arus kas tahun ke-2 adalah:

$$\frac{C_2}{(1+r_1)(1+r_2)}$$

Perhatikan bahwa mendiskon pembayaran di masa depan sama logisnya dengan mendiskon penerimaan di masa depan, dimana peluang investasi melibatkan pembayaran di masa depan.

Contoh 4.1

Seagull plc telah mengidentifikasi bahwa mereka dapat menghemat biaya operasional dalam produksi dengan membeli mesin press otomatis. Ada dua mesin press yang cocok di pasaran, Zenith dan Super. Data relevan yang berkaitan dengan masing-masing hal tersebut adalah sebagai berikut:

	Zenith ***(Rp. Miliyar)***	Super ***(Rp. Miliyar)***
Biaya (dibayar segera)	20.000	25.000
Penghematan tahunan:		
Tahun 1	4.000	8.000
2	6.000	6.000
3	6.000	5.000
4	7.000	6.000
5	6.000	8.000

Penghematan tahunan, pada dasarnya, merupakan peluang arus kas masuk yang mewakili penghematan dari arus kas keluar yang akan terjadi jika investasi tidak dilakukan. Jika salah satu dari keduanya, mesin manakah yang sebaiknya dibeli jika biaya pembiayaannya konstan sebesar 12 persen per tahun?

Solusi

NPV masing-masing mesin adalah sebagai berikut:

	Zenith *(Dalam Rp. 000)*	Super *(Dalam Rp. 000)*
Nilai sekarang dari arus kas		
Tahun 0	20.000	25.000
1	$\frac{4.000}{(1+0.12)} = 3.571$	$\frac{8.000}{(1+0.12)} = 7.143$

2	$\frac{6.000}{(1+0.12)^2} = 4.783$	$\frac{6.000}{(1+0.12)^2} = 4.783$
3	$\frac{6.000}{(1+0.12)^3} = 4.783$	$\frac{5.000}{(1+0.12)^3} = 3.559$
4	$\frac{7.000}{(1+0.12)^4} = 4.449$	$\frac{6.000}{(1+0.12)^4} = 3.813$
5	$\frac{6.000}{(1+0.12)^5} = 3.405$	$\frac{8.000}{(1+0.12)^5} = 4.539$
	479	1.163

Proses yang ditunjukkan pada Contoh 4.1, yaitu mengubah arus kas masa depan menjadi nilai sekarang dikenal sebagai pendiskontoan. Perusahaan sebaiknya membeli Zenith, karena hal ini akan berdampak positif pada kekayaannya, sedangkan Super akan berdampak negatif. Perusahaan tidak boleh bersiap untuk membeli Super meskipun hanya mesin tersebut yang ada di pasaran, karena hal tersebut akan merugikan kekayaan bisnis. Secara teori, nilai bisnis akan turun (sebesar Rp 1.163.000) sebagai akibat dari pembelian Super. Hanya jika dimungkinkan untuk menegosiasikan harga sebesar Rp. 23.837.000 atau lebih rendah (jumlah penghematan yang didiskon) barulah nilai penghematan tahunan dapat membenarkan biaya mesin tersebut, mengingat biaya pembiayaannya. Demikian pula, hingga Rp. 20.479.000 dapat dibayarkan untuk sebuah Zenith dan itu akan terus menjadi investasi yang menguntungkan.

Penting untuk diketahui bahwa besaran investasi awal tidak memiliki relevansi langsung dengan keputusan (kecuali jika investasi tersebut digunakan dalam perhitungan NPV); hanya NPV yang penting. Jadi, jika Super memiliki NPV positif sebesar Rp. 480.000, maka Super akan dipilih dibandingkan Zenith, meskipun faktanya Super berharga Rp. 5.000.000 lebih mahal untuk dibeli. Satu-satunya saat di mana kita perlu mempertimbangkan besarnya NPV dalam kaitannya dengan jumlah investasi adalah ketika terdapat kekurangan pendanaan investasi dan proyek harus bersaing untuk mendapatkan hal tersebut. Ini adalah aspek yang akan kita bahas di Bab 5.

Penggunaan tabel dan faktor anuitas

Tabel sudah tersedia yang akan memberikan faktor diskon $1/(1 + r)^n$ untuk rentang nilai r dan n. Perhatikan bahwa tidak perlu menggunakan tabel untuk diskon; perhitungannya dapat dengan mudah dilakukan dari prinsip pertama. Terkadang investasi melibatkan serangkaian arus kas tahunan yang identik (dikenal sebagai anuitas) dan tingkat diskonto yang konstan. Dalam keadaan seperti ini, terdapat jalan pintas terhadap nilai kini dari arus kas tersebut.

Contoh 4.2 Suatu bisnis dihadapkan pada peluang investasi yang melibatkan investasi awal sebesar Rp. 35 Triliyun, yang diharapkan menghasilkan arus masuk tahunan sebesar Rp. 10 Triliyun pada akhir setiap lima tahun ke depan. Biaya keuangan bisnis ini adalah 10 persen per tahun. Berapakah NPV dari peluang ini?

Solusi

Jika kita mendiskontokan arus kas masuk menggunakan tabel faktor diskonto pada Lampiran 1. perhitungannya adalah sebagai berikut: *(dalam Rp. Juta)*

$$(10.000 \times 0.909) + (10.000 \times 0.826) + (10.000 \times 0.751) + (10.000 \times 0683) + (10.000 \times 0.621)$$

Ini dapat ditulis ulang sebagai:

$$10.000 \times (0.909 + 0.826 + 0751 + 0.683 + 0.621)$$

dimana angka dalam tanda kurung adalah faktor diskon sebesar 10 persen untuk serangkaian arus kas tahunan sebesar Rp. 1 Miliyar selama lima tahun. Dalam kasus seperti ini, penghitungan menjadi lebih mudah karena tersedia tabel yang berisi jumlah faktor diskonto, untuk periode tahun tertentu dan tingkat diskonto tertentu. Ada satu yang ditunjukkan pada Lampiran 2 buku ini. Tabel seperti ini biasanya dikenal dengan nama tabel anuitas. Sekalipun tabel seperti itu tidak tersedia, kita dapat dengan mudah menyimpulkan faktor anuitas yang sesuai. Dia:

$$\frac{1}{r}\left[1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right]$$

dimana r adalah tingkat bunga tahunan dan n jumlah tahun ke depan dimana anuitas akan bertahan.

Berdasarkan tabel tersebut, faktor anuitas selama lima tahun 10 persen adalah 3,791. (Ini hanya berbeda dari jumlah lima faktor diskon melalui pembulatan.)

Jadi NPV peluang investasi tersebut adalah: *(dalam Rp. Juta)*

$$-Rp.35.000 + (Rp.10.000 \times 3.791) = Rp.2.910$$

Investasi, khususnya investasi bisnis, yang menghasilkan arus kas yang stabil, dalam kehidupan nyata, relatif jarang.

Bagaimana NPV positif menyebabkan peningkatan kekayaan pemegang saham

Telah dikatakan dengan cukup masuk akal bahwa inti dari investasi yang baik adalah membeli aset dengan harga lebih rendah dari nilainya. Jelas, melakukan hal ini akan meningkatkan nilai bisnis. Saat menilai peluang investasi seperti Zenith, pertanyaan yang muncul adalah seberapa besar manfaat kepemilikan Zenith di masa depan bagi Seagull plc. Manfaat masa depan adalah potensi penghematan biaya operasional (Rp. 4 Juta pada tahun 1, Rp. 6 Juta pada tahun 2, dan seterusnya).

Untuk dapat menilai apakah nilai manfaat masa depan melebihi biaya aset (Rp. 20 Juta), maka perlu untuk memberikan nilai tertentu pada manfaat tersebut. Seperti yang baru saja kita lihat, cara paling logis untuk menilainya adalah dengan mendiskon masing-masing manfaat, sesuai dengan seberapa jauh manfaatnya akan terjadi di masa depan, dan menjumlahkan nilai-nilai yang didiskon tersebut. Dengan demikian, NPV adalah pendekatan yang sepenuhnya logis dalam pengambilan keputusan investasi, dengan asumsi bahwa tujuan yang ingin dicapai adalah meningkatkan nilai kekayaan pemegang saham.

Diskon – pandangan yang sedikit berbeda

Berdasarkan Contoh 4.1, penilaian dangkal terhadap Zenith mungkin adalah bahwa Zenith sebaiknya dibeli karena harganya Rp. 20 Juta namun akan menghasilkan penghematan total sebesar Rp. 29 Juta (jumlah penghematan tahunan), yaitu keuntungan sebesar Rp. 9 Juta.

Namun, pengamatan kedua mengungkapkan bahwa ini bukanlah penilaian yang benar karena tidak ada investor rasional yang menganggap semua nilai dalam pertanyaan setara satu sama lain. Kita semua harus lebih memilih Rp. 1.000 saat ini daripada Rp. 1.000 tahun depan dan kita harus lebih memilihnya daripada Rp. 1.000 dalam waktu lima tahun, bahkan jika kita berasumsi tidak ada erosi nilai akibat inflasi. Hal ini karena jika kita mempunyai Rp. 1.000 pada hari ini, kita dapat, jika kita mau, meminjamkannya sehingga setelah satu tahun kita tidak hanya mempunyai Rp. 1.000 tersebut tetapi juga bunganya.

Menambah penghematan tahunan dan membandingkan totalnya dengan pengeluaran awal adalah hal yang tidak masuk akal. Ini seperti mengatakan bahwa barang tertentu lebih mahal untuk dibeli di Perancis dibandingkan di Inggris karena harganya 6 di Perancis dan hanya 5 di Inggris, tanpa menyebutkan bahwa 6 adalah euro sedangkan 5 adalah pound sterling. Untuk membuat perbandingan harga yang masuk akal, kita perlu mengkonversi euro ke pound sterling atau sebaliknya.

Demikian pula, perlu dilakukan latihan konversi untuk membuat berbagai arus kas yang terkait dengan Zenith dapat dibandingkan. Seperti yang telah kita lihat, kita biasanya mengubah arus kas masa depan menjadi nilai sekarang dan kemudian membuat perbandingan. Latihan konversi, tentu saja, dicapai dengan memberikan diskon. Ini berarti mengalikan setiap arus kas dengan:

$$\frac{1}{(1+r)^n}$$

Dengan demikian, NPV dapat dipandang sebagai ukuran keuntungan finansial yang disesuaikan dengan waktu.

Kesimpulan tentang NPV

Kita telah melihat bahwa NPV adalah cara yang sangat logis dalam menilai peluang investasi.

Hal ini logis dan, oleh karena itu, berguna, karena memiliki sifat-sifat berikut:

- Hal ini berkaitan langsung dengan tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham (nilai bisnis).
- Hal ini mempertimbangkan sepenuhnya waktu pengeluaran investasi dan manfaatnya; dengan kata lain, nilai waktu dari uang tercermin dengan baik. Dengan kata lain, NPV memperhitungkan biaya pendanaan investasi dengan tepat.
- Semua informasi keuangan yang relevan dan terukur mengenai keputusan tersebut diperhitungkan.
- Praktis dan mudah digunakan (setelah perkiraan arus kas). Hal ini juga memberikan sinyal yang jelas dan tidak ambigu kepada pengambil keputusan. Perlu ditekankan bahwa memperkirakan arus kas masa depan secara akurat biasanya sulit dilakukan dalam praktiknya.

Meskipun logika NPV jelas dalam menilai investasi, penelitian menunjukkan bahwa ada tiga pendekatan lain yang banyak digunakan di Inggris dan negara lain. Ini adalah:

- tingkat pengembalian internal;
- periode pengembalian; Dan

- tingkat pengembalian akuntansi.

Sekarang kita akan membahas ketiga hal ini secara bergantian.

Contoh 4.3 (***Dalam Miliyar Rupiah***)

Berapa IRR suatu proyek dimana investasi awal sebesar Rp. 120 diikuti setahun kemudian dengan arus kas masuk sebesar Rp.138 tanpa ada arus masuk lebih lanjut?

Solusi

Jelas itu adalah:

$$\frac{138-120}{120}\times 100 = 15\%$$

Namun, bagaimana jika pengeluaran awal proyek sebesar Rp. 120, diikuti dengan arus masuk sebesar Rp. 69 pada akhir masing-masing dua tahun berikutnya?

Meskipun total arus masuk masih sebesar Rp. 138, IRR tidak sebesar 15 persen karena proyek ini berjalan selama dua tahun, bukan satu tahun. Juga bukan 7,5 persen (yaitu, 15, 2) karena sebagian besar dari Rp. 120 dilunasi pada tahun 1 sehingga tidak terutang untuk kedua tahun tersebut. Faktanya, Rp. 69 pertama merupakan pembayaran bunga atas investasi selama tahun pertama ditambah pembayaran kembali sebagian modal (Rp. 120). Dengan cara yang sama, Rp. 69 kedua mewakili bunga atas sisa modal yang beredar setelah akhir tahun ke-1, ditambah angsuran modal kedua sehingga angsuran kedua ini akan membayar pengeluaran awal Rp. 120 secara tepat.

Refleksi sejenak akan membawa kita pada kesimpulan bahwa IRR berkaitan erat dengan tingkat diskonto NPV. Faktanya, IRR suatu proyek adalah tingkat diskonto yang jika diterapkan pada proyek tersebut akan menghasilkan NPV nol. Sebagai contoh, ini adalah solusi r untuk ekspresi berikut:

$$-120+\frac{69}{(1+r)}+\frac{69}{(1+r)^2}=0$$

Persamaan ini dapat diselesaikan dengan menggunakan solusi standar persamaan kuadrat: bukan perkara yang sulit. (Jawabannya adalah r = 0,099, atau 9,9 persen.) Ketika kita melihat, katakanlah, Zenith (dari Contoh 4.1), IRR investasi pada mesin tersebut adalah r dalam persamaan berikut:

$$-20.000+\frac{4.000}{(1+r)}+\frac{6.000}{(1+r)^2}+\frac{6.000}{(1+r)^3}+\frac{7.000}{(1+r)^4}+\frac{6000}{(1+r)^5}=0$$

Menyelesaikan r di sini tidaklah mudah karena beberapa pendekatan berulang (trial and error) menjadi satu-satunya pendekatan yang praktis. Oleh karena itu, kita menyelesaikan r dengan mencoba berbagai nilai r hingga kita menemukan nilai yang memenuhi, atau hampir memenuhi, persamaan tersebut. Di halaman 84, kami menghitung bahwa Zenith memiliki NPV sebesar + Rp. 479 ketika didiskon sebesar 12 persen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut harus memiliki IRR di atas 12 persen, karena semakin tinggi tingkat diskontonya,

semakin rendah nilai sekarang dari setiap arus kas masuk di masa depan. Berapa di atas 12 persen kita tidak tahu, jadi kita pilih saja tarifnya, katakanlah 14 persen.

Tahun	Arus Kas *(Dalam Miliyar Rupiah)*	Nilai Sekarang *(Dalam Miliyar Rupiah)*
0	-20.000	-20.000
1	$\frac{4.000}{(1+0.14)}$	3.509
2	$\frac{6.000}{(1+0.14)^2}$	4.617
3	$\frac{6.000}{(1+0.14)^3}$	4.050
4	$\frac{7.000}{(1+0.14)^4}$	4.145
5	$\frac{6.000}{(1+0.14)^5}$	3.116
	NPV	- 563

Ketika arus kas didiskontokan sebesar 14 persen, NPVnya negatif. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat diskonto yang menjadikan proyek ini NPV nol berada di bawah 14 persen dan, tampaknya, mendekati titik tengah antara 14 dan 12 persen. Kita dapat membuktikannya dengan memberikan diskon sebesar 13 persen:

Tahun	Arus Kas *(Dalam Miliyar Rupiah)*	Nilai Sekarang *(Dalam Miliyar Rupiah)*
0	-20.000	-20.000
1	$\frac{4.000}{(1+0.13)}$	3.540
2	$\frac{6.000}{(1+0.13)^2}$	4.699
3	$\frac{6.000}{(1+0.13)^3}$	4.158
4	$\frac{7.000}{(1+0.13)^4}$	4.293
5	$\frac{6.000}{(1+0.13)^5}$	3.257
	NPV	- 53

Mengingat skala investasinya, NPV sebesar minus Rp. 53 Miliyar tidak jauh berbeda dengan nol, sehingga kita dapat menyimpulkan bahwa, untuk tujuan praktis, IRR adalah 13 persen.
Namun, jika kita ingin mendapatkan angka yang lebih akurat, kita dapat membuat perkiraan berdasarkan logika berikut. Meningkatkan tingkat diskonto sebesar 1 persen (dari 12 menjadi 13 persen) mengurangi NPV sebesar Rp. 532 Miliyar (dari plus Rp. 479 Miliyar menjadi minus Rp. 53 Miliyar). Jadi, meningkatkan NPV dari minus Rp. 53 Miliyar menjadi nol akan

memerlukan pengurangan tingkat diskonto sebesar 53/532 sebesar 1 persen, yaitu sekitar 0,1 persen. Jadi IRR-nya adalah 12,9 persen. Pendekatan ini tidak sepenuhnya benar karena mengasumsikan grafik NPV terhadap tingkat diskonto adalah garis lurus. Seperti terlihat pada Gambar 4.1, asumsi ini tidak sepenuhnya valid. Namun, grafiknya cukup mendekati garis lurus sehingga hal ini tidak menjadi penting.

Jika IRR digunakan untuk menilai proyek, aturan pengambilan keputusannya adalah hanya proyek dengan IRR di atas tingkat rintangan yang telah ditentukan yang akan diterima. Jika proyek bersaing, maka proyek dengan IRR yang lebih tinggi akan dipilih. Pendekatan IRR sangat mirip dengan metode NPV sehingga sekilas tampak bahwa keduanya dapat dipertukarkan. Hal ini mungkin membuat kita berasumsi bahwa mereka akan selalu sampai pada kesimpulan yang sama mengenai keputusan tertentu. Hal ini tidak benar, seperti terlihat pada perbandingan metode berikut.

Perbandingan metode IRR dan NPV

- IRR tidak berhubungan langsung dengan kriteria maksimalisasi kekayaan. Jika tingkat rintangan yang digunakan bersama dengan IRR adalah biaya pinjaman, maka dalam banyak kasus kedua metode tersebut akan memberikan hasil yang sama. Tentu saja hal ini akan cenderung terjadi pada keputusan menerima/menolak secara langsung (yaitu keputusan yang menentukan apakah akan berinvestasi atau tidak). Dalam proyek yang bersaing, kedua metode ini terkadang memberikan sinyal yang bertentangan. Hal ini dapat terjadi ketika dua proyek yang saling eksklusif melibatkan skala investasi yang berbeda.

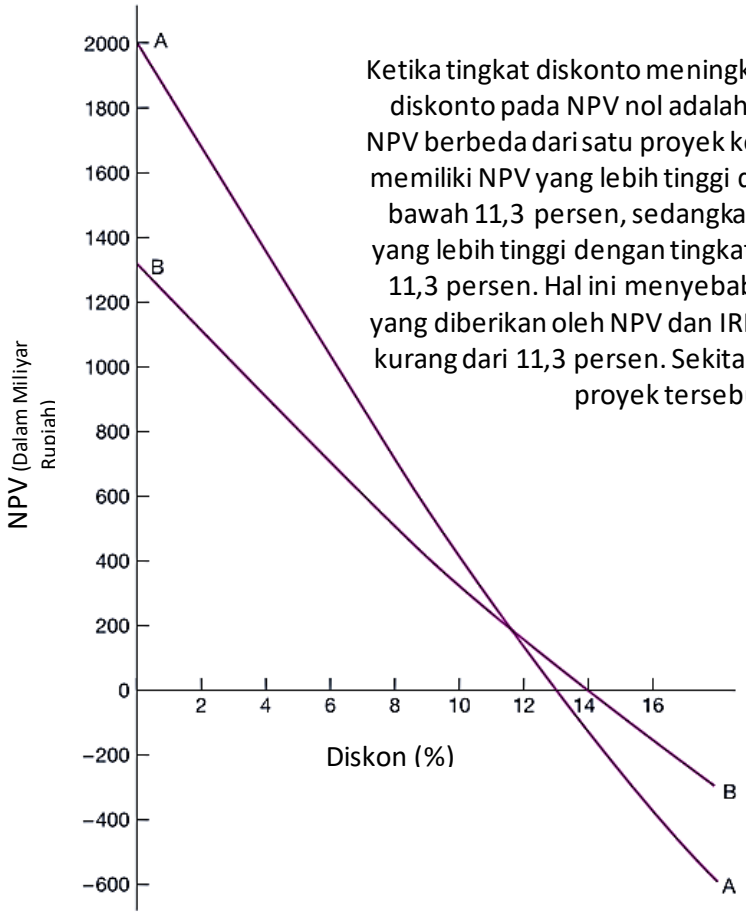
Contoh 4.4 Dua proyek yang saling eksklusif mempunyai ciri-ciri sebagai berikut:

	Arus Kas	
	Projek A	Projek B
	(Dalam Miliyar Rupiah)	*(Dalam Miliyar Rupiah)*
0	-10.000	-6.000
1	6.000	3.650
2	6.000	3.650
NPV @10%	413	334
IRR (Approximately)	13%	14%

Jika biaya pendanaan untuk mendukung proyek adalah 10 persen per tahun, proyek manakah yang harus dilaksanakan oleh perusahaan (dengan asumsi tidak ada kekurangan pendanaan)?

Larutan

Jelas ada konflik di sini. Baik NPV maupun IRR didasarkan pada diskonto arus kas. Baik Proyek A maupun B memiliki IRR yang melebihi 10 persen, namun terdapat sinyal berbeda yang datang dari NPV dan IRR. Gambar 4.1 menunjukkan grafik NPV terhadap tingkat diskonto untuk kedua proyek tersebut. Tidak mengherankan jika tingkat diskonto meningkat maka NPV akan turun. Titik-titik di mana kurva melintasi sumbu horizontal merupakan IRR masing-masing proyek.



Gambar 4.1 Grafik NPV terhadap tingkat diskonto dua proyek (A dan B)

Dimungkinkan untuk membaca, untuk setiap proyek, NPV untuk tingkat diskonto tertentu. Misalnya, pada tingkat diskonto 8 persen, NPV untuk Proyek A adalah sekitar Rp. 700 Miliyar dan untuk Proyek B sekitar Rp. 500 Miliyar. Pada tingkat diskonto hingga sekitar 11,3 persen, Proyek A memiliki NPV yang lebih tinggi. Di luar 11,3 persen, Proyek B memiliki NPV yang lebih tinggi.

Kembali ke pertanyaan mengenai proyek mana yang harus dipilih, jawaban yang benar (dari sudut pandang maksimalisasi kekayaan) adalah Proyek A. Meskipun Proyek B akan lebih menarik jika biaya pendanaannya lebih dari 11,3 persen, faktanya adalah masalahnya di sini 10 persen. Karena bisnis ini mengejar maksimalisasi kekayaan, Proyek A adalah salah satu yang harus dipilih. Konflik muncul karena adanya kesalahan asumsi implisit yang dibuat oleh pihak yang menggunakan metode IRR. Tingkat diskonto yang digunakan dengan NPV harus menjadi biaya peluang pendanaan. Artinya, ini adalah biaya dana yang dikumpulkan untuk mendukung proyek atau, jika dana sudah tersedia, ini adalah tingkat pendapatan yang bisa mereka peroleh. Menurut prinsip dasar NPV yang disebutkan sebelumnya dalam bab ini, ini adalah suku bunga pinjaman/pinjaman. Sebaliknya, penggunaan IRR memerlukan asumsi bahwa biaya peluang pendanaan sama dengan IRR, sehingga dana yang dihasilkan oleh proyek dapat digunakan untuk membayar kembali pendanaan yang diperoleh pada IRR atau diinvestasikan kembali pada tingkat tersebut. Jelas hal ini tidak masuk akal: mengapa jika Proyek A dilaksanakan, biaya peluang pendanaannya sebesar 13 persen, sedangkan jika Proyek B

dilaksanakan tiba-tiba menjadi 14 persen? Pilihan proyek tertentu oleh suatu bisnis tertentu tidak akan mengubah lingkungan ekonomi sehingga biaya pendanaan atau alternatif investasi berubah seiring dengan keputusan bisnis tersebut.

Apa yang tidak disadari oleh IRR dalam Contoh 4.4 adalah bahwa jika pendanaan tersedia sebesar 10 persen, maka kekayaan bisnis akan meningkat lebih besar dengan menghasilkan 13 persen dari investasi Rp. 10 Juta dibandingkan dengan 14 persen dari investasi Rp. 6 Juta. IRR gagal mengenali hal ini karena tidak mempertimbangkan nilai; ini hanya berkaitan dengan persentase pengembalian.

- Seperti NPV, IRR memperhitungkan arus kas dan nilai waktu uang secara penuh.
- Semua informasi yang relevan mengenai keputusan diperhitungkan oleh IRR, namun juga memperhitungkan asumsi yang tidak relevan atau, mungkin lebih tepatnya, asumsi yang salah (yang kita bahas dalam solusi Contoh 4.4 di atas) yang dibuat oleh IRR.
- IRR bisa menjadi metode yang sulit digunakan, jika dilakukan dengan tangan. Namun hal ini bukanlah masalah praktis, karena perangkat lunak komputer yang dapat memperoleh IRR tersedia secara luas; sebagian besar paket spreadsheet mampu menjalankan fungsi ini. Proses coba-coba, yang biasanya merupakan satu-satunya cara untuk mencapai IRR, bisa sangat memakan waktu jika dilakukan dengan tangan, terutama jika melibatkan proyek yang panjang. Komputer juga mencoba dan melakukan kesalahan, namun mereka dapat melakukannya jauh lebih cepat dibandingkan manusia, sehingga mendapatkan IRR biasanya tidak terlalu sulit dalam praktiknya.
- IRR tidak dapat mengatasi perbedaan tingkat pengembalian yang diperlukan (tingkat rintangan) sepanjang umur proyek. IRR memberikan tingkat pengembalian rata-rata untuk proyek investasi tertentu. Tingkat ini biasanya dibandingkan dengan tingkat pengembalian yang disyaratkan untuk membuat penilaian atas investasi. Jika biaya pendanaan diperkirakan akan berubah sepanjang umur proyek, perbandingan ini mungkin menimbulkan kesulitan. Alasan mengapa suku bunga yang disyaratkan mungkin berbeda dari satu tahun ke tahun berikutnya mencakup kemungkinan bahwa suku bunga pasar dapat berubah seiring waktu. Jika IRR suatu proyek tertentu secara konsisten berada di atas atau di bawah semua tingkat pengembalian tahunan yang disyaratkan, tidak ada kesulitan dalam mengambil keputusan. Namun ketika IRR berada di atas tingkat yang disyaratkan pada beberapa tahun, namun lebih rendah pada tahun lain, maka pengambil keputusan mempunyai permasalahan yang hampir tidak dapat diselesaikan. Situasi ini tidak menimbulkan masalah bagi NPV karena, seperti yang kita lihat di Bagian 4.2, sangatlah logis untuk menggunakan tingkat diskonto yang berbeda untuk arus kas setiap tahun.
- Model IRR tidak selalu memberikan hasil yang jelas dan tidak ambigu. Seperti yang telah kita lihat, IRR untuk suatu proyek tertentu adalah solusi terhadap persamaan yang hanya mengandung satu faktor yang tidak diketahui. Namun, faktor yang tidak diketahui ini dipangkatkan ke berbagai tingkatan sesuai periode waktu proyek. Ini adalah fenomena matematis yang berkaitan dengan penyelesaian persamaan apa pun yang tidak diketahui yang dipangkatkan dua atau lebih tinggi. Oleh karena itu, akibat dari fenomena ini, proyek apa pun yang melampaui satu periode waktu (dalam praktiknya satu tahun) biasanya akan

memiliki IRR yang sama banyaknya dengan periode waktu yang ada. Dalam praktiknya, hal ini sering kali tidak menjadi masalah karena semua kecuali satu akar (IRR) tidak nyata (misalnya, akar kuadrat dari suatu bilangan negatif) atau bersifat negatif sehingga tidak memiliki signifikansi ekonomi. Namun terkadang, seluruh akar permasalahan tidak nyata sehingga tidak ada IRR untuk beberapa proyek. Terkadang sebuah proyek dapat memiliki lebih dari satu akar nyata (IRR).

Masalah dengan banyak IRR dan tidak adanya IRR ini dapat muncul pada proyek-proyek yang mempunyai arus kas tidak konvensional. Proyek A dan B pada Contoh 4.4 mempunyai arus kas konvensional dimana secara kronologis arus kas negatif diikuti arus kas positif yaitu hanya terjadi satu perubahan tanda pada total arus kas kumulatif (dari negatif ke positif antara tahun 1 dan 2 di kedua proyek).

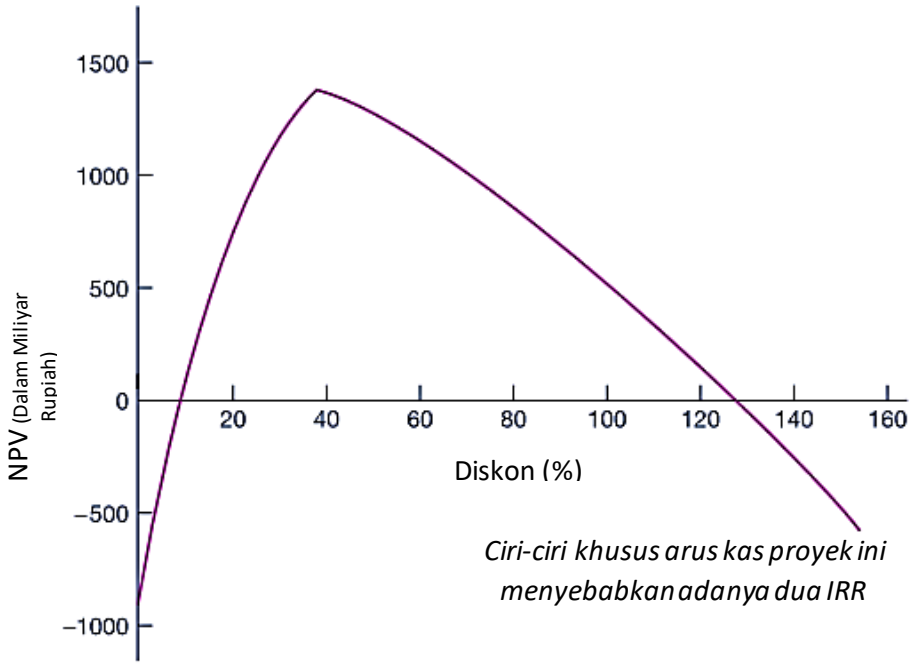
Namun, sekarang pertimbangkan dua proyek berikut:

Tahun	Arus Kas	
	Proyek C	Proyek D
	(Dalam Miliyar Rupiah)	*(Dalam Miliyar Rupiah)*
0	- 10.000	10.000
1	33.000	- 16.000
2	- 24.000	12.000

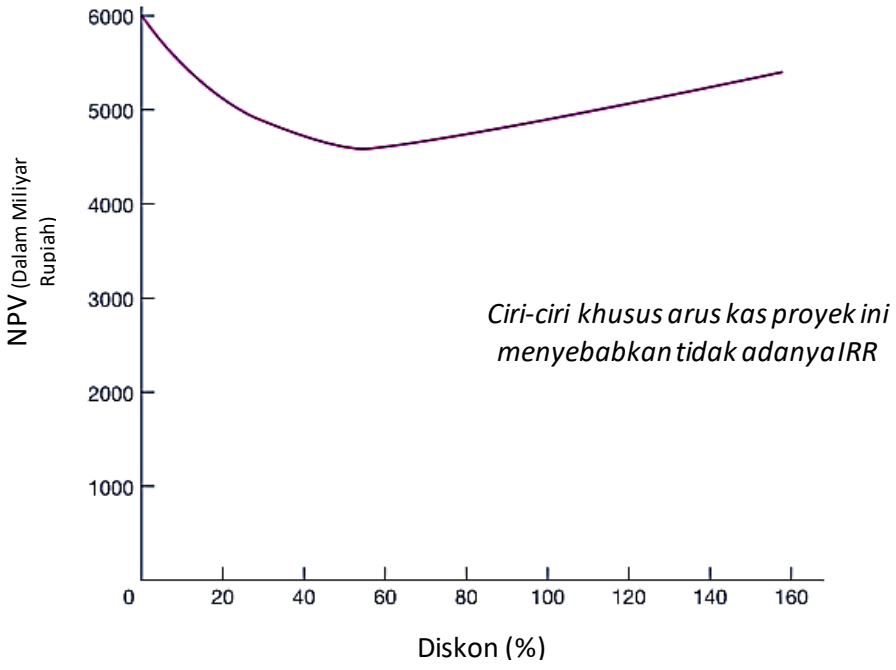
Kedua proyek ini tidak konvensional karena masing-masing mempunyai dua perubahan tanda dalam arus kas kumulatif. Proyek C berubah dari negatif menjadi positif antara tahun 0 dan 1 dan dari positif menjadi negatif antara tahun 1 dan 2. Proyek D justru melakukan hal sebaliknya.

Grafik NPV terhadap tingkat diskonto untuk masing-masing proyek non-konvensional tersebut ditunjukkan pada Gambar 4.2 dan 4.3. Proyek C memiliki dua IRR (8 persen dan 122 persen), yang keduanya sama-sama benar. Manakah dari pilihan berikut yang sebaiknya dianggap tepat untuk pengambilan keputusan investasi? Tidak ada jawaban terhadap pertanyaan ini sehingga di sini IRR memberikan hasil yang ambigu. Namun NPV dapat digunakan: dengan biaya pendanaan antara 8 persen dan 122 persen, proyek tersebut menguntungkan; jika biaya pendanaan usaha di bawah 8 persen atau di atas 122 persen, proyek tersebut harus ditolak.

Mencoba mencari IRR Proyek D melalui trial and error akan menjadi pengalaman yang membuat frustasi karena tidak ada satu pun yang bisa ditemukan – setidaknya, tidak ada yang nyata. Grafik pada Gambar 4.3 menunjukkan tidak ada titik potong antara sumbu horizontal dan kurva. Sekali lagi, IRR tidak mampu menilai proyek tersebut meskipun faktanya proyek tersebut memiliki NPV yang besar pada semua tingkat diskonto.



Gambar 4.2 Grafik NPV terhadap tingkat diskonto Proyek C



Gambar 4.3 Grafik NPV terhadap tingkat diskonto Proyek D

Adalah salah untuk membayangkan bahwa proyek-proyek dengan profil arus kas yang tidak konvensional tidak terjadi dalam praktiknya. Mungkin proyek-proyek tersebut merupakan minoritas dari keseluruhan proyek, namun tetap saja proyek-proyek tersebut tetap ada. Misalnya, banyak proyek yang melibatkan ekstraksi mineral akan menunjukkan karakteristik arus kas seperti Proyek C. Proyek semacam ini sering kali melibatkan komitmen uang tunai dalam jumlah besar untuk mengembalikan lahan ke kontur aslinya setelah tambang atau penggalian dieksploitasi sepenuhnya.

Sebagai kesimpulan umum mengenai IRR, dapat dikatakan bahwa jika opportunity cost of finance digunakan sebagai hurdle rate, biasanya akan memberikan sinyal yang sama dengan model NPV. Namun terkadang, IRR akan memberikan sinyal yang salah, ambigu atau tidak koheren, yang jika diperhatikan dapat menyebabkan pengambilan keputusan yang kurang optimal. Tampaknya IRR lebih merupakan hasil matematis daripada teknik pengambilan keputusan yang dapat diandalkan. Biasanya secara kebetulan akan memberikan sinyal yang tepat, namun tidak selalu. Ada cara untuk memodifikasi IRR untuk mengatasi beberapa masalah ini, namun apakah ada gunanya kita melakukan hal tersebut? NPV selalu memberikan sinyal yang logis dan jelas sehingga sebaiknya kita selalu menggunakannya sebagai metode penilaian utama.

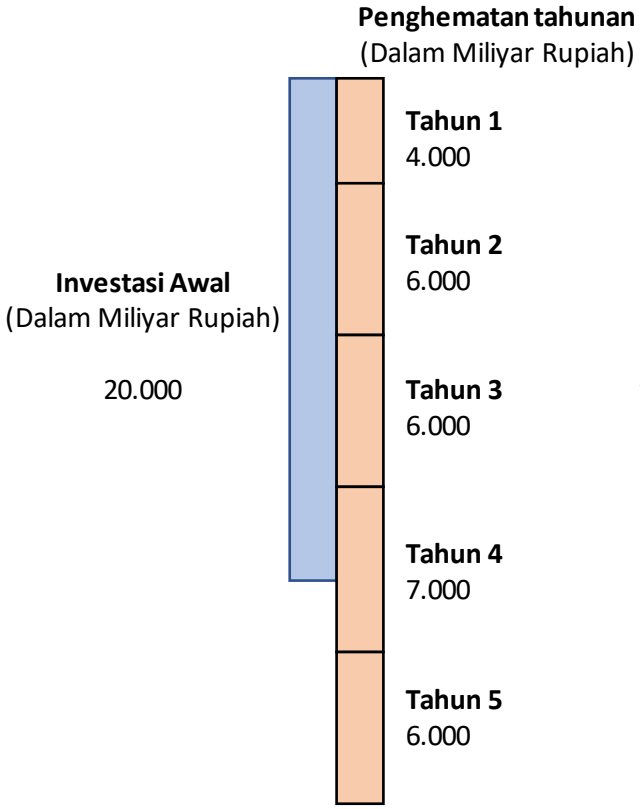
4.4 PERIODE PENGEMBALIAN

Teknik payback period menanyakan pertanyaan sederhana: berapa lama waktu yang dibutuhkan investasi untuk membayar sendiri dari arus kas masuk yang diharapkan dihasilkannya?

Melanjutkan penilaian peluang investasi pada Contoh 4.1 arus kasnya adalah:

Tahun	Zenith	Super
	(Dalam Miliyar Rupiah)	*(Dalam Miliyar Rupiah)*
0	- 20.000	- 25.000
1	4.000	8.000
2	6.000	6.000
3	6.000	5.000
4	7.000	6.000
5	6.000	8.000

kita harus mengetahui bahwa periode pengembalian modal yang diantisipasi adalah 4 tahun (dengan asumsi bahwa arus kas terjadi pada akhir tahun) atau 3 – 4 tahun (dengan asumsi bahwa arus kas terjadi secara merata sepanjang tahun) untuk Zenith dan 4 tahun untuk Super. Payback period (PBP) untuk Zenith ditunjukkan pada Gambar 4.4.



Gambar 4.4 Payback period untuk mesin Zenith

Aturan pengambilan keputusan pada metode PBP adalah proyek akan dipilih hanya jika proyek tersebut membayar sendiri dalam jangka waktu yang telah ditentukan. Proyek pesaing akan dinilai dengan memilih proyek yang PBP-nya lebih pendek (asalkan masih dalam batas maksimum yang telah ditentukan). Dengan demikian PBP lebih memilih Zenith daripada Super (jika arus kas diasumsikan terjadi secara merata).

Perbandingan metode PBP dan NPV

- Metode PBP memiliki kelemahan yang parah karena tidak berhubungan dengan kriteria maksimalisasi kekayaan: metode ini tidak berkaitan dengan peningkatan kekayaan. Hal ini mendorong diterimanya proyek-proyek jangka pendek sehingga mendorong likuiditas dibandingkan peningkatan nilai.
- Metode PBP memperhitungkan waktu arus kas hanya dengan cara yang asal-asalan saja. Metode ini membagi umur proyek menjadi dua bagian: periode pengembalian dan periode setelahnya. Oleh karena itu, PBP tidak memperlakukan arus kas secara berbeda tergantung pada kapan arus kas tersebut muncul. Ini hanya menempatkan arus kas tertentu ke dalam salah satu dari dua kategori: kategori relevan dan kategori tidak relevan. Ketidaklengkapan pertimbangan waktu arus kas ini dapat kita lihat dengan mengacu pada Contoh 4.1. Dengan Super, PBP akan sama (empat tahun) jika tidak ada penghematan pada masing-masing tiga tahun pertama, melainkan penghematan Rp. 25 Miliyar pada tahun ke-4. Jelasnya, kedua situasi ini tidak akan dianggap sama-sama diinginkan oleh investor rasional mana pun, namun metode PBP tidak mampu membedakan keduanya. Beberapa bisnis menggunakan penyempurnaan metode PBP yang, sampai batas tertentu, dapat

mengatasi kelemahan ini. Bisnis-bisnis ini melihat angka-angka yang didiskon ketika menilai periode pengembalian modal. Mengambil angka diskon untuk Zenith kita dapat melihat bahwa periode pengembalian diskon adalah 4.2926 tahun (sekitar 4,86 tahun), dengan asumsi bahwa arus kas terjadi secara merata sepanjang tahun; kalau tidak, itu lima tahun. Super tidak memiliki periode pengembalian yang didiskon, yaitu arus masuk yang didiskon tidak pernah berjumlah investasi awalnya.

- Tidak semua informasi relevan dipertimbangkan dengan metode PBP. Metode ini sepenuhnya mengabaikan segala sesuatu yang terjadi di luar periode pengembalian modal. Misalnya, metode PBP tidak mampu membedakan antara arus kas yang diantisipasi untuk Super dan proyek lain dengan arus keluar dan arus masuk yang sama hingga tahun ke-4 dan kemudian penghematan tahunan sebesar Rp. 20 Miliyar setiap tahun selama sepuluh tahun berikutnya. Hal ini juga berlaku untuk pendekatan pengembalian yang didiskon, yang diuraikan di atas.
- Metode PBP sangat mudah digunakan dan hampir selalu memberikan hasil yang jelas. Bagaimana hasil-hasil tersebut diinterpretasikan tidaklah begitu mudah. Bagaimana cara bisnis menentukan periode pengembalian maksimum yang dapat diterima? Tentu saja ini merupakan keputusan yang sangat sewenang-wenang, yang berarti bahwa metode PBP itu sendiri akan cenderung mengarah pada pengambilan keputusan yang sewenang-wenang, kecuali metode ini digunakan untuk membandingkan proyek-proyek pesaing dan proyek dengan PBP terpendek selalu dipilih. Bahkan hal ini akan mendorong keuntungan yang cepat dibandingkan memaksimalkan kekayaan.

Para pendukung metode PBP berargumentasi bahwa metode ini cenderung mengidentifikasi proyek-proyek yang kurang berisiko, yaitu proyek-proyek yang investasinya mempunyai risiko dalam jangka waktu yang paling singkat. Meski begitu, metode PBP mengambil pandangan risiko yang sangat terbatas. Hal ini hanya menyangkut risiko bahwa proyek tersebut akan berakhir sebelum waktunya. Hal ini mengabaikan risiko seperti pendapatan penjualan yang lebih kecil dari yang diantisipasi atau biaya yang lebih besar dari yang direncanakan.

Secara umum kita dapat menyimpulkan bahwa PBP bukanlah metode yang baik untuk memilih proyek investasi. Penggunaannya kemungkinan besar akan menghasilkan keputusan yang kurang optimal. Namun, hal ini dapat memberikan wawasan mengenai proyek-proyek yang gagal diberikan oleh metode NPV, khususnya dalam masalah likuiditas. Oleh karena itu, metode PBP dipandang oleh sebagian orang sebagai pelengkap yang berguna untuk NPV.

4.5 TINGKAT PENGEMBALIAN YANG DIPERHITUNGKAN (ATAU TIDAK DISESUAIKAN).

Tingkat pengembalian akuntansi (ARR) membandingkan rata-rata peningkatan laba tahunan, setelah memperhitungkan biaya pembuatan investasi awal, dengan jumlah investasi awal. Hasilnya biasanya dinyatakan dalam persentase. Beberapa pengguna ARR mendefinisikannya sebagai keuntungan rata-rata dibagi rata-rata investasi. Asalkan definisi yang diadopsi diterapkan secara konsisten, maka tidak ada yang lebih unggul dari yang lain. Untuk dua peluang pada Contoh 4.1, dan menggunakan definisi pertama ARR, untuk Zenith akan menjadi: ***(Dalam Miliyar Rupiah)***

$$\left[\frac{(4.000 + 6.000 + 6.000 + 7.000 + 6.000) - 20.000}{5} \div 20.000\right] \times 100\% = 9.0\%$$

(20.000 dipotong dari total penghematan tahunan untuk memperhitungkan biaya penyusutan mesin selama lima tahun.) Untuk Super itu akan menjadi:

$$\left[\frac{(8.000 + 6.000 + 5.000 + 6.000 + 8.000) - 25.000}{5} \div 25.000\right] \times 100\% = 6.4\%$$

Aturan pengambilan keputusannya adalah bahwa proyek hanya akan diterima jika proyek tersebut diharapkan menghasilkan ARR lebih tinggi dari tingkat yang telah ditentukan. Dengan proyek-proyek yang bersaing, proyek dengan ARR yang lebih tinggi (Zenith dalam kasus ini) akan dipilih. Perlu dicatat secara khusus bahwa ARR berkaitan dengan arus akuntansi, bukan arus kas. Artinya ARR melihat dampak terhadap keuntungan yang dilaporkan di masa depan yang akan dihasilkan oleh suatu proyek tertentu. Meskipun dalam Contoh 4.1, demi kesederhanaan, diasumsikan bahwa arus kas (dikurangi penyusutan) sama dengan arus akuntansi, hal ini tidak selalu terjadi pada semua proyek yang dinilai, seperti yang dijelaskan dalam Bab 5. ARR juga dikenal sebagai tingkat pengembalian yang tidak disesuaikan dan laba atas investasi (ROI).

Perbandingan metode ARR dan NPV

- ARR tidak berhubungan langsung dengan maksimalisasi kekayaan namun mengejar maksimalisasi tingkat pengembalian yang diukur dengan laba akuntansi.
- ARR hampir sepenuhnya mengabaikan waktu arus kas dan, akibatnya, biaya pendanaan. ARR yang kami hitung (di atas) untuk Zenith dan Super akan sama terlepas dari kapan penurunannya terjadi dalam lima tahun, asalkan totalnya sama. Dengan Zenith, misalnya, arus kas alternatif yang ditunjukkan di bawah ini akan memberikan ARR yang sama dengan arus kas aslinya.

Tahun	**Asli** *(dalam Miliyar Rupiah)*	**Alternatif** *(Dalam Miliyar Rupiah)*
0	- 20.000	- 20.000
1	4.000	25.000
2	6.000	1.000
3	6.000	1.000
4	7.000	1.000
5	6.000	1.000

Setiap investor rasional akan lebih memilih alternatif tersebut, namun ARR tidak dapat membedakan keduanya. Metode ini tidak berusaha menyesuaikan arus kas untuk mencerminkan waktunya.

- Biasanya, semua informasi relevan mengenai arus kas (kecuali waktunya) digunakan untuk menentukan ARR suatu prospek investasi. Namun, ARR juga sering mengambil beberapa data yang tidak relevan. Hal ini karena laba akuntansi dihitung berdasarkan, misalnya, membagi bagian overhead pada suatu proyek tertentu, meskipun overhead tersebut tidak bervariasi tergantung pada dilaksanakan atau tidaknya proyek tersebut. Dalam praktiknya, menggunakan informasi akuntansi untuk mengambil keputusan tentang masa depan seperti yang dilakukan pendekatan ARR dapat menyesatkan. Hal ini tidak berarti bahwa pengukuran laba akuntansi bukanlah aktivitas yang berguna, hanya saja pengukuran tersebut bukanlah pendekatan yang berguna untuk menilai peluang investasi riil di masa depan.
- ARR mudah digunakan, namun fakta bahwa ARR dapat didefinisikan dalam dua cara berbeda dapat menimbulkan kebingungan.

Seperti metode PBP, ARR tampaknya akan menghasilkan keputusan yang buruk. Selain itu, seperti PBP, terdapat pertanyaan tentang bagaimana bisnis mencapai ARR minimum yang siap diterimanya. Salah satu cirinya adalah kenyataan bahwa hal itu tidak mencerminkan pembayaran kembali investasi awal. Ambil contoh, arus kas 'alternatif' untuk Zenith yang diberikan di atas. Di sini, semua investasi awal akan dilunasi pada tahun pertama. Oleh karena itu, ini merupakan investasi yang sangat menarik dengan tingkat pengembalian yang sangat tinggi. Namun meskipun demikian, jika penganut ARR memutuskan untuk menggunakan biaya pinjaman (katakanlah 12 persen) sebagai tingkat bunga acuan, proyek tersebut akan ditolak karena ARR-nya hanya 9 persen. Mungkin, yang lebih logis, rasio pengembalian atas modal yang digunakan (ROCE), berdasarkan laporan laba rugi terkini dan laporan posisi keuangan, akan digunakan, karena ini adalah pendekatan yang digunakan ARR (sesuai dengan namanya). Namun hal ini masih merupakan pendekatan yang sewenang-wenang, karena mengapa laba akuntansi masa lalu atas aset harus dirasakan sebagai dasar yang berguna untuk pengambilan keputusan yang berkaitan dengan masa depan? Dalam kasus apa pun, maksimalisasi tingkat pengembalian akuntansi, kecuali secara kebetulan, tidak akan mendorong maksimalisasi nilai.

Masalah utama ARR, yaitu masalah waktu, dapat diatasi dengan menggunakan laba akuntansi yang memperhitungkan seluruh biaya keuangan yang terkait dengan investasi. Namun dalam praktiknya, hal ini bisa sangat sulit dilakukan. Tabel 4.1 merangkum manfaat relatif dari NPV, IRR, PBP dan ARR.

Tabel 4.1 Ringkasan manfaat relatif dari empat teknik penilaian investasi

	NPV	IR	PBP	ARR
Terkait langsung dengan tujuan maksimalisasi kekayaan	Ya	Tidak	Tidak	Tidak
Sepenuhnya memperhitungkan waktu arus kas dan nilai waktu uang	Ya	Ya	Tidak	Tidak
Memperhitungkan semua informasi yang relevan (selain waktu)	Ya	Ya	Tidak	Ya

Praktis, mudah digunakan dan memberikan sinyal yang jelas	Ya	Biasanya	Ya	Ya

4.6 METODE PENILAIAN INVESTASI YANG DIGUNAKAN DALAM PRAKTIK

Setelah mempertimbangkan atribut serta kekuatan dan kelemahan teoretis dari metode yang digunakan dalam praktik, tampaknya tepat untuk mempertimbangkan sejauh mana metode ini benar-benar digunakan oleh dunia usaha. Selama 40 tahun terakhir telah terjadi sejumlah besar penelitian mengenai metode penilaian investasi yang digunakan dalam praktik. Hal yang lebih relevan untuk bisnis di Inggris dilakukan oleh Pike (1982, 1996), oleh Pike dan Wolfe (1988) (P&W), oleh Arnold dan Hatzopoulos (2000) (A&H) dan oleh Alkaraan dan Northcott (2006) (A&N). Pike dan P&W berkonsentrasi pada bisnis yang sangat besar, bahkan 100 dari 300 bisnis terbesar di Inggris. A&H mensurvei 100 dari 1.000 bisnis terbesar di Inggris. A&N mensurvei 271 bisnis manufaktur besar. Hasil survei ini secara umum dapat dibandingkan dan memberikan indikasi mengenai perubahan praktik selama beberapa dekade terakhir. Hasilnya dapat diringkas seperti yang ditunjukkan pada Tabel 4.2. Meskipun menjelang akhir abad kedua puluh terdapat banyak survei semacam ini, jumlahnya jelas menurun dalam beberapa tahun terakhir. Namun terdapat banyak alasan untuk meyakini bahwa hasil yang ditunjukkan oleh survei-survei terbaru, yang tercantum dalam Tabel 4.2, konsisten dengan praktik yang berlaku saat ini.

Tabel 4.2 Metode penilaian investasi yang digunakan dalam praktik di Inggris

Tanggal survei:	1975[1] %	1981[1] %	1986[2] %	1992[3] %	1997[4] %	2002[5] %
Nilai bersih sekarang	32	39	68	74	97	99
Tingkat pengembalian internal	44	57	75	81	84	89
Periode pengembalian	73	81	92	94	66	96
Tingkat pengembalian akuntansi	51	49	56	50	55	60
Total	200	226	291	299	302	344

Hasilnya, yang disajikan pada Tabel 4.2, menunjukkan sejumlah faktor yang akan kita pertimbangkan sekarang.

Metode penilaian dan tujuan perusahaan

Hal penting yang harus kita ingat saat mempertimbangkan temuan penelitian ini adalah bahwa pilihan metode penilaian investasi secara logis dapat dilihat sebagai bukti tujuan keuangan yang diikuti oleh dunia usaha. Hal ini karena, ketika mengambil keputusan investasi, dunia usaha sering kali mengambil keputusan yang mempunyai dampak paling besar terhadap kesejahteraan dan kesuksesan mereka di masa depan.

Kita telah melihat (di Bagian 4.2) bahwa pembenaran teoretis utama NPV berasal dari asumsi bahwa bisnis mengejar tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Jika ini adalah tujuan yang sebenarnya mereka kejar, kita akan menemukan kepatuhan yang kuat terhadap NPV sebagai teknik penilaian utama dalam praktiknya. A&H menemukan bahwa 97 persen usaha besar yang disurvei menggunakan NPV, di hampir semua kasus dikombinasikan

dengan setidaknya satu metode lain. Mereka juga menemukan bahwa semua usaha besar yang disurvei menggunakan NPV atau IRR atau keduanya. Dalam sebagian besar keadaan, IRR merupakan proksi yang baik untuk NPV. Cohen dan Yagil (2010) juga menemukan hubungan positif antara ukuran bisnis dan penggunaan salah satu ukuran diskon.

Namun, mungkin salah jika menyimpulkan bahwa, karena NPV tidak digunakan oleh semua bisnis, maksimalisasi kekayaan pemegang saham bukanlah tujuan utama. Memang benar, Pike dan Ooi (1988) menemukan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara pentingnya memaksimalkan kekayaan pemegang saham untuk bisnis tertentu dan penggunaan NPV. Mungkin saja kurangnya kecanggihan di antara beberapa pengambil keputusan keuangan menyebabkan mereka tidak mengaitkan tujuan tertentu dengan metode penilaian yang, secara teori, akan mendorong tujuan tersebut.

Beberapa perusahaan merujuk pada penggunaan NPV, dan kaitannya dengan maksimalisasi kekayaan, dalam laporan tahunan mereka. Dalam laporan tahunan tahun 2015, Rolls-Royce Holdings plc, produsen mesin dan sistem tenaga, mengatakan: Grup ini melakukan pemeriksaan ketat terhadap semua investasi besar dan belanja modal terhadap risiko dan arus kas masa depan untuk memastikan bahwa investasi tersebut menciptakan nilai bagi pemegang saham. Laporan tersebut selanjutnya mengatakan bahwa mereka menggunakan analisis arus kas yang didiskontokan untuk menilai keputusan investasi.

Berbagai metode penilaian

Fakta bahwa total pada Tabel 4.2 lebih besar dari 100 persen menunjukkan bahwa banyak usaha yang disurvei menggunakan lebih dari satu metode. Hal ini tidak berarti bahwa lebih dari satu metode digunakan secara konsisten oleh suatu bisnis tertentu sehubungan dengan setiap keputusan. Tampaknya dunia usaha mengubah pendekatan mereka sesuai dengan sifat keputusan investasi modal yang bersangkutan. Misalnya, A&H menemukan bahwa 97 persen responden bisnis besar menggunakan NPV. Namun, dalam 97 persen tersebut, hampir tiga perempat dari bisnis tersebut menggunakan NPV untuk semua keputusan. Di sisi lain, sekitar 4 persen dari 97 persen tersebut jarang menggunakannya. Namun, nampaknya banyak perusahaan menggunakan lebih dari satu metode secara bersamaan untuk menilai proyek investasi tertentu.

Insiden penggunaan berulang tampaknya meningkat seiring berjalannya waktu, seperti terlihat pada Tabel 4.2. Menurut survei Pike tahun 1975, rata-rata jumlah metode yang digunakan adalah dua. Jumlah ini terus meningkat dan pada survei Alkaraan dan Northcott tahun 2002, rata-ratanya mencapai 3,44 metode.

Fakta bahwa penggunaan berbagai metode penilaian begitu meluas dapat memberikan bukti bahwa bisnis mengejar berbagai tujuan keuangan. Di sisi lain, manajer mungkin berpandangan bahwa, setelah memperkirakan arus kas, mereka sebaiknya menggunakannya sebanyak mungkin dalam upaya untuk mendapatkan wawasan sebanyak mungkin tentang proposal investasi.

Teknik diskon

Baik NPV maupun IRR telah menunjukkan pertumbuhan popularitas yang kuat dari waktu ke waktu. Meskipun semua penelitian cenderung menunjukkan peningkatan popularitas keempat metode tersebut, namun metode diskon, khususnya NPV,lah yang

mengalami kemajuan terbesar. Tampaknya semua, kecuali beberapa, bisnis besar kini menggunakan metode diskon dalam sebagian besar keputusan investasi.

Meningkatnya popularitas teknik diskon ini melegakan para ahli teori yang telah lama berpendapat manfaat NPV dan, pada tingkat lebih rendah, IRR. Mengapa IRR tetap begitu populer, meskipun memiliki kelemahan teoritis, masih belum jelas. Beberapa pengamat berpendapat bahwa pengambil keputusan keuangan akan lebih siap merespons hasil persentase dibandingkan NPV yang dinyatakan dalam Rp.

Beberapa pihak juga merasa bahwa para pengambil keputusan lebih memilih untuk membiarkan pertanyaan mengenai 'hurdle rate' (IRR minimum yang dapat diterima) hingga analisis selesai. Hal ini tidak diperbolehkan oleh NPV karena NPV tidak dapat dideduksi tanpa memilih tingkat diskonto. Karena sebagian besar analisis arus kas yang didiskontokan sekarang akan dilakukan dengan menggunakan spreadsheet komputer atau perangkat serupa, poin ini tampaknya tidak sepenuhnya valid. Hal ini karena sangat mudah untuk memasukkan prediksi arus kas suatu proyek tertentu dan kemudian mencoba berbagai tingkat diskonto untuk melihat pengaruhnya terhadap angka NPV.

Ada juga pendapat yang menyatakan bahwa beberapa bisnis mungkin lebih memilih untuk menjaga IRR minimum yang dapat diterima sebagai informasi rahasia bagi manajemen senior. Dengan tidak menyertakannya dalam analisis kuantitatif, maka data tersebut tidak dapat diakses oleh staf yang kurang senior yang mungkin terlibat dalam menyimpulkan IRR untuk proyek-proyek tertentu. Tampaknya hal ini tidak valid. Banyak perusahaan besar mencantumkan hasil investasi yang diperlukan dalam laporan tahunan mereka, sehingga jelas hal ini tidak dianggap sebagai informasi yang ingin mereka rahasiakan.

Dari popularitas NPV dan fakta bahwa, dalam sebagian besar keadaan, IRR akan memberikan keputusan yang sama persis dengan NPV, terdapat beberapa bukti bahwa bisnis memang mengejar maksimalisasi kekayaan pemegang saham sebagai tujuan utama.

Periode pengembalian

Popularitas PBP yang terus berlanjut telah membingungkan para akademisi keuangan selama beberapa dekade. Seperti yang telah kita lihat, kebijakan ini mempunyai kelemahan teoritis yang serius: mungkin yang paling signifikan adalah kebijakan ini mengabaikan tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Terlepas dari kekurangan ini, ini sangat banyak digunakan oleh bisnis di Inggris. Ada banyak dugaan mengapa PBP tetap populer. Beberapa pihak berpendapat bahwa hal ini memberikan bukti bahwa tidak semua bisnis mengupayakan maksimalisasi kekayaan pemegang saham, atau setidaknya ada yang menggabungkannya dengan 'jangka pendek', sebuah poin yang telah dibahas di Bab 2. Dengan demikian, pemegang saham mungkin menanggung biaya keagenan. , dalam hal ini keputusan yang diambil tidak memaksimalkan kekayaan mereka, namun dapat memaksimalkan kesejahteraan para manajer bisnis. Pike (1985) menemukan bahwa bisnis yang tujuannya menekankan kepentingan pemegang saham cenderung kurang bergantung pada PBP.

Chen dan Clark (1994) melakukan survei terhadap bisnis manufaktur di AS dan menemukan bahwa penggunaan PBP sangat terkait dengan sejauh mana manajer percaya bahwa laba akuntansi penting dalam cara penilaian kinerja mereka, khususnya jika remunerasi mereka ditentukan. terkait dengan laba akuntansi. PBP cenderung memilih proyek-proyek

yang akan menghasilkan arus kas operasional yang cukup tinggi dan, oleh karena itu, menghasilkan keuntungan, dalam jangka pendek.

Pihak lain (misalnya, Boardman, Reinhart dan Celec, 1982) berpendapat bahwa PBP mungkin cocok dengan kerangka strategis yang melibatkan penyesuaian hasil investasi dengan kebutuhan untuk membayar kembali pinjaman berjangka yang memiliki deskripsi tertentu. Jika, dalam bisnis yang 'terkendala modal', arus kas masuk tidak muncul pada awal masa investasi, maka bisnis tersebut akan kolaps sebelum arus kas yang diantisipasi tiba. Namun, bukti tampaknya tidak mendukung saran ini. Sebuah survei yang dilakukan pada tahun 1999 mengenai praktik di sejumlah besar bisnis besar di AS tidak menemukan bukti bahwa bisnis dengan modal terbatas lebih cenderung menggunakan PBP (Graham dan Harvey, 2001).

Kemungkinan alasan lain mengapa PBP tetap populer mungkin terletak pada kesederhanaannya dan oleh karena itu kegunaannya sebagai sarana bagi seorang manajer untuk berdebat mengenai suatu proyek tertentu ketika dihadapkan pada penolakan terhadap proyek tersebut dari manajer lain yang tidak memiliki latar belakang keuangan. Mungkin digunakan bersamaan dengan metode diskon atau hanya digunakan untuk keputusan yang relatif kecil. Kemungkinan lainnya adalah PBP digunakan sebagai alat 'penyaringan' awal yang harus dilalui oleh semua proposal proyek sebelum analisis rinci dilakukan. Namun hal ini agak dilemahkan oleh fakta bahwa PBP dan metode diskonto menggunakan input dasar yang sama (perkiraan arus kas). Setelah mengidentifikasi masukan-masukan ini, maka diperlukan sedikit upaya tambahan untuk menerapkan faktor diskon pada masukan-masukan tersebut.

Alasan lebih lanjut, dan mungkin lebih mungkin, atas popularitas PBP yang terus berlanjut mungkin terletak pada kenyataan bahwa metode diskon, yang perkembangan teoretisnya sebagian besar terjadi pada tahun 1960an, baru saja berkembang sepenuhnya. Hal ini terutama terjadi pada manajer non-keuangan. Popularitas PBP mungkin berasal dari kurangnya kecanggihan manajerial.

Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa bisnis dengan skala kecil (dalam hal omzet penjualan) dari mereka yang disurvei cenderung menggunakan PBP hampir sama seringnya dengan penggunaan NPV atau IRR. Mereka juga menemukan bahwa, di antara bisnis-bisnis tersebut, PBP kemungkinan besar akan menjadi perusahaan yang penting jika sebagian besar manajemen seniornya berusia lebih tua dan kurang memiliki kualifikasi yang baik. Hal ini tampaknya mendukung anggapan bahwa PBP cenderung digunakan oleh manajer yang kurang canggih. Cohen dan Yagil (2010) mensurvei total 140 bisnis besar yang tersebar di Inggris, Jerman, Kanada, dan Jepang. Mereka menemukan bahwa kecenderungan bisnis untuk menggunakan metode diskon lebih besar pada bisnis besar dibandingkan bisnis kecil.

Salah satu bisnis terkenal dan sangat sukses yang tampaknya menggunakan PBP adalah pengecer barang jalan raya dan pesanan lewat pos Next plc. Dikatakan dalam laporan tahunan tahun 2015, dengan mengacu pada pembukaan toko baru sepanjang tahun:

Profitabilitas toko yang dibuka dalam 12 bulan terakhir diperkirakan rata-rata 20% dan pengembalian modal bersih yang diinvestasikan diperkirakan dalam 20 bulan. Kedua angka tersebut berada dalam batasan investasi Perusahaan, yaitu profitabilitas toko sebesar 15% dan pengembalian modal dalam waktu 24 bulan. Menarik untuk dicatat bahwa Next secara

tegas menyatakan di bagian lain laporan tahunannya bahwa tujuan keuangannya adalah meningkatkan nilai pemegang saham.

Tingkat pengembalian akuntansi

Meskipun hampir tidak ada pembenaran teoritis, ARR terus digunakan secara luas. Seperti halnya PBP, fakta ini dapat menimbulkan pertanyaan apakah dunia usaha benar-benar berupaya mencapai tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Meluasnya penggunaan ARR mungkin menunjukkan bahwa dunia usaha sebenarnya sedang mengejar tujuan pengembalian akuntansi, mungkin bersamaan dengan tujuan peningkatan kekayaan (juga dibahas di Bab 2). Hal ini mungkin juga terkait dengan jangka pendek. Namun, seperti halnya PBP, penggunaan ARR mungkin menunjukkan kurangnya kecanggihan manajerial. Kebanyakan manajemen sudah terbiasa dengan laporan keuangan (laporan laba rugi dan sejenisnya). Mungkin mereka lebih memilih untuk berpikir dalam istilah akuntansi dibandingkan dengan arus kas yang didiskontokan, meskipun faktanya ukuran akuntansi tidak tepat untuk menilai peluang investasi individu, tentu saja dimana maksimalisasi kekayaan pemegang saham adalah tujuannya. Mungkin saja manajer prihatin dengan dampak pelaksanaan proyek tertentu terhadap laporan keuangan. Penelitian yang dilakukan oleh Pike dan Ooi (1988) menunjukkan bahwa beberapa bisnis mengejar tingkat persentase pengembalian tujuan investasi. Ini adalah ukuran yang didasarkan pada laporan keuangan.

Pengalaman internasional

Penelitian survei yang dilakukan di Amerika menunjukkan bahwa penggunaan metode penilaian investasi yang sama berlaku di sana seperti di Inggris (Scapens, Sale dan Tikkas, 1982; Moore dan Reichert, 1983; Levy dan Sarnat, 1988; Chen, 1995; Graham dan Harvey, 2001;Cohen dan Yagil, 2007). Di masa lalu, tampaknya terdapat lebih banyak kejadian penggunaan metode diskon dibandingkan di Inggris, namun perbedaan ini tampaknya sudah tidak ada lagi. Menariknya, PBP nampaknya sama populernya di AS dan di Inggris.

Berdasarkan bukti yang dikutip oleh Bhimani, Horngren, Datar dan Rajan (2012), metode yang digunakan dalam penilaian investasi sangat berbeda dari satu negara ke negara lain. Di sebagian besar negara yang disebutkan, PBP, NPV dan IRR digunakan secara luas (oleh sekitar 70 persen pelaku usaha). ARR tidak terlalu populer dimanapun (26 persen).

Cohen dan Yagil (2007) menemukan bahwa teknik diskon penilaian investasi kurang populer di Jepang dibandingkan di Inggris dan Amerika Serikat, namun tidak terlalu populer. Hodder (1986), bagaimanapun, menemukan penggunaan penilaian nilai bersih masa depan secara luas. Seperti yang telah kita bahas sebelumnya dalam bab ini, pendekatan ini merupakan alternatif logis terhadap NPV dan akan memberikan sinyal yang sama. Pendekatan lain yang banyak digunakan yang Hodder temukan digunakan di Jepang adalah versi ARR yang mencakup penyisihan bunga atas pembiayaan investasi dalam menyimpulkan laba akuntansi tahunan. Hodder mencatat penekanan pada pengambilan keputusan 'konsensus' di Jepang, di mana para manajer di berbagai tingkat mendiskusikan investasi besar secara panjang lebar. Hasil penilaian keuangan formal hanyalah sebagian dari proses pengambilan keputusan.

Penilaian non-keuangan atas keputusan investasi

Terdapat bukti bahwa banyak perusahaan, mungkin sebagian besar dari mereka, mendasarkan keputusan investasi mereka hanya sebagian pada penilaian keuangan

kuantitatif terhadap setiap peluang. Chen (1995) mensurvei 115 perusahaan manufaktur besar di pasar saham yang terdaftar di AS. Dia menemukan popularitas metode penilaian keuangan yang sama seperti yang dilakukan para peneliti Amerika sebelumnya. Ia juga menemukan ketergantungan yang besar pada metode non-finansial. Secara keseluruhan, metode diskon (NPV dan IRR) lebih populer dibandingkan PBP atau ARR, namun, untuk semua jenis investasi, metode non-finansial memiliki peringkat yang hampir sama tingginya dengan metode diskon dan jauh lebih unggul dari PBP atau ARR. Alkaraan dan Northcott (2006) menemukan keadaan serupa di Inggris, dimana permasalahan non-keuangan dianggap sangat penting oleh para pengambil keputusan investasi.

Metode non-keuangan di sini mencakup hal-hal seperti apakah investasi tertentu yang dipertimbangkan sesuai dengan strategi umum bisnis, apakah investasi tersebut tampaknya memiliki potensi pertumbuhan dan apakah posisi kompetitif produk dan bisnis akan ditingkatkan. Dapat dikatakan bahwa permasalahan non-keuangan ini hanyalah permasalahan keuangan yang sulit diukur. Misalnya, sebuah perusahaan akan tertarik untuk melakukan investasi dengan cara yang sesuai dengan strategi umumnya karena perusahaan yakin bahwa hal ini akan cenderung mengarahkannya ke bidang-bidang yang kemungkinan besar, dalam jangka panjang, adalah bidang-bidang yang memiliki potensi peningkatan kekayaan terbesar. Hubungan antara strategi perusahaan dan penilaian investasi dieksplorasi di Bab 5.

Nilai sekarang bersih (NPV)

- NPV = jumlah nilai diskonto arus kas dari investasi.
- Uang mempunyai nilai waktu.
- Aturan pengambilan keputusan: semua investasi dengan NPV positif akan meningkatkan kekayaan pemegang saham; semakin besar NPV, semakin besar peningkatannya dan semakin diinginkan proyek tersebut.
- PV arus kas (Cn) = $Cn/(1 + r)^n$, dengan asumsi tingkat bunga konstan.
- Tindakan pendiskontoan membawa arus kas pada titik waktu yang berbeda ke dasar penilaian yang sama (nilai sekarang), yang memungkinkan arus kas tersebut dibandingkan secara langsung.
- Kesimpulan mengenai NPV:
- Berkaitan langsung dengan tujuan kekayaan pemegang saham.
- Memperhitungkan waktu arus kas.
- Mempertimbangkan semua informasi yang relevan.
- Memberikan sinyal yang jelas dan praktis untuk digunakan.

Tingkat pengembalian internal (IRR)

- IRR = tingkat diskonto yang menyebabkan suatu proyek mempunyai NPV nol.
- Ini mewakili persentase pengembalian rata-rata atas investasi, dengan mempertimbangkan fakta bahwa uang tunai dapat mengalir masuk dan keluar dari proyek pada berbagai titik dalam umur proyek.
- Aturan pengambilan keputusan: proyek yang memiliki IRR lebih besar daripada biaya pendanaannya dapat diterima; semakin besar IRR, semakin diinginkan proyek tersebut.

- Biasanya tidak dapat dihitung secara langsung; pendekatan trial and error biasanya diperlukan.
- Kesimpulan mengenai IRR:
  - Tidak berhubungan langsung dengan kekayaan pemegang saham. Biasanya hal ini akan memberikan sinyal yang sama seperti NPV, namun hal ini dapat menyesatkan jika ada proyek yang bersaing dengan skala yang berbeda.
  - Memperhitungkan waktu arus kas.
  - Mempertimbangkan semua informasi yang relevan.
  - Tidak selalu memberikan sinyal yang jelas dan tidak praktis untuk digunakan.
  - Seringkali tidak mampu mengatasi berbagai biaya keuangan.
  - Dengan arus kas yang tidak konvensional, masalah IRR yang banyak atau tidak ada sama sekali.
  - Lebih rendah dari NPV.

Periode pengembalian (PBP)

- PBP = lamanya waktu yang dibutuhkan arus kas keluar untuk investasi awal agar dapat dilunasi dari arus kas masuk yang dihasilkan.
- Aturan pengambilan keputusan: proyek dengan PBP hingga jangka waktu maksimum yang ditentukan dapat diterima; semakin pendek PBP, semakin diinginkan proyek tersebut.
- Dapat disempurnakan sedikit dengan menggunakan potongan arus masuk di masa depan untuk mendapatkan PBP yang didiskontokan.
- Kesimpulan mengenai PBP:
  - Tidak berhubungan dengan kekayaan pemegang saham; mengabaikan arus masuk setelah tanggal pengembalian.
  - Versi yang tidak didiskontokan tidak terlalu memperhitungkan waktu arus kas.
  - Mengabaikan banyak informasi relevan.
  - Tidak selalu memberikan sinyal yang jelas dan tidak praktis untuk digunakan.
  - Lebih rendah dibandingkan NPV, namun mudah dipahami dan dapat memberikan wawasan likuiditas, yang mungkin menjadi alasan penggunaannya secara luas.

Tingkat pengembalian akuntansi (ARR)

- ARR = rata-rata keuntungan akuntansi dari proyek yang dinyatakan sebagai persentase dari rata-rata (atau investasi awal). Penyebutnya perlu didefinisikan dan definisi tersebut diterapkan secara konsisten.
- Aturan pengambilan keputusan: proyek dengan ARR di atas batas minimum yang ditentukan dapat diterima; semakin besar ARR, semakin diinginkan proyek tersebut.
- Kesimpulan mengenai ARR:
  - Tidak berhubungan langsung dengan kekayaan pemegang saham.
  - Penggunaannya dapat menghasilkan kesimpulan yang tidak logis.
  - Hampir tidak memperhitungkan waktu arus kas.

- Mengabaikan beberapa informasi yang relevan dan mungkin mempertimbangkan beberapa informasi yang tidak relevan.
- Relatif mudah digunakan.
- Jauh lebih rendah dibandingkan NPV.

Penggunaan metode penilaian dalam praktik

- Keempat metode tersebut banyak digunakan.
- Metode diskon (NPV dan IRR) menunjukkan peningkatan penggunaan yang kuat dari waktu ke waktu.
- Banyak bisnis menggunakan lebih dari satu metode.
- Bisnis yang lebih besar tampaknya lebih canggih dibandingkan bisnis yang lebih kecil.

BAB 5
ASPEK PRAKTIS PENILAIAN INVESTASI

5.1 PENDAHULUAN

Pada Bab 4 kami menetapkan bahwa pendekatan yang paling benar secara teoritis adalah menilai peluang investasi berdasarkan nilai bersih sekarang (net present value). Hal ini melibatkan identifikasi arus kas dan waktunya, lalu didiskontokan dengan faktor yang sesuai. Dalam bab ini kita akan mengkaji bagaimana bisnis harus mengidentifikasi arus kas dan menilainya, khususnya dalam konteks NPV. Kami juga akan mempertimbangkan beberapa masalah praktis lainnya, termasuk bagaimana sebuah bisnis harus menghadapi situasi dimana pendanaan tidak mencukupi untuk mendukung semua proyek yang diinginkan. Meskipun fokusnya adalah pada aspek praktis penggunaan NPV, banyak poin yang berhubungan dengan teknik lain dalam menilai proyek investasi (khususnya IRR).

5.2 ARUS KAS ATAU ARUS AKUNTANSI?

Ketika menilai peluang investasi bisnis tertentu, apakah bisnis harus mengidentifikasi dan mendiskon pembayaran dan penerimaan tunai atau haruskah bisnis mendiskon keuntungan yang dihasilkan dari proyek tersebut? Ini merupakan pertanyaan penting, karena nampaknya banyak bisnis menggunakan proyeksi angka akuntansi sebagai titik awal penilaian investasi. Seperti yang kita lihat di Bab 3, arus kas dari proyek tertentu, dalam periode waktu tertentu, jarang sama dengan laba akuntansi proyek tersebut pada periode yang sama.

Jika kita kembali ke prinsip yang menjadi dasar konsep NPV, kita melihat bahwa pendiskontoan memperhitungkan biaya peluang dalam melakukan investasi. Peluang untuk menghasilkan pendapatan, dari investasi lain, tidak akan hilang ketika uang tunai perlu dikeluarkan untuk proyek tersebut. Hanya ketika arus kas kembali dari proyek, bisnis dapat menggunakannya untuk membayar dividen, membayar kembali pinjaman, meminjamkan, atau menginvestasikan kembali pada proyek lain. Oleh karena itu, arus kas merupakan masukan utama dalam analisis NPV.

Sepanjang umur proyek, laba akuntansi akan sama dengan arus kas bersih (tidak didiskontokan) secara total; waktunya akan berbeda. Mengapa hal ini harus terjadi?

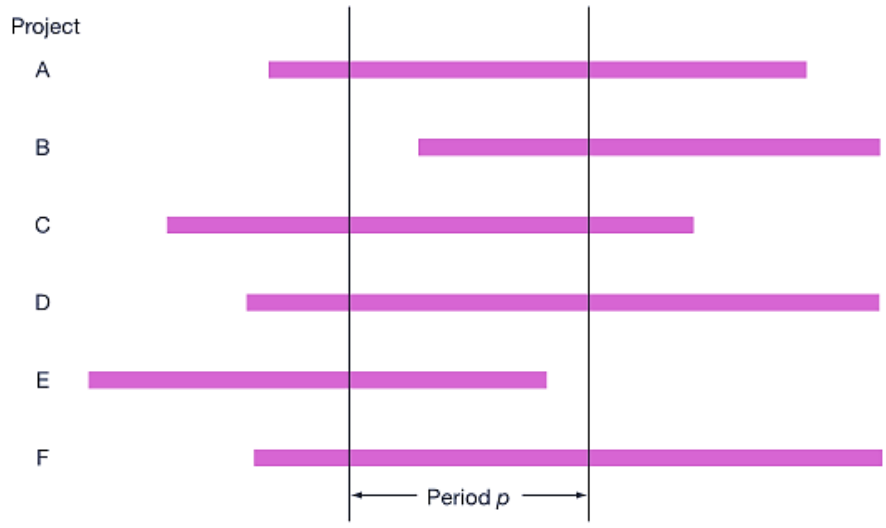
Peran akuntansi keuangan dan penilaian investasi

Akuntansi keuangan, seperti yang kita lihat di Bab 3, bertujuan untuk menilai laba (peningkatan kekayaan) untuk suatu periode, mungkin satu tahun. Dalam melakukan hal ini, pemerintah perlu memperlakukan setiap periode sebagai satu kesatuan yang mandiri. Hal ini terlepas dari kenyataan bahwa sebagian besar proyek investasi perusahaan tidak akan mandiri dalam periode yang sama. Aset tidak lancar (misalnya, suatu mesin), yang mungkin diperoleh pada periode sebelumnya, dapat digunakan pada periode tersebut dan terus dimiliki dan digunakan pada periode mendatang. Persediaan (stok dalam perdagangan) yang diperoleh pada periode sebelumnya dapat dijual pada periode sekarang. Penjualan yang dilakukan (secara kredit) pada periode berjalan dapat dibayar oleh pelanggan pada periode berikutnya.

Akuntansi keuangan cenderung mengabaikan waktu pembayaran dan penerimaan uang tunai dan berkonsentrasi pada kekayaan yang dihasilkan dan hilang selama periode tersebut. Biaya-biaya, dikurangi hasil pelepasan yang diantisipasi, atas aset tidak lancar tertentu disebarkan secara merata (disusutkan) sepanjang umur aset tersebut sehingga setiap periode mendapat bagian dari biaya tersebut, terlepas apakah ada uang tunai yang benar-benar dibayarkan kepada pemasok atau tidak. aset tidak lancar pada periode pelaporan tertentu yang sedang dipertimbangkan. Pendapatan penjualan biasanya diakui dan diambil kreditnya oleh bisnis penjualan ketika barang berpindah tangan atau jasa diberikan meskipun penerimaan kas mungkin terlambat beberapa minggu. Pengurangan kekayaan yang diderita akibat penggunaan persediaan dalam melakukan penjualan diakui pada saat penjualan dilakukan dan bukan pada saat persediaan dibeli atau pada saat persediaan tersebut dibayar.

Poin-poin ini bukanlah kelemahan akuntansi keuangan. Perannya adalah untuk mengukur pendapatan (keuntungan) selama periode waktu tertentu sehingga pihak-pihak yang berkepentingan dapat memperoleh penilaian berkala dan terkini mengenai kemajuan bisnis. Karena proyek biasanya tidak akan berdiri sendiri dalam jangka waktu sesingkat satu tahun, akuntansi keuangan perlu mengambil pendekatan yang konsisten mengenai cara menangani masalah; pendekatan yang diambil tampaknya sangat logis.

Namun, penilaian investasi memiliki tujuan yang agak berbeda dengan akuntansi keuangan. Hal ini bertujuan untuk menilai suatu proyek sepanjang umur proyek, bukan untuk menilai suatu bagian tertentu dari umur proyek tersebut. Perbedaan tujuan ini direpresentasikan secara grafis pada Gambar 5.1. Ini menunjukkan sebuah bisnis dengan enam proyek investasi (A hingga F), yang masing-masing dimulai dan berakhir pada waktu berbeda. Akuntansi keuangan berupaya menilai laba untuk suatu periode seperti p. Selama periode ini satu proyek (Proyek E) berakhir, satu (Proyek B) dimulai, sedangkan empat proyek lainnya berjalan sepanjang periode p. Penilaian investasi bertujuan untuk menilai apakah suatu proyek tertentu layak untuk dilaksanakan, sebelum proyek tersebut dimulai. Pengukuran keuntungan cenderung bersifat cross-sectional, penilaian investasi bersifat longitudinal.



Tujuan akuntansi keuangan adalah untuk membuat penilaian terhadap jumlah kekayaan yang dihasilkan oleh seluruh proyek bisnis selama periode tertentu meskipun faktanya tidak semua arus kas setiap proyek berdiri sendiri dalam periode tersebut.

Gambar 5.1 Enam proyek investasi suatu bisnis, yang semuanya beroperasi setidaknya selama dua periode akuntansi

Mengubah arus akuntansi menjadi arus kas

Ketika menggunakan pendekatan NPV, yang harus didiskontokan adalah arus kas yang diproyeksikan, bukan laba akuntansi. Namun, sering kali, ketika suatu proyek sedang dinilai, sebelum kemungkinan pelaksanaannya, proyek tersebut dinyatakan dalam bentuk laba yang diantisipasi, sehingga kita perlu mengubah informasi tersebut menjadi arus kas.

Ada dua area di mana laba akuntansi perlu disesuaikan:

- Modal kerja, dan
- Depresiasi.

Modal kerja

Sedangkan untuk pos-pos operasi, yaitu pos-pos yang berkaitan dengan pendapatan penjualan dan biaya material, tenaga kerja dan overhead, penyesuaian untuk mengubah arus akuntansi menjadi arus kas dapat dilakukan dengan mempertimbangkan kebutuhan modal kerja proyek.

Contoh 5.1

Sebuah proyek pembuatan widget, jika dilaksanakan, akan dimulai pada tanggal 1 Januari dengan pembelian (dan pembayaran) mesin pembuat widget. Bahan untuk pembuatan widget akan dibeli pada bulan Januari dan dibayar pada bulan Februari. Mereka juga akan digunakan dalam produksi pada bulan Februari. Produksi bulan Februari akan dijual pada bulan itu, secara kredit, dan pelanggan akan membayar pada bulan April. Jika pembelian bahan baku bulanan adalah Rp. 10 Triliyun dan pendapatan penjualan bulanan dari widget adalah Rp. 20 triliyun, maka setelah proyek berjalan, investasi modal kerja pada saat tertentu adalah sebesar

	Dalam Miliyar Rupiah
Piutang usaha (dua bulan seharga Rp. 20 Triliyun)	40.000
Persediaan (satu bulan seharga Rp. 10 Triliyun malam)	10.000
	50.000
Dikurangi: Hutang dagang (satu bulan seharga Rp. 10 Triliyun)	10.000
	40.000

(Hal ini mengasumsikan bahwa tingkat aktivitas, penyimpanan persediaan, dan periode kredit tetap konstan.) Jadi, untuk memperhitungkan perbedaan antara arus akuntansi operasi dan arus kas, kita dapat memperlakukan Rp. 40 triliyun, yang merupakan besarnya perbedaan antara akuntansi dan arus kas, sebagai investasi awal proyek.

Kita juga harus memperlakukannya sebagai tanda terima di akhir proyek ini. Hal ini logis karena, selama beberapa bulan terakhir proyek, lebih banyak uang tunai yang diterima

dari pendapatan penjualan dibandingkan pendapatan penjualan yang dihasilkan; pelanggan kredit akan terus membayar setelah proyek berakhir selama dua bulan. Persediaan tidak akan dibeli pada bulan terakhir produksi, meskipun pemasok persediaan yang dibeli pada bulan sebelumnya harus dibayar pada bulan terakhir tersebut.

Asalkan pengakuan perbedaan waktu pada Contoh 5.1 (Rp. 40 Triliyun) disesuaikan dengan benar, arus akuntansi operasi dapat digunakan sebagai pengganti arus kas (yang lebih tepat). Kegagalan dalam melakukan penyesuaian terhadap arus akuntansi akan cenderung menimbulkan bias dalam penilaian, biasanya memberikan kesan yang lebih baik dibandingkan dengan fakta yang ada. Hal ini cenderung memberikan kesan yang lebih baik karena arus akuntansi tidak mencerminkan fakta bahwa, seperti pada Contoh 5.1, penjualan biasanya dilakukan secara kredit sehingga arus kas masuk mungkin tertinggal beberapa waktu setelah penjualan. Meskipun benar bahwa dampak sebaliknya disebabkan oleh fakta bahwa perusahaan tersebut kemungkinan besar membeli bahan mentah secara kredit, dampak sebaliknya ini kemungkinan besar akan diimbangi oleh fakta bahwa perusahaan tersebut mungkin menyimpan persediaan bahan mentah dan barangkali barang jadi. barang juga.

Dalam kasus apa pun, untuk proyek-proyek yang mungkin dianggap menguntungkan oleh bisnis, pendapatan penjualan akan cenderung lebih besar daripada biaya operasional. Selain itu, penjualan biasanya dilakukan secara kredit sedangkan beberapa biaya operasional yang signifikan (misalnya, gaji) harus dibayar segera.

Depresiasi

Dengan belanja modal, dan kemungkinan hasil pelepasan, penting untuk mengidentifikasi secara spesifik kapan arus kas ini terjadi. Penyusutan yang dibebankan untuk memperoleh laba operasi harus dihilangkan.

Contoh 5.2

Sebuah proyek yang memerlukan pengeluaran awal sebesar Rp. 200 Miliyar untuk sebuah mesin diharapkan menghasilkan keuntungan tahunan sebesar Rp. 60 Miliyar (setelah dikurangi penyusutan) setiap tahun selama empat tahun. Penyusutan dihitung dengan dasar genap (garis lurus), dengan asumsi bahwa hasil pelepasan investasi awal akan berjumlah Rp. 40 Miliyar yang dapat diterima pada akhir Tahun ke-4. Ini berarti bahwa biaya penyusutan tahunan adalah Rp. 40 Miliyar [(Rp. 200 Miliyar – Rp. 40 Miliyar)/4]. Biaya awal adalah arus keluar pada Tahun 0 (segera) dan hasil pelepasan merupakan arus masuk tambahan pada Tahun 4. Kebutuhan modal kerja diperkirakan konstan Rp. 30 Miliyar. Estimasi arus kasnya adalah

Tahun	Dalam Miliyar Rupiah	
0	- 230	Contoh Mesin Rp. 200 Miliyar + Pekerja Rp. 30 Miliyar
1	100	Laba sebelum penyusutan Rp. 60 miliyar + Penyusutan Rp. 40 Miliyar
2	100	
3	100	
4	170	Contoh Rp. 100 Miliyar + Hasil Pembuangan Rp. 40 Miliyar + Modal kerja yang dikeluarkan Rp. 30 Miliyar.

Mendiskontokan arus kas dibandingkan keuntungan tidak berarti bahwa penyusutan diabaikan. Hal ini sebenarnya diperhitungkan dengan memperlakukan investasi awal sebagai arus kas keluar dan hasil pelepasan sebagai arus masuk, sehingga pada dasarnya membebankan selisih antara jumlah tersebut ke proyek.

5.3 APAKAH ARUS KAS BENAR-BENAR TERJADI PADA AKHIR TAHUN?

Dalam contoh yang telah kita bahas sejauh ini, semua arus kas terjadi tepat beberapa tahun setelah dimulainya proyek. Ini jelas tidak mewakili kehidupan nyata. Sebagian besar investasi yang dilakukan oleh bisnis adalah tanah, bangunan, pabrik, mesin, persediaan, dan sebagainya. Keuntungan dari hal ini adalah dalam bentuk pendapatan penjualan yang harus ditambah dengan biaya tenaga kerja, bahan baku dan biaya overhead. Tentu saja, arus kas ini tidak mungkin terjadi pada akhir tahun. Perdagangan ini cenderung tersebar sepanjang tahun, mungkin cukup merata atau mungkin lebih terkonsentrasi pada beberapa waktu tertentu dibandingkan waktu lainnya, sehingga mencerminkan aspek musiman pada perdagangan tertentu. Tepatnya, waktu yang tepat dari arus kas harus diidentifikasi dan arus kas tersebut harus didiskontokan sesuai dengan itu. Faktor diskon $1/(1 + r)^n$ akan sama; namun, n belum tentu merupakan bilangan bulat.

Meskipun sangat mungkin untuk mengenali waktu arus kas yang tepat, hal ini tampaknya tidak biasa dilakukan. Asumsi penyederhanaan bahwa arus kas yang terjadi dalam satu tahun terjadi pada akhir tahun dianggap populer dalam praktiknya. Pengambilan asumsi ini cenderung menimbulkan unsur bias karena asumsi ini menganggap arus kas terjadi beberapa bulan lebih lambat dari yang sebenarnya terjadi. Hal ini cenderung berdampak pada meremehkan NPV secara sistematis. Sebenarnya, dalam praktiknya mungkin lebih baik untuk mengidentifikasi perkiraan arus kas dari bulan ke bulan dan mendiskontokannya berdasarkan kapan perkiraan tersebut benar-benar diharapkan terjadi. Namun besarnya bias antara asumsi akhir tahun dan penyesuaian modal kerja cenderung tidak signifikan (Atrill, McLaney dan Pointon, 1997).

5.4 ARUS KAS YANG MANA?

Seperti yang kita lihat di Bab 2, hanya arus kas yang relevan dengan keputusan yang harus dimasukkan ke dalam penilaian. Arus kas akan relevan hanya jika arus kas tersebut berbeda tergantung pada keputusan yang sedang dikaji. Hal-hal yang akan terjadi terlepas dari keputusannya harus diabaikan. Misalnya, jika keputusan yang melibatkan pilihan apakah akan membuat produk baru atau tidak tidak akan berdampak pada biaya overhead tetap, maka biaya overhead tetap harus diabaikan ketika mengambil keputusan; mereka tidak akan terpengaruh olehnya.

Demikian pula, biaya-biaya di masa lalu tidaklah relevan karena biaya-biaya tersebut pasti akan tetap sama, apa pun yang terjadi di masa depan. Misalnya, ketika sebuah mesin seharga Rp. 1 Miliyar satu tahun yang lalu sedang ditinjau apakah mesin tersebut harus diganti atau tidak, keputusan tersebut tidak boleh memperhitungkan Rp. 1 Miliyar tersebut. Hanya manfaat masa depan yang dapat diperoleh dari mesin tersebut, baik dalam bentuk hasil pelepasan atau manfaat arus kas dari penyimpanannya, yang harus dipertimbangkan.

Keputusan saat ini bukanlah apakah akan membeli mesin tersebut setahun yang lalu atau tidak; keputusan itu dibuat lebih dari dua belas bulan yang lalu dan merupakan keputusan yang baik atau buruk. Dalam kedua kasus tersebut, hal tersebut bukanlah sesuatu yang dapat diubah saat ini.

Arus kas peluang

Bukan hanya arus kas yang diharapkan benar-benar terjadi saja yang harus diperhitungkan. Arus kas peluang sama pentingnya dengan arus kas aktual. Dalam contoh di atas, jika mesin tersebut memiliki nilai pasar saat ini sebesar Rp. 100 Juta maka salah satu arus kas yang terkait dengan mempertahankan mesin tersebut akan menjadi arus keluar sebesar Rp. 100 Juta kapan pun mesin tersebut akan dibuang jika tindakan alternatif (pelepasan) diikuti. Tentu saja, jika mesin tersebut dipertahankan, arus kas ini tidak akan benar-benar terjadi; namun hal ini harus diperhitungkan karena retensi mesin menghilangkan peluang bisnis untuk membuangnya.

Rp. 100 Juta mewakili selisih yang timbul dari keputusan tersebut. Beberapa peluang arus kas mungkin cukup jauh dari proyek yang sedang dikaji sehingga dapat dengan mudah diabaikan kecuali jika dilakukan kehati-hatian. Contoh arus kas peluang adalah hilangnya pendapatan penjualan (dan biaya variabel) dari salah satu aktivitas bisnis yang ada akibat diperkenalkannya aktivitas baru. Misalnya, jaringan toko yang berencana membuka cabang baru tidak boleh hanya menilai arus kas cabang tersebut. Hal ini juga harus mempertimbangkan perubahan arus kas yang mungkin terjadi di cabang lain di wilayah tersebut sebagai dampaknya. Pendapatan penjualan mungkin hilang di cabang yang ada jika cabang baru dibuka. Perusahaan ritel kelas atas Next plc menyatakan dalam laporan tahunannya tahun 2015 bahwa: Penilaian toko baru mencakup perkiraan dampak penyimpangan penjualan dari toko yang sudah ada. Yang dimaksud dengan 'defleksi penjualan' adalah hilangnya penjualan di cabang-cabang yang ada akibat pembukaan cabang baru. Contoh praktis lainnya mengenai biaya relevan dan tidak relevan akan kita jumpai pada Contoh 5.5.

Perkiraan arus kas

Penilaian investasi berkaitan dengan perkiraan arus kas masa depan. Memperkirakan arus kas, yang terkait dengan tindakan tertentu, kemungkinan besar akan sulit dan dapat menimbulkan kesalahan. Rincian teknik dan masalah peramalan berada di luar cakupan buku ini. Teknik-teknik ini mencakup penggunaan data statistik mengenai peristiwa masa lalu (yang dihasilkan di dalam dan di luar bisnis), proyek riset pasar, dan meminta pendapat para ahli.

Biaya pendanaan – biaya modal

Salah satu jenis arus kas yang tidak boleh dimasukkan dalam penilaian adalah yang berkaitan dengan biaya pendanaan untuk mendukung proyek. Diskonto berhubungan dengan biaya pendanaan dengan cara yang lengkap dan logis dimana arus kas masa depan dikurangi (didiskontokan) dengan memperhitungkan waktu dimana pendanaan akan diikat dan biaya pendanaan yang relevan.

Sejauh ini kita menyebut biaya pendanaan sebagai ‘bunga’, seolah-olah semua pendanaan diperoleh melalui pinjaman. Dalam praktiknya, sebagian besar bisnis dibiayai oleh campuran dana yang disediakan oleh pemilik (pemegang saham dalam kasus perseroan

terbatas) dan pinjaman. Dengan demikian biaya pendanaan sebagian merupakan biaya ekuitas dan sebagian lagi biaya bunga. Kita cenderung menggunakan ekspresi biaya modal untuk keseluruhan biaya pendanaan dan sebagai dasar tingkat diskonto. Ungkapan ini umumnya akan digunakan mulai sekarang.

Kami akan meninjau secara rinci bagaimana angka biaya modal yang tepat diperoleh nanti di buku ini, khususnya di Bab 10.

5.5 PERPAJAKAN

Keuntungan perseroan terbatas di Inggris dikenakan pajak perusahaan. Arus kas yang terkait dengan pajak perusahaan harus dimasukkan ke dalam penilaian proyek. Sebagian besar proyek akan menyebabkan perbedaan biaya pajak. Hal ini mungkin disebabkan oleh belanja modal yang menarik keringanan (capital Allowance), keuntungan dari proyek yang menarik pajak tambahan, atau kerugian yang menarik keringanan pajak. Perbedaan-perbedaan ini harus diperhitungkan dalam penilaian investasi.

Laba kena pajak

Bisnis dikenakan pajak berdasarkan laba yang ditunjukkan oleh laporan laba rugi yang dibuat mengikuti aturan dan konvensi akuntansi yang berlaku umum. Namun angka keuntungan ini masih memerlukan beberapa penyesuaian. Terdapat pos-pos pengeluaran dan pendapatan tertentu yang, meskipun secara sah muncul dalam laporan laba rugi, menurut hukum telah ditetapkan sebagai pos-pos yang tidak sah untuk tujuan perpajakan.

Sebagian besar dari hal-hal ini jarang terjadi atau relatif tidak signifikan pengaruhnya, meskipun ada satu hal yang biasanya tidak jarang dan tidak sepele. Ini adalah penyusutan, alat akuntansi untuk menyebarkan biaya modal aset tidak lancar selama masa manfaatnya. Untuk keperluan perpajakan, penyusutan harus ditambahkan kembali ke laba yang diungkapkan dalam laporan laba rugi, untuk diganti dengan tunjangan modal.

Tunjangan modal

Tunjangan modal ditetapkan terhadap laba kena pajak untuk memberikan keringanan pajak atas pengeluaran aset tidak lancar. Ada beberapa kategori di mana undang-undang menempatkan berbagai jenis aset tidak lancar usaha. Masing-masing mempunyai aturan tersendiri dalam pemberian tunjangan. Dalam praktiknya, salah satunya, yang berkaitan dengan pabrik dan permesinan, sejauh ini merupakan hal yang paling penting bagi bisnis pada umumnya.

Tanaman dan mesin

Ini mencakup berbagai macam aset, mulai dari mesin industri hingga buku referensi pengacara, dan termasuk kendaraan bermotor. Untuk pengeluaran pabrik dan mesin, perusahaan diperbolehkan untuk mengurangi 18 persen biaya perolehan aset dari laba (jika tidak dikenakan pajak) pada periode perolehan aset tersebut. Pada setiap tahun kepemilikan aset berikutnya, 18 persen dari saldo yang disumbangkan dapat dikurangkan.

Contoh 5.3 ***(Dalam Ribuan Rupiah)***

Pada tahun 2017, Carriers Ltd membeli beberapa van pengiriman seharga Rp. 250.000. Tunjangan modal dapat diklaim sebagai berikut:

Tahun	Saldo awal *(Dalam Juta Rupiah)*	Tunjangan modal *(Dalam Juta Rupiah)*
2017	250.000	45.000 [18% dari 250.000]
2018	205.000	36.900 [18% dari (250.000 - 45.000)]
2019	168.100	30.258
2020	137.842	24.812
B	dan seterusnya	dan seterusnya

Ketika aset tersebut dijual, secara umum, setiap pengeluaran yang belum diselesaikan akan dihilangkan. Demikian pula, keringanan yang berlebihan akan 'ditarik kembali' oleh otoritas pajak. Misalnya, jika Carriers Ltd (dalam Contoh 5.3) akan menjual van seharga Rp. 137.000 pada tahun 2021, keringanan tambahan sebesar Rp. 842 (yaitu, Rp. 137.842 – Rp. 137.000) akan diberikan kepada bisnis tersebut. Di sisi lain, jika hasil pelepasan berjumlah Rp. 140.000, akan ada biaya tambahan sebesar Rp. 2.158 (yaitu, Rp. 140.000 – Rp. 137.842). Dampak luas dari tunjangan modal adalah memberikan keringanan pajak atas selisih antara harga perolehan aset dan hasil pelepasannya (jika angkanya lebih rendah), yang tersebar sepanjang umur aset. Setelah mempertimbangkan dasar pajak atas keuntungan bisnis di Inggris, ada baiknya kita beralih ke sebuah contoh.

Contoh 5.4

Laporan laba rugi Amalgamated Retailers plc, untuk tahun yang berakhir pada 31 Maret 2018, menunjukkan laba bersih sebesar Rp. 2.640 Miliyar. Untuk mencapai angka ini, penyusutan dibebankan sebagai berikut:

	Dalam Miliyar Rupiah
Tempat toko	120
Peralatan toko	85

Sepanjang tahun tersebut, bisnis tersebut membeli mesin kasir terkomputerisasi baru untuk semua cabangnya dengan total biaya Rp. 500 miliyar dan menghabiskan Rp. 850 Miliyar untuk memperoleh hak milik di beberapa toko baru, yang semuanya mulai diperdagangkan sepanjang tahun. Nilai tertulis pajak peralatan bengkel pada tanggal 1 April 2017 adalah Rp. 210 Miliyar. Perusahaan selalu mengklaim semua tunjangan dan keringanan yang mungkin terjadi sedini mungkin. Keuntungan kena pajak adalah sebagai berikut:

	(Dalam Miliyar Rupiah)	*(Dalam Miliyar Rupiah)*
Laba bersih (dari laporan laba rugi)		2.640
Tambahkan: Penyusutan:		
Tempat	120	
Peralatan	85	205

		2.845
Dikurangi: Tunjangan modal (lihat di bawah)		127,8
Keuntungan kena pajak		2.717,8
Tunjangan modal – perlengkapan toko		
		(Dalam Miliyar Rupiah)
Nilai tertulis pada tanggal 1 April 2017		210
Tambahkan: Tambahan		500
		710
Dikurangi: Tunjangan @ 18%		127,8
Nilai tertulis pada tanggal 31 Maret 2018		582,2

Tidak ada tunjangan modal yang akan diberikan atas perolehan hak milik tersebut, karena hak tersebut tidak termasuk dalam definisi kelas aset mana pun yang diberikan tunjangan modal.

Tarif pajak dan tanggal pembayaran

Bagi usaha yang diperdagangkan sebagai badan usaha, laba kena pajak dikenakan pajak sebesar 20 persen.

Biaya pajak Pengecer Gabungan untuk tahun 2018 adalah:

$$20\% \times 2.717{,}2 = 543{,}440$$

Pajak ini harus dibayar dalam empat kali angsuran yang sama besar. Seperti yang terlihat dari penjelasan di atas, arus kas pajak, dalam hal investasi pada aset tidak lancar tertentu, dapat tertinggal jauh dibandingkan peristiwa arus kas yang menyebabkan terjadinya arus kas tersebut. Penting untuk mengenali jeda waktu ini, terutama karena arus kas yang bersangkutan kemungkinan besar besar.

5.6 INFLASI

Hampir sepanjang abad ke-20, dan berlanjut hingga abad ke-21, Inggris telah mengalami terkikisnya daya beli pound. Banyak yang telah ditulis mengenai penyebab dan kemungkinan penyembuhannya, namun keduanya tidak termasuk dalam cakupan buku ini. Namun dampak inflasi, permasalahan yang ditimbulkannya terhadap para pengambil keputusan investasi modal, dan cara mereka mengatasi permasalahan tersebut menjadi perhatian kami.

Bahkan dengan tingkat inflasi yang relatif rendah (katakanlah, kurang dari 3 persen), dalam jangka panjang harga-harga akan sangat terpengaruh. Suatu barang seharga Rp. 1.000.000 hari ini akan berharga Rp. 1.159.300 setelah lima tahun jika harganya naik sebesar 3 persen setiap tahun.

Masalah utama yang dihadapi pengambil keputusan adalah apakah meramalkan arus kas masa depan yang berkaitan dengan suatu proyek investasi dalam bentuk riil atau dalam bentuk uang (atau nominal). Yang dimaksud dengan istilah riil disini adalah tingkat harga pada saat ini (tanggal pengambilan keputusan); istilah uang (atau nominal) mengacu pada tingkat harga yang diperkirakan ada pada tanggal arus kas masa depan.

Mencari perkiraan secara riil mungkin akan lebih mudah karena tidak memerlukan perkiraan tingkat inflasi. Peramalan dalam bentuk uang tidak hanya sekedar mengambil prakiraan dalam bentuk riil dan menyesuaikannya dengan tingkat inflasi karena berbagai jenis arus kas akan dipengaruhi oleh inflasi secara berbeda. Kita cenderung memandang inflasi beroperasi pada satu tingkat di semua komoditas; ini tidak benar. Inflasi bertindak secara berbeda. Indeks seperti Indeks Harga Eceran (RPI), yang sering digunakan untuk menilai inflasi, hanyalah rata-rata tertimbang dari tingkat inflasi komoditas yang dibeli oleh rumah tangga 'umumnya'. Dalam hal ini, beberapa komoditas mungkin memiliki harga yang statis atau bahkan menurun meskipun rata-ratanya mungkin masih meningkat.

Menilai proyek dalam bentuk uang memerlukan perkiraan tingkat harga di masa depan untuk setiap elemen keputusan. Namun dalam banyak kasus, hal ini mungkin tidak akan berdampak signifikan jika harga seluruh elemen diasumsikan tumbuh secara merata. Dalam kasus lain, penyederhanaan asumsi ini dapat menyebabkan distorsi yang tidak masuk akal.

Tingkat diskonto juga akan dipengaruhi oleh inflasi. Biaya modal umumnya mencerminkan ekspektasi tingkat inflasi secara umum. Pemasok pembiayaan memerlukan kompensasi karena bersedia menunda konsumsi. Mereka cenderung memerlukan kompensasi tambahan dimana mereka tidak hanya menunda konsumsi dengan berinvestasi, namun juga mengurangi jumlah yang pada akhirnya dapat mereka konsumsi sebagai akibat dari kenaikan harga barang dan jasa selama jangka waktu pinjaman.

Hubungan antara tingkat bunga riil dan uang dengan tingkat inflasi adalah:

$$1 + r_n = (1 + r_r)(1 + i)$$

dimana r_n adalah tingkat bunga uang (atau nominal) (tingkat bunga aktual yang harus dibayar oleh peminjam), r_r adalah tingkat bunga riil (tingkat bunga yang harus dibayar jika tingkat inflasi nol) dan i adalah tingkat bunga yang diharapkan inflasi dalam perekonomian secara umum. Jika diperkirakan tidak ada inflasi, r_n akan sama dengan r_r.

Konsistensi pendekatan

Pada prinsipnya tidak menjadi masalah apakah arus kas uang atau arus kas riil digunakan dalam analisis NPV, asalkan masing-masing arus tersebut digunakan bersama dengan tingkat diskonto yang sesuai. Apabila arus kas diperkirakan dalam satuan uang (yaitu dengan memasukkan dampak prakiraan inflasi), maka tingkat diskonto juga harus mencerminkan ekspektasi inflasi. Oleh karena itu tingkat diskonto harus didasarkan pada biaya modal uang. Jika arus kas ingin dinilai secara riil, maka tingkat diskonto harus didasarkan pada biaya modal riil. Yang penting adalah adanya konsistensi pendekatan. Misalnya, menggunakan arus kas riil bersamaan dengan tingkat diskonto uang berarti mengecilkan NPV suatu proyek, yang dapat dengan mudah menyebabkan penolakan proyek yang diinginkan.

Drury, Braund, Osborne dan Tayles (1993) mensurvei 260 bisnis manufaktur di Inggris, mencari informasi tentang berbagai aspek penilaian investasi modal. Mereka menemukan bahwa hanya 27 persen dari bisnis tersebut yang menangani inflasi dengan benar dan 13 persen dari bisnis yang disurvei melakukan kesalahan yang mungkin tidak terlalu signifikan. Hal ini menyebabkan 60 persen perusahaan menangani inflasi dengan cara yang memberikan hasil yang sangat menyesatkan. Namun, Al-Ali dan Arkwright (2000) menemukan bahwa

hanya 3 persen dari 73 responden survei perusahaan-perusahaan besar di Inggris, yang dilakukan pada akhir tahun 1997, salah menangani inflasi. Hal ini dapat berarti semakin tingginya tingkat kecanggihan di kalangan manajer keuangan. Al-Ali dan Arkwright juga menemukan bahwa sekitar separuh responden mengambil pendekatan 'nyata'. Separuh lainnya mengambil yang 'uang'.

Sayangnya, berurusan dengan arus kas dan tingkat diskonto secara riil tidak dapat menghindari perkiraan tingkat inflasi. Biaya modal riil tidak dapat diidentifikasi secara langsung seperti halnya tingkat uang. Suku bunga pinjaman pemerintah, misalnya, dikutip setiap hari di beberapa surat kabar nasional. Nilai tukar uang dapat diubah menjadi nilai riil dengan menyesuaikan ekspektasi tingkat inflasi di masa depan yang tergabung di dalamnya. Untuk mengidentifikasi ekspektasi tingkat inflasi, mungkin yang terbaik adalah mengambil pandangan rata-rata atau konsensus dari berbagai perkiraan ekonomi. Perkiraan tersebut diterbitkan secara berkala oleh sejumlah lembaga komersial dan akademis serta oleh Bank of England untuk Inggris. Poin utama mengenai inflasi dalam keputusan investasi adalah bahwa hal ini tidak dapat diabaikan, selama inflasi berada pada tingkat yang signifikan. Tidak hanya hal ini yang harus dihadapi, namun pengambil keputusan juga harus mengambil pendekatan yang konsisten. Arus kas uang harus didiskontokan pada tingkat diskonto uang dan arus kas riil pada tingkat diskonto riil.

Untuk beberapa alasan praktis, yang tidak perlu kita bahas di sini, penggunaan arus kas riil dan tingkat diskonto riil cenderung membuat penghitungan menjadi bermasalah. Biasanya lebih mudah menggunakan uang mereka.

5.7 CONTOH PENILAIAN INVESTASI

Setelah mempertimbangkan aspek praktis penerapan aturan NPV pada prinsipnya, sekarang kita akan melihat bagaimana aturan tersebut dapat diterapkan pada contoh praktis.

Contoh 5.5

Peralatan Dapur plc

Kitchen Appliances plc sedang mengkaji proyek investasi yang melibatkan produksi dan pemasaran alat pencampur makanan rumah tangga yang canggih, Rapido. Volume penjualan tahunan diperkirakan mencapai 10.000 Rapido selama lima tahun.

Departemen pengembangan telah menghasilkan perkiraan keuntungan tahunan dari proyek berikut:

	(Dalam Miliyar Rupiah)
Pendapatan penjualan	2.000
Bahan baku	600
Tenaga kerja	600
Depresiasi	240
Menyewa	60
Biaya overhead	200
Minat	100

	1.800
Laba tahunan sebelum pajak	200

Informasi tambahan berikut ini relevan:

1. Produksi akan memerlukan pembelian mesin baru dengan biaya Rp. 1.200 miliyar, dibayarkan pada saat pengiriman. Mesin tersebut akan disusutkan dengan metode garis lurus selama lima tahun. Diperkirakan tidak akan ada nilai bekasnya pada akhir waktu tersebut.
2. Produksi Rapido akan dilakukan di gedung yang saat ini digunakan untuk penyimpanan. Dengan membagi sewa seluruh lokasi yang ditempati oleh bisnis berdasarkan luas, bangunan tersebut memiliki biaya sewa sebesar Rp. 60 miliyar. Jika produksi tetap berjalan, perusahaan dapat menyewa gudang kecil, yang cukup untuk keperluan penyimpanan, dengan biaya Rp. 10 Miliyar per tahun. terhutang setiap tahunnya. Jika produksi Rapido tidak dilakukan, ada rencana untuk menyewakan bangunan tersebut kepada bisnis lain dengan harga sewa Rp. 40 Miliyar per tahun. harus dibayar setiap tahunnya dan menyewa gudang kecil tersebut seharga Rp. 10 Miliyar per tahun.
3. Rp. 2 Triliyun telah dihabiskan untuk mengembangkan Rapido dan Rp. 300 Miliyar selanjutnya untuk survei pasar guna menilai permintaan.
4. Biaya overhead sebesar Rp. 200 Miliyar per tahun. mewakili pembagian biaya overhead seluruh bisnis berdasarkan jam kerja. Biaya overhead operasional akan ditingkatkan sebesar Rp. 90 Miliyar per tahun. sebagai hasil dari pembuatan Rapido. Ini termasuk Rp. 30 Miliyar per tahun. gaji kepada seorang manajer yang akan segera pensiun dengan uang pensiun sebesar Rp. 10 Miliyar p.a. Jika produksi Rapido tetap berjalan, manajernya tidak akan pensiun selama lima tahun lagi. Bertahan selama periode tambahan tidak akan mempengaruhi pensiun yang pada akhirnya akan diterima manajer. Pensiun dibayarkan oleh perusahaan dan jumlahnya dibebankan pada biaya overhead non-operasional. Sisanya sebesar Rp. 60 Miliyar mewakili gaji yang dibayarkan kepada dua manajer yang akan dipekerjakan selama proyek berlangsung, jika proyek tersebut dilanjutkan.
5. Jika Rapidos masuk ke pasar, diperkirakan akan terjadi penurunan permintaan terhadap pencampur makanan yang sudah ada, Whizzo, yang juga diproduksi oleh bisnis tersebut. Pengurangan volume penjualan Whizzo diperkirakan akan terjadi:

Tahun	Satuan
1	10.000
2	10.000
3	5.000
4	5.000
5	5.000

Whizzo dijual seharga Rp. 80.000.000 masing-masing dengan biaya variabel masing-masing Rp. 40.000.000 Volume penjualan Whizzo yang lebih rendah diperkirakan tidak akan mempengaruhi biaya overhead, yang bersifat tetap.

6. Tarif pajak perusahaan adalah 20 persen dan, untuk menyederhanakan masalah, pembayaran dapat diasumsikan jatuh tempo pada akhir tahun yang bersangkutan.
7. Pengeluaran untuk mesin baru akan menarik tunjangan modal sebesar 18 persen per tahun. dengan pengeluaran yang belum dihilangkan diizinkan untuk dibuang.
8. Semua data yang diberikan dinyatakan dalam istilah saat ini. Inflasi diperkirakan akan mencapai sekitar 5 persen per tahun. selama dekade berikutnya. Semua arus kas yang relevan diharapkan meningkat pada tingkat tahunan ini.
9. Biaya modal bisnis setelah pajak adalah (dan diperkirakan akan tetap sebesar) 12 persen per tahun. dalam istilah uang.
10. Modal kerja sebesar Rp. 100 Miliyar akan dibutuhkan sejak awal proyek dan akan dikembalikan pada akhir Tahun 5. Ini memperhitungkan hilangnya penjualan Whizzo. Berdasarkan NPV apakah proyek tersebut harus dilaksanakan atau tidak?

Solusi

Penilaian proyek Rapido

Meskipun penggunaan pendekatan 'nyata' dan 'uang' akan memberikan hasil yang sama, namun jika diterapkan dengan benar, dalam praktiknya pendekatan uang cenderung lebih mudah diterapkan. Oleh karena itu, kami akan menggunakan pendekatan uang.

Dalam penilaian proyek, prinsip panduan kami haruslah:

- Untuk mengidentifikasi arus kas yang relevan dengan keputusan tersebut (yaitu, perbedaan antara arus kas yang akan terjadi jika proyek dilaksanakan dan arus kas yang akan timbul tanpa proyek) dan mengkonversikannya ke dalam bentuk uang;
- Untuk mengidentifikasi waktu terjadinya arus kas yang relevan; dan
- Untuk mengetahui npv proyek dengan menerapkan penyesuaian nilai waktu uang (dengan kata lain, diskonto) terhadap arus kas yang relevan sesuai dengan kapan hal tersebut akan terjadi.

Arus kas operasi tahunan

	Dalam Miliyar Rupiah
Pendapatan penjualan	2.000
Bahan baku	600
Tenaga kerja	600
Sewa (Catatan 2)	40
Biaya overhead (Catatan 3)	80
Kontribusi yang hilang dari penjualan Whizzo (Catatan 5)	400 (200 untuk tahun 3, 4 dan 5)
	1.720
Arus kas operasi tahunan (secara riil)	280 (480 untuk tahun 3, 4 dan 5)

Catatan

1. Depresiasi. Hal ini tidak relevan karena tidak mewakili arus kas.
2. Sewa. Angka yang tepat di sini adalah sewa dari penyewa jika proyek tidak dilanjutkan. Terlepas dari keputusan yang diambil, baik sewa seluruh lokasi (yang merupakan bagian

dari Rp. 60 Miliyar) dan sewa gudang luar sebesar Rp. 10 Miliyar akan dibayarkan: sehingga tidak relevan dengan keputusan.

3. Overhead. Gaji manajer pensiun membuat perbedaan sebesar Rp. 20 Miliyar per tahun. tergantung keputusannya. Terlepas dari keputusannya, manajer akan dibayar Rp. 10 Miliyar per tahun, jadi Rp. 20 Miliyar itulah yang relevan. Rp. 60 Miliyar lainnya juga relevan. Pembagian biaya overhead tidak relevan karena ini bukan merupakan jumlah selisih biaya overhead yang terkait dengan penolakan atau penerimaan proyek.
4. Bunga. Ini akan diperhitungkan dengan mendiskontokan.
5. Kontribusi dari hilangnya penjualan Whizzo. Jumlahnya adalah Rp. 400 Miliyar [yaitu, 10 * Rp. (80 - 40)] untuk Tahun 1 dan 2 dan Rp. 200 Miliyar [yaitu, 5 * Rp. (80 - 40)] untuk Tahun 3, 4 dan 5. Karena hilangnya penjualan Whizzo tidak mempengaruhi biaya overhead, hanya pendapatan penjualan yang hilang (Rp. 80.000 per unit) dan penghematan biaya variabel (Rp. 40.000 per unit) yang relevan dengan keputusan tersebut. Aspek ini harus diperhitungkan, karena penerimaan proyek akan mempengaruhi penjualan Whizzo.

Arus kas pajak perusahaan

Arus kas operasi yang relevan juga akan menjadi dasar biaya pajak diferensial. Tunjangan modal pada investasi awal adalah sebagai berikut:

Tahun	Saldo Rp. XX Juta	Tunjangan Diklaim Rp. XX Juta	Penghematan pajak (sebesar 20%) Rp. XX Juta
1 Akuisisi	1.200		
Tunjangan modal (CA) (18%)	(216)	216	43
	984		
2 CA (18%)	(177)	177	35
	807		
3 CA (18%)	(145)	145	29
	662		
4 CA (18%)	(119)	119	24
	543		
5 CA (penyisihan penyeimbang) (hasil nihil)	543	543	109

Pajak yang harus dibayar adalah sebagai berikut:

Tahun	Surplus arus kas operasi (disesuaikan dengan inflasi) Rp. XX Juta	Hutang pajak (sebesar 20%) Rp. XX Juta
1	294 (280*1,05)	59
2	309 (280*1.052)	62
3	556 (480*1,053)	111
4	583 (480*1,054)	117
5	613 (480*1,055)	123

Catatan

1. Masing-masing pembayaran ini akan dianggap terjadi pada akhir tahun yang bersangkutan.
2. Jumlah pajak yang harus dibayar merupakan selisih antara pajak yang harus dibayar jika proyek diterima dan pajak yang harus dibayar jika proyek ditolak. Kita tidak perlu mengetahui total jumlah pajak yang harus dibayar; kita hanya perlu mengetahui perbedaannya.

Diskon

Karena NPV positif dan signifikan, dari sudut pandang finansial, produksi Rapido harus dilakukan.

**dalam Juta Rupiah*

Tahun	Investasi awal	Modal kerja	Arus Kas operasi	Pajak atas arus kas operasi	Keringanan pajak tunjangan modal pajak	Arus kas bersih	Faktor diskon sebesar 12%	Arus kas diskon
0	- 1.200	- 100				- 1.300	1.000	- 1.300
1		- 5	294	- 59	43	273	0.893	244
2		- 5	309	- 62	35	277	0.797	221
3		- 6	556	- 111	29	468	0.712	333
4		- 6	583	- 117	24	484	0.636	308
5		122	613	- 123	109	721	0.567	409
						Nilai bersih sekarang		215

Catatan

1. Biaya pengembangan produk dan survei pasar tidak akan berbeda dengan keputusan yang ada saat ini dan karena itu harus diabaikan. Mereka ada terlepas dari keputusannya.
2. Memperlakukan komitmen modal kerja seperti yang ditunjukkan dengan mempertimbangkan, secara umum, perbedaan waktu antara arus kas operasi dan arus akuntansi. Dalam istilah 'uang', investasi pada modal kerja akan meningkat seiring dengan meningkatnya inflasi pada persediaan dan harga jual. Setiap arus keluar Tahun 1 hingga 4 (inklusif) terdiri dari jumlah tambahan yang diperlukan untuk berinvestasi guna meningkatkan modal kerja ke tingkat yang lebih tinggi. Dalam setiap kasus, angkanya adalah 5 persen dari angka modal kerja tahun sebelumnya.
3. Arus kas operasi hanyalah angka 'riil', yang disesuaikan dengan inflasi sebesar 5 persen, selama beberapa tahun ke depan, selama masih relevan.
4. Angka pajak hanyalah laba operasional dikalikan 20 persen (tarif pajak perusahaan).
5. Keringanan pajak CA diambil langsung dari tabel yang menunjukkan tunjangan modal pada investasi awal.
6. Faktor diskon mencerminkan biaya modal 'uang'. Bagaimana tingkat diskonto ditetapkan (yaitu, dari mana 12 persen itu berasal) merupakan pertanyaan yang akan kita bahas secara rinci nanti di buku ini, khususnya di Bab 10.

7. Perhatikan bahwa NPV yang menggunakan arus kas 'riil' akan sama dengan NPV yang menggunakan arus kas 'uang'. Perhatikan juga bahwa nilai sekarang dari arus kas bersih setiap tahun juga akan sama, tidak peduli apakah arus kas 'riil' atau 'uang' yang digunakan.
8. Semua perhitungan dalam contoh ini telah dibulatkan ke £1.000 terdekat. Meskipun hal ini tidak sepenuhnya benar, keakuratan prediksi arus kas, waktu, dan tingkat diskonto sedemikian rupa sehingga pembulatan ini tidak salah. Dapat dikatakan bahwa melakukan hal selain ini dalam penghitungan seperti itu akan memberikan hasil yang presisi yang tidak dapat dibenarkan mengingat kemungkinan tingkat ketidakakuratan data masukan.
9. Contoh ini (kecuali pembulatan yang disebutkan pada poin 8 di atas) sama sekali mengabaikan pertanyaan tentang risiko. Seberapa andalkah prediksi biaya tenaga kerja? Bagaimana jika pasar pengaduk makanan dalam negeri terpuruk? Apakah peningkatan aktivitas yang dihasilkan proyek ini terbukti terlalu membebani kompetensi manajemen? Masalah-masalah ini, dan banyak hal lainnya, terjadi pada proyek ini dan masalah serupa pada proyek lainnya. Risiko-risiko ini harus dinilai secara formal dan dampaknya dimasukkan ke dalam proses pengambilan keputusan. Bagaimana hal ini dapat dilakukan akan dibahas dalam dua bab berikutnya.
10. Angka arus kas bersih dalam contoh dapat digunakan sebagai dasar penilaian IRR atau PBP proyek tanpa modifikasi. IRR dan PBP akan menggunakannya secara berbeda.

5.8 PENJATAHAN MODAL

Pada Bab 4 kita melihat bahwa dunia usaha akan memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya dengan mengambil semua peluang investasi yang memiliki NPV positif jika didiskontokan dengan biaya modal yang sesuai. Dalam kondisi tertentu, perusahaan mungkin tidak mampu atau tidak mau memanfaatkan semua peluang tersebut karena perusahaan tidak dapat atau tidak ingin menggalang dana sampai pada tingkat yang diperlukan. Ini dikenal sebagai penjatahan modal.

Apabila perusahaan tidak dapat memperoleh pendanaan karena sumber pasokan terbatas, situasi ini dikenal sebagai penjatahan modal yang sulit. Apabila kendala tersebut terjadi karena, misalnya, perusahaan merasa tidak mempunyai bakat manajemen yang memadai untuk melakukan ekspansi melampaui titik tertentu, maka hal ini disebut sebagai penjatahan modal lunak. Dapat dikatakan bahwa tidak ada yang namanya penjatahan modal yang keras karena selalu ada kemungkinan untuk menggalang dana dari suatu tempat untuk membiayai suatu proyek. Jika proyek dipandang berisiko, pendanaannya mungkin mahal dalam hal biaya modal, namun pendanaan selalu tersedia dengan harga tertentu. Jika arus kas proyek yang diantisipasi, ketika didiskontokan dengan biaya modal yang tinggi, tidak dapat menghasilkan NPV positif, maka proyek tersebut harus ditolak. Namun hal ini selalu terjadi pada jenis proyek apa pun dan kapan pun: jika proyek tersebut tidak dapat menghasilkan NPV positif maka proyek tersebut harus ditolak.

Bukti penelitian menunjukkan bahwa, dalam kehidupan nyata, penjatahan modal yang ketat jarang terjadi, pendanaan tampaknya tersedia untuk proyek-proyek yang layak (Pike dan Ooi, 1988). Penjatahan modal lunak juga dapat terjadi ketika, meskipun pendanaan tersedia, bisnis mungkin merasa mahal atau tidak nyaman untuk mengumpulkannya pada saat peluang

investasi pertama kali diketahui. Misalnya, perusahaan mungkin merasa lebih ekonomis jika mengumpulkan dana dalam jumlah besar dibandingkan sedikit demi sedikit. Sebagian besar contoh penjatahan modal tampaknya bersifat lunak; Arnold dan Hatzopoulos (2000) menemukan bahwa hampir separuh bisnis yang mereka survei, penjatahan modal lunak terkadang menyebabkan penolakan terhadap proyek yang layak. Dengan satu atau lain cara, penjatahan modal berarti bahwa terdapat lebih banyak permintaan pendanaan dibandingkan pendanaan yang tersedia. Terlepas dari apakah ada kendala keras atau lunak, penjatahan modal mensyaratkan bahwa aturan dasar NPV tidak dapat diterapkan tanpa modifikasi. Sifat modifikasinya bergantung pada apakah batasan tersebut akan berlaku hanya untuk satu tahun saja atau akan bertahan lebih lama.

Penjatahan modal satu periode

Jika terdapat penjatahan modal satu periode, proyek harus diberi peringkat berdasarkan NPV per Rp modal investasi awal yang langka.

Contoh 5.6

Sebuah bisnis tidak mampu atau tidak siap untuk berinvestasi lebih dari Rp. 500 Juta pada tahun berjalan, namun memiliki proyek berikut yang tersedia untuknya:

Proyek	Investasi awal *(Dalam juta rupiah)*	NPV *(Dalam juta rupiah)*
A	100	15
B	150	29
C	140	31
D	210	22
E	180	36

Di antara proyek berikut, manakah yang sebaiknya menjadi investasi bisnis?

Solusi

NPV per investasi dan peringkat proyek adalah sebagai berikut:

Proyek	NPV investasi	Peringkat
A	0,15	4
B	0,19	3
C	0,22	1
D	0,10	5
E	0,20	2

Oleh karena itu, bisnis harus mengerjakan proyek sesuai urutan yang ditunjukkan hingga modal habis. Ini berarti mengambil proyek-proyek sebagai berikut:

Proyek	*Dalam Juta Rupiah*
C	140
E	180
B	150
A (30/100 darinya)	30
	500

Solusi pada Contoh 5.6 mengasumsikan bahwa adalah mungkin untuk mengambil 30/100 dari Proyek A dan bahwa arus kas proyek tersebut akan dikurangi menjadi 30 persen dari angka aslinya, sehingga menghasilkan NPV sebesar 30 persen dari angka aslinya. NPV. Pada kenyataannya, asumsi ini mungkin saja tidak berdasar. Jika hal ini terjadi, pengambil keputusan harus melihat berbagai kombinasi proyek yang mempunyai total pengeluaran investasi awal sebesar Rp. 500 Miliyar dan kemudian memilih kombinasi dengan total NPV tertinggi. Beberapa percobaan dan kesalahan mungkin terlibat dalam menemukan kombinasi ini. Jelasnya, penggunaan pendekatan NPV per investasi (biasanya dikenal sebagai indeks profitabilitas) akan menyebabkan NPV dimaksimalkan untuk tingkat pembiayaan investasi yang terlibat.

Penjatahan modal multi-periode

Pemrograman linier

Apabila kendala tersebut berlaku lebih dari satu periode waktu, pendekatan yang lebih canggih perlu diterapkan. Pemrograman linier (LP) adalah suatu pendekatan.

Contoh 5.7

Di bawah ini tercantum karakteristik arus kas dari empat proyek investasi. Pembiayaan investasi dijatah pada Tahun 0 dan 1 hingga Rp. 100 Miliyar setiap saat. Proyek tidak dapat ditunda atau dimajukan. Biaya keuangan adalah 10 persen.

Proyek	Tahun 0 Rp. XX Miliyar	Tahun 1 Rp. XX Miliyar	Tahun 2 Rp. XX Miliyar	Tahun 3 Rp. XX Miliyar	NPV (pada 10%) Rp. XX Miliyar
W	(70)	(20)	60	60	6.44
X	–	(90)	60	50	5.30
Y	(80)	10	60	30	1.18
Z	–	(50)	30	30	1.86

(Perhatikan bahwa NPV untuk keempat proyek adalah pada Tahun 0 (sekarang) bahkan untuk Proyek X dan Z, yang, meskipun dipilih, tidak akan dimulai hingga Tahun 1. Perhatikan juga bahwa Proyek W memerlukan arus kas keluar pada Tahun 0 dan Tahun 2017.

Uraikan berbagai pernyataan yang harus dipenuhi untuk memaksimalkan NPV namun memenuhi kendala pendanaan.

Solusi

Kita harus berusaha untuk melakukan kombinasi keempat proyek yang akan menghasilkan total NPV setinggi mungkin, dengan memperhatikan batasan modal pada Tahun 0 dan 1. Misalkan w, x, y dan z adalah proporsi dari keempat proyek tersebut. proyek-proyek yang diinginkan untuk dilaksanakan, kami berusaha untuk memaksimalkan fungsinya:

$$NPV = 6.44w + 5.30x + 1.18y + 1.86z$$

tunduk pada

$$70w + 80y \leq 100$$

yaitu, total pengeluaran, pada Tahun 0, pada W dan Y digabungkan menjadi Rp. 100 miliyar atau kurang, dan

$$20w + 90x - 10y + 50z \leq 100$$

yaitu, total pengeluaran gabungan proyek W, X dan Z, dikurangi arus masuk dari Proyek Y pada Tahun 1, tidak boleh melebihi Rp. 100 juta.

Faktanya, batasan lebih lanjut harus diterapkan karena masing-masing proporsi harus positif atau nol dan (mungkin) tidak boleh melebihi 1. Jadi:

$$1 \geq w \geq 0$$
$$1 \geq x \geq 0$$
$$1 \geq y \geq 0$$
$$1 \geq z \geq 0$$

Tidak ada alasan matematis mengapa solusi optimal tidak sepenuhnya mengecualikan salah satu proyek. Perlu dicatat bahwa rumusan di atas mengasumsikan bahwa dana yang belum diinvestasikan tidak dapat dialihkan dari satu tahun untuk diinvestasikan pada tahun berikutnya, namun hal ini mengasumsikan bahwa arus masuk dari proyek yang ada dapat diinvestasikan kembali. Namun, negara tersebut tidak perlu membuat asumsi-asumsi seperti ini.

Solusi optimal dapat diperoleh secara manual atau komputer melalui teknik LP, mencari nilai maksimum fungsi tujuan yang tunduk pada berbagai batasan. Selain memberikan proporsi setiap proyek yang harus dikerjakan untuk mencapai NPV maksimum, output LP juga akan menunjukkan, secara langsung atau tidak langsung, hal-hal berikut:

- nilai NPV maksimum;
- seberapa besar biaya yang harus dikeluarkan untuk dana investasi tambahan agar dapat melakukan lebih banyak investasi dan meningkatkan NPV; Dan
- berapa banyak modal yang dibutuhkan setiap tahun sebelum kekurangan dana investasi pada tahun tersebut tidak lagi menjadi kendala.

LP akan memberikan hasil yang mengasumsikan bahwa sebagian proyek dapat dilaksanakan. Seperti halnya pendekatan indeks profitabilitas terhadap batasan periode tunggal, pendekatan ini tidak praktis untuk diterapkan dalam banyak situasi kehidupan nyata karena banyak investasi bisnis yang tidak dapat dilakukan sebagian. Contoh kehidupan nyata dari bisnis yang bermitra dalam proyek-proyek besar dapat ditemukan. Beberapa di antaranya jelas-jelas merupakan penggabungan keahlian, namun ada pula yang memberikan contoh bisnis yang hanya menjalankan sebagian proyek, karena modal dijatah. Bisnis perjudian dan permainan Ladbrokes plc dan Cirsa, bisnis serupa di Spanyol, mengadakan usaha patungan untuk meluncurkan situs web permainan di Meksiko. Hal ini mungkin merupakan contoh dari penyatuan keahlian dan keengganan kedua perusahaan terkait untuk memberikan semua pendanaan yang diperlukan untuk mendanai proyek tersebut.

Sebagian besar teks mengenai riset operasi dan metode kuantitatif dalam bisnis menjelaskan bagaimana mencapai solusi pada Contoh 5.7 melalui pemrograman linier.

Pemrograman bilangan bulat

Seperti yang baru saja kita lihat, LP sering kali memberikan solusi dengan asumsi bahwa proyek dapat dilaksanakan secara parsial. Hal ini mungkin tidak praktis dalam banyak kasus; suatu bisnis mungkin harus melaksanakan proyek tertentu secara penuh atau tidak sama sekali. Dalam keadaan ini teknik alternatif, integer programming (IP), dapat diterapkan. IP memperoleh kombinasi optimal dari proyek yang lengkap. Kombinasi ini mungkin tidak dapat menggunakan seluruh dana yang terbatas.

5.9 KEPUTUSAN PENGGANTIAN

Jenis keputusan investasi tertentu adalah menentukan kapan harus mengganti aset yang ada dengan aset yang identik.

Contoh 5.8

Sebuah bisnis memiliki armada kendaraan bermotor yang identik. Mereka ingin mengganti kendaraan ini setelah tiga atau empat tahun. Setiap kendaraan baru berharga Rp. 10 Miliyar. Jika bisnis tersebut mengganti kendaraan setelah tiga tahun, maka bisnis tersebut dapat menukarkan kendaraan lama tersebut dengan harga Rp. 5 Miliyar per unit. Jika perusahaan mempertahankan kendaraannya untuk satu tahun berikutnya, harga tukar tambah turun menjadi Rp. 4 Miliyar. Dengan asumsi bahwa perusahaan menganggap tingkat diskonto 15 persen adalah hal yang tepat, kebijakan tukar tambah manakah yang lebih murah?

Asumsikan bahwa biaya operasional kendaraan, dengan mengabaikan penyusutan, adalah sama untuk setiap tahun masa pakai kendaraan.

'Solusi' yang tidak membantu

Biaya relevan untuk memiliki satu kendaraan, dinyatakan dalam nilai sekarang, pada tanggal pembelian kendaraan baru, adalah:

	Ganti setelah 3 tahun (Dalam Rp. XX Juta)	Ganti setelah 4 tahun (Dalam Rp. XX Juta)
Biaya kendaraan	(10.000)	(10.000)

Nilai sekarang dari hasil pelepasan:		
5.000 * [1/(1,00 + 0,15)3]	3.288	
4.000 * [1/(1,00 + 0,15)4]		2.287
Biaya bersih saat ini untuk memiliki kendaraan	6.712	7.713

Untuk bisnis yang memaksimalkan kekayaan, sekilas terlihat bahwa siklus penggantian tiga tahun menawarkan pilihan yang lebih baik. Namun kedua angka ini tidak dapat dibandingkan secara langsung karena salah satunya adalah biaya modal bersih saat ini untuk memiliki kendaraan selama tiga tahun, sedangkan angka lainnya adalah biaya modal bersih saat ini untuk memiliki kendaraan selama empat tahun.

Salah satu solusi permasalahan ini adalah dengan melihat posisi selama 12 tahun. Hal ini karena mana pun dari dua periode penggantian (setelah tiga tahun atau setelah empat tahun) yang dipilih, setelah 12 tahun perusahaan akan mengganti kendaraannya dan kendaraan tersebut akan terus digunakan selama periode tersebut. Dengan kata lain kita harus membandingkan dua biaya yang keduanya menghasilkan provisi serupa.

Solusi yang bermanfaat namun melelahkan

Tahun	Ganti setelah 3 tahun (Dalam Rp. XX Juta)	Ganti setelah 4 tahun (Dalam Rp. XX Juta)
0 Biaya kendaraan baru	(10.000)	(10.000)
1	–	–
2	–	–
3 PV hasil pelepasan: 5.000 * [1/(1,00 + 0,15)3]	3.288	
PV biaya kendaraan baru: 10.000 * [1/(1,00 + 0,15)3]	(6.575)	
4 PV hasil pelepasan: 4,000 * [1/(1,00 + 0,15)4]		2.287
PV biaya kendaraan baru: 10.000 * [1/(1,00 + 0,15)4]		(5.718)
5	–	–
6 PV hasil pelepasan: 5.000 * [1/(1,00 + 0,15)6]	2.162	
PV biaya kendaraan baru:	(4.323)	

10.000 * [1/(1,00 + 0,15)6]		
7	–	–
8 PV hasil pelepasan: 4,000 * [1/(1,00 + 0,15)8]		1.308
PV biaya kendaraan baru: 10.000 * [1/(1,00 + 0,15)8]		(3.269)
9 PV hasil pelepasan: 5.000 * [1/(1,00 + 0,15)9]	1.421	
PV biaya kendaraan baru: 10.000 * [1/(1,00 + 0,15)9]	(2.843)	
10	–	–
11	–	–
12 PV hasil pelepasan: 5,000 * [1/(1,00 + 0,15)12] 4,000 * [1/(1,00 + 0,15)12]	935	748
Biaya bersih saat ini untuk memiliki kendaraan	15.935	14.644

Sekarang kita dapat membuat perbandingan yang valid, kita dapat melihat bahwa mengganti kendaraan setelah empat tahun akan lebih murah.

Dalam hal ini, penggunaan pendekatan ini tidak terlalu memakan waktu karena kelipatan persekutuan terkecil (KPK) hanya 12 tahun. Namun, bagaimana jika kita mempertimbangkan penggantian setelah delapan atau sembilan tahun? Di sini KPKnya adalah 72 tahun. Jika kita juga mempertimbangkan kemungkinan tujuh tahun, maka KPKnya adalah 504 tahun. Jelasnya, kita memerlukan pendekatan yang lebih praktis.

Pendekatan alternatifnya adalah dengan membayangkan bahwa kita bisa menyewa kendaraan, untuk diganti dengan yang baru setelah tiga tahun atau empat tahun. Dalam kedua kasus tersebut, bayangkan pula bahwa sewanya berjumlah tetap setiap tahunnya dan pembayarannya dilakukan setiap akhir tahun. Jika kita dapat menyimpulkan sewa tahunan yang mewakili biaya setara, dalam istilah NPV, menjadi Rp. 6.712.000.000 (penggantian tiga tahun) dan Rp. 7.713.000.000 (penggantian empat tahun) (lihat 'Solusi yang tidak membantu' di atas), kita dapat membuat perbandingan yang valid antara dua kebijakan pengganti.

Salah satu cara untuk melakukannya adalah dengan coba-coba. Kita dapat mencoba mencari jumlah sedemikian rupa sehingga NPV dari tiga pembayaran dengan jumlah tersebut, satu pembayaran pada akhir setiap tiga tahun berikutnya, sama dengan Rp. 6,712.000.000 Untungnya ada cara yang lebih cepat, dengan menggunakan tabel anuitas

Solusi yang bermanfaat dan praktis ***(Dalam RP. XX Juta)***

Anda mungkin ingin melihat kembali Contoh 4.2 untuk penjelasan tabel anuitas. Melihat tabel anuitas untuk 15 persen dan 3 tahun kita menemukan faktor anuitas sebesar 2,283. Ini berarti bahwa nilai sekarang dari Rp. 1 hutang (atau piutang) pada akhir tahun ini dan dua tahun berikutnya, dan dengan mempertimbangkan biaya modal sebesar 15 persen,

berjumlah Rp. 2.283 Jadi jumlah yang harus dibayarkan pada akhir tahun ini dan dua tahun berikutnya, yang memiliki NPV sebesar Rp. 6.712, adalah Rp. 6.712/2,283 = Rp. 2.940 Faktor anuitas empat tahun (dari tabel) adalah 2,855. Jadi biaya tahunan yang setara untuk mengganti kendaraan setelah empat tahun adalah Rp. 7,713/2,855 = Rp. 2,702. Sekali lagi kami menemukan bahwa siklus penggantian empat tahun adalah pilihan yang lebih murah. Perhatikan bahwa pendekatan biaya tahunan ekuivalen memberikan hasil yang sama dengan pendekatan KPK karena keduanya mengikuti prinsip yang persis sama, meskipun keduanya terlihat sangat berbeda. (Rp. 15.935 8,8 persen lebih tinggi dari Rp. 14.644 (LCM) dan Rp. 2.940 8,8 persen lebih tinggi dari Rp. 2.702 (biaya tahunan setara).

Contoh yang kami gunakan adalah contoh yang sangat mendasar. Pada kenyataannya mungkin terdapat aspek pajak, perbedaan biaya operasional kendaraan dalam empat tahun, dan dampak inflasi. Semua ini dapat digabungkan tanpa kesulitan besar. Mungkin juga terdapat faktor-faktor yang tidak dapat diukur seperti dampak terhadap citra bisnis karena stafnya mengendarai kendaraan yang relatif baru.

5.10 RUTINITAS IDENTIFIKASI, MENILAI, MELAKSANAKAN DAN MENINJAU PROYEK INVESTASI

Dalam Bab 2 kita melihat bagaimana proses pengambilan keputusan melibatkan enam langkah. Ini adalah:

1. Mendefinisikan tujuan bisnis
2. Mengidentifikasi kemungkinan tindakan
3. Mengumpulkan data yang relevan dengan keputusan
4. Menilai data dan mengambil keputusan
5. Melaksanakan keputusan
6. Memantau dampak keputusan.

Dengan menerima bahwa maksimalisasi kekayaan adalah tujuan finansial utama dari semua keputusan, kini kita dapat melihat lima tujuan lainnya dalam konteks keputusan investasi.

Mengidentifikasi peluang investasi yang mungkin

Penilaian terhadap kemungkinan proyek investasi hanyalah satu langkah dalam proses pencarian peluang. Proses ini tidak boleh dianggap sebagai proses yang harus dilakukan, katakanlah, dalam jangka waktu lima tahunan, namun sebagai proses yang harus menjadi bagian dari rutinitas bisnis. Peluang investasi yang baik cenderung tidak menghalangi jalan menuju pintu bisnis; mereka harus dicari. Bisnis cenderung sangat kompetitif, sehingga peluang menguntungkan yang diabaikan oleh satu bisnis mungkin akan diambil oleh bisnis lain. Bisnis apa pun yang selalu mengabaikan peluang, cepat atau lambat, pasti akan tersingkir.

Anggota staf perlu didorong untuk mengidentifikasi produk baru, pasar baru, cara baru memasok pasar tersebut dan pendekatan baru terhadap produksi. Bantuan teknis harus tersedia untuk membantu staf mengembangkan gagasan menjadi proposal investasi formal.

Mengumpulkan data yang relevan untuk proposal investasi

Perkiraan biaya relevan yang terkait dengan proposal harus dibuat. Estimasinya mungkin perlu dilakukan oleh manajer keuangan. Kehati-hatian harus diberikan untuk mengumpulkan semua biaya dan manfaat yang relevan. Ada bahaya bahwa bias dapat

mempengaruhi beberapa perkiraan biaya, khususnya jika manajer sangat mendukung atau menentang proposal tersebut. Jika seorang manajer keuangan independen dapat melaksanakan tugas ini, hal ini dapat membantu mendorong kebebasan dari bias.

Menilai data dan mengambil keputusan

Data harus dimasukkan ke dalam model pengambilan keputusan yang digunakan bisnis. Dengan asumsi bahwa bisnis adalah pemaksimal kekayaan, model ini haruslah NPV. Sekali lagi proses ini memerlukan keterampilan teknis tertentu dan kebebasan dari bias, sehingga proses ini paling baik dilakukan oleh seseorang yang memiliki atribut tersebut, seperti anggota staf keuangan bisnis.

Menerapkan keputusan

Tindakan perlu diambil agar proyek dapat berjalan. Sebuah tim proyek mungkin dibentuk untuk mengambil langkah-langkah yang diperlukan.

Memantau dampak keputusan

Tinjauan, terkadang dikenal sebagai pasca audit, perlu dilakukan untuk mencoba menilai efektivitas proyek. Salah satu alasannya adalah untuk menilai kualitas proses pengambilan keputusan, sehingga perbaikan dalam proses ini dapat diupayakan dan dilakukan sehubungan dengan keputusan-keputusan di masa depan.

Kemajuan proyek juga harus dipantau untuk menilai apakah proyek ini layak dilanjutkan atau tidak. Secara berkala, sepanjang umur proyek, pertanyaan apakah proyek tersebut harus ditinggalkan perlu dimunculkan. Proyek ini tidak akan dapat dilanjutkan tanpa batas waktu pabrik akan rusak, pasar menurun sehingga penting untuk mengidentifikasi momen optimal secara ekonomi untuk menghentikan proyek tersebut. Untuk bisnis yang memaksimalkan kekayaan, proses ini secara logis melibatkan analisis NPV mengenai biaya dan manfaat yang relevan dari kelanjutan bisnis dibandingkan dengan biaya dan manfaat yang terkait dengan pengabaian.

Keputusan investasi dalam praktiknya

Pike (1996) menemukan bahwa 72 persen dari 100 perusahaan besar di Inggris yang disurvei olehnya pada tahun 1992 melakukan post audit pada 'sebagian besar proyek besar'. Studi tahun 1992 merupakan kelanjutan dari studi longitudinal mengenai praktik investasi di perusahaan-perusahaan besar di Inggris. Tingkat penggunaan pasca audit telah meningkat dari 33 persen pada tahun 1975 menjadi 46 persen pada tahun 1980, menjadi 64 persen pada tahun 1986, dan menjadi 72 persen pada tahun 1992. Jumlah ini meningkat menjadi 95 persen pada tahun 1997 menurut Arnold dan Hatzopoulos (2000) yang mensurvei kelompok bisnis serupa dengan Pike. Jelas sekali, penggunaan pasca audit telah berkembang pesat selama bertahun-tahun dan kini dapat dilihat sebagai praktik standar – setidaknya di kalangan bisnis besar.

Berdasarkan temuan-temuan penelitian ini, diharapkan bahwa bisnis-bisnis besar akan memiliki rutinitas yang cukup canggih seputar semua aspek keputusan investasi. Banyak bisnis mengomentari apa yang mereka lakukan.

Produsen mesin dan sistem tenaga Rolls-Royce Holdings plc tampaknya merupakan bisnis yang mengikuti kebijakan menilai ulang proyek investasi yang ada. Dikatakan dalam laporan tahunannya tahun 2014:

Grup ini memiliki portofolio proyek pada berbagai tahap siklus hidup mereka. Analisis arus kas yang didiskontokan dari sisa umur proyek dilakukan secara berkala.Agaknya, proyek apa pun yang memiliki NPV negatif akan ditinggalkan.

Reckitt Benckiser plc, produsen perlengkapan rumah tangga seperti Dettol® dan Harpic®, dalam laporan tahunannya tahun 2014 menyebutkan bahwa terdapat:

. . . proses terstruktur untuk penilaian dan otorisasi semua proyek modal material.

Pemilik pembuat bir dan pub regional Greene King plc mengatakan dalam laporan tahunan tahun 2015 bahwa ada:

. . . proses evaluasi dan persetujuan yang jelas untuk akuisisi dan pelepasan, belanja modal dan pengendalian proyek, dengan peningkatan tingkat wewenang (termasuk persetujuan dewan untuk akuisisi dan pelepasan besar-besaran), prosedur penilaian dan peninjauan terperinci, serta peninjauan pasca-penyelesaian.

Bisnis taruhan dan permainan Ladbrokes plc mengatakan dalam laporan tahunannya tahun 2015:

. . . terdapat kebijakan Grup yang mengatur penilaian dan persetujuan pengeluaran investasi dan pelepasan aset. Komite Investasi yang terdiri dari Chief Executive dan Chief Financial Officer, mempertimbangkan semua komitmen keuangan yang signifikan, termasuk penilaian investasi di masa lalu. Proyek-proyek besar dilaporkan pada setiap rapat Dewan yang dijadwalkan. Penilaian pasca investasi dilakukan secara sistematis dan ditinjau secara formal oleh dewan dua kali setahun.

Dalam praktiknya, keakuratan estimasi masukan untuk pengambilan keputusan tampaknya dipertanyakan. Konsultan manajemen McKinsey and Co. mensurvei 2.500 manajer senior di seluruh dunia selama musim semi tahun 2007 (McKinsey, 2007). Para manajer ditanyai pendapat mereka mengenai investasi yang dilakukan oleh bisnis mereka dalam tiga tahun sebelumnya. Pendapat umum yang ada adalah perkiraan masukan keputusan investasi terlalu optimis. Misalnya, tingkat penjualan ditaksir terlalu tinggi pada sekitar 50 persen kasus, namun diremehkan pada kurang dari 20 persen kasus. Tidak jelas apakah perkiraan tersebut cukup tidak akurat sehingga membuat keputusan yang telah diambil dipertanyakan. Survei tersebut selanjutnya menanyakan sejauh mana investasi yang dilakukan, jika dilihat dari hasil sebenarnya, merupakan kesalahan. Para manajer merasa bahwa 19 persen investasi yang telah dilakukan seharusnya tidak dilanjutkan. Di sisi lain, mereka merasa bahwa 31 persen proyek yang ditolak seharusnya diambil alih. Para manajer juga merasa bahwa ‘uang yang baik dibuang setelah yang buruk’ karena investasi yang tidak berkinerja baik terus mendapat dukungan dalam sejumlah besar kasus. Tampaknya tidak semua bisnis melakukan analisis seperti yang dilakukan oleh Rolls-Royce (lihat di atas) atau, jika mereka melakukannya, mereka tidak melakukannya dengan benar.

Beberapa kritik telah dilontarkan terhadap para peneliti dalam penilaian investasi modal yang menyiratkan bahwa mereka cenderung berkonsentrasi pada hal-hal kecil dalam penilaian kuantitatif suatu proyek, sehingga sebagian besar pertanyaan seputar pencarian kemungkinan proyek tidak tersentuh.Penilaian kuantitatif adalah sebuah proses yang murni teknis, meskipun terkadang rumit. Ujian sebenarnya bagi bakat manajer adalah apakah mereka dapat mengidentifikasi proyek bagus yang akan mendorong pencapaian tujuan bisnis.

Penilaian yang dapat diandalkan sangat penting, namun ini merupakan tugas tingkat rendah jika dibandingkan.

5.11 PENILAIAN INVESTASI DAN PERENCANAAN STRATEGIS

Sejauh ini, kita cenderung memandang peluang investasi seolah-olah peluang tersebut merupakan entitas independen yang tidak berhubungan dan tidak mengikuti pola tertentu. Namun tampaknya dalam praktiknya, bisnis yang sukses adalah bisnis yang menetapkan kerangka kerja dalam pemilihan proyek. Tanpa kerangka kerja seperti itu, mungkin sulit untuk mengidentifikasi proyek-proyek yang bisnisnya mempunyai lokasi yang cukup baik sehingga proyek-proyek tersebut dapat memberikan manfaat, yaitu memiliki NPV positif. Proyek-proyek yang bermanfaat seperti ini hanya dapat terwujud jika kombinasi kekuatan internal perusahaan (misalnya, keterampilan, pengalaman, akses terhadap pendanaan) sesuai dengan peluang yang tersedia dan, mungkin, lebih cocok dibandingkan dengan pesaingnya. Di wilayah yang tidak memiliki kecocokan ini, bisnis lain yang memiliki kecocokan tersebut, kemungkinan besar memiliki keunggulan kompetitif yang berbeda. Keuntungan ini berarti bahwa mereka cenderung mampu menyediakan produk atau jasa dengan lebih murah dan/atau kualitas yang lebih baik dan/atau memasarkannya dengan lebih sukses.

Menetapkan bidang atau bidang aktivitas dan gaya pendekatan apa yang terbaik untuk bisnis dikenal sebagai perencanaan strategis. Intinya, perencanaan strategis mencoba mengidentifikasi arah yang perlu dituju oleh bisnis agar dapat menghasilkan peluang investasi yang paling menguntungkan. Arah ke mana bisnis harus dituju, biasanya dipertimbangkan dalam kaitannya dengan produk, pasar, pembiayaan, dan sebagainya. Dalam praktiknya, rencana strategis tampaknya mempunyai jangka waktu sekitar lima tahun dan umumnya cenderung mengajukan pertanyaan: di mana kita ingin bisnis kita berada dalam waktu lima tahun dan bagaimana kita dapat mencapainya?

Perencanaan strategis biasanya terlihat mengikuti serangkaian langkah, yang diuraikan secara diagramatis pada Gambar 5.2.

Untuk memposisikan dirinya agar dapat memanfaatkan kekuatannya dan menghindari kelemahannya, sebuah bisnis harus mengambil langkah-langkah untuk menyusun dan menerapkan

rencana strategis. Dengan melakukan hal ini, maka akan ada peluang terbaik untuk mengidentifikasi peluang investasi yang dapat menghasilkan NPV positif.

Gambar 5.2 Kerangka perencanaan strategis

Tetapkan misi dan tujuan

Misi adalah pernyataan luas mengenai arah dan aspirasi umum bisnis. Hal ini cenderung mengidentifikasi apa yang ingin dilakukan oleh suatu bisnis, dalam arti luas, biasanya mengidentifikasi aktivitas komersial yang ingin dilakukan oleh bisnis tersebut. Sasaran jauh lebih tepat dan operasional. Kami meninjau kemungkinan tujuan di Bab 2 dan menyimpulkan bahwa, bagi sebagian besar bisnis, memaksimalkan kekayaan tampaknya menjadi tujuan utama, atau mungkin bukan satu-satunya tujuan. Ciri penting dari tujuan adalah bahwa tindakan harus dapat dinilai terhadap tujuan tersebut. Dengan kata lain, mengidentifikasi tujuan tidak akan membantu kecuali perusahaan dapat membedakan antara telah mencapai tujuan dan gagal mencapai tujuan.

Lakukan analisis posisi

Langkah ini bertujuan untuk mengidentifikasi bagaimana posisi bisnis saat ini dibandingkan dengan lingkungannya (pesaing, pasar, teknologi, perekonomian, iklim politik, dan sebagainya), dalam konteks misi dan tujuan bisnis. Hal ini sering kali didekati secara formal melalui analisis kekuatan, kelemahan, peluang dan ancaman (analisis SWOT). Dua faktor pertama adalah faktor internal bisnis. Kekuatannya mungkin mencakup hal-hal seperti keahlian teknis, keuangan yang kuat, dan akses terhadap pasar. Kelemahannya adalah kurangnya pengalaman, kurangnya akses terhadap pendanaan baru, dan kurangnya akses terhadap bahan baku. Peluang dan ancaman merupakan faktor eksternal. Peluang mungkin mencakup pembukaan pasar baru, pengembangan teknologi baru, atau pesaing yang meninggalkan pasar. Ancaman dapat berupa faktor-faktor seperti masuknya pesaing baru ke dalam pasar, penurunan pasar, atau perubahan undang-undang yang akan mempersulit usaha untuk beroperasi. Analisis posisi tidak perlu dilakukan dalam kerangka SWOT, meskipun pendekatan ini tampaknya merupakan pendekatan yang populer.

Mengidentifikasi dan menilai pilihan strategis

Langkah ini berkaitan dengan pencapaian misi dan tujuan bisnis dengan mencoba mengidentifikasi tindakan yang menggunakan kekuatan bisnis untuk memanfaatkan peluang dan, pada saat yang sama, sebisa mungkin menghindari kelemahan bisnis dari ancaman eksternal. Perhatikan bahwa betapapun bagusnya 'kesesuaian' strategis dalam melakukan investasi tertentu, jika investasi tersebut tidak memiliki NPV positif, maka investasi tersebut tidak boleh dilakukan. Perusahaan minyak dan gas internasional, Royal Dutch Shell plc, membeli saingannya yang lebih kecil, BG Group plc (sebelumnya British Gas plc), dengan harga sekitar Rp. 37 Triliyun pada awal tahun 2016. BG secara luas dipandang sebagai pilihan strategis yang cocok untuk Shell. Dengan kata lain, dengan biaya sebesar Rp. 37 Triliyun, hal ini dipandang sebagai investasi yang baik bagi Shell, namun belum tentu bagi bisnis lain yang mungkin tidak memiliki kecocokan strategis yang baik.

Tinjau dan kendalikan

Kinerja bisnis harus diukur berdasarkan rencana strategis. Hal ini mirip dengan pasca audit untuk sebuah proyek investasi individual, namun untuk keseluruhan strategi dan bukan hanya untuk salah satu elemen penyusunnya.

Bukti tempat perencanaan strategis dan pengambilan keputusan investasi

Dua penelitian disebutkan dalam Bab 4 dalam konteks faktor non-keuangan dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini dikemukakan oleh Chen (1995) dan Alkaraan dan Northcott (2006), yang masing-masing melihat posisi di AS dan Inggris. Kedua studi tersebut menemukan bahwa pengambil keputusan cenderung menganggap kesesuaian strategis sebagai hal yang sangat penting ketika menilai proposal investasi.

5.12 MANAJEMEN BERBASIS NILAI

Ukuran efektivitas manajemen berbasis akuntansi tradisional, seperti rasio laba atas modal yang digunakan (ROCE) dan nilai laba per saham (EPS), telah dikritik karena tidak cukup fokus pada apa yang pada akhirnya ingin dilakukan oleh bisnis: menghasilkan kekayaan atau nilai bagi pemegang sahamnya. Masalah dengan ukuran akuntansi adalah bahwa mereka cenderung fokus pada pendapatan penjualan dan peningkatan laba, bukan pada penciptaan nilai. Misalnya, perusahaan selalu terbuka terhadap peningkatan ROCE dan EPS, setidaknya dalam jangka pendek, dengan melakukan aktivitas yang lebih berisiko. Namun, aktivitas seperti itu mungkin berdampak pada pengurangan nilai.

Meningkatnya penekanan pada kekayaan pemegang saham sebagai tujuan perusahaan, yang telah kita bahas di Bab 2, telah menyebabkan munculnya ide-ide seperti analisis nilai pemegang saham (SVA) dan nilai tambah ekonomi (EVA®).

Analisis nilai pemegang saham

SVA didasarkan pada prinsip logis bahwa nilai bisnis secara keseluruhan sama dengan jumlah NPV dari seluruh aktivitasnya. Artinya, pada titik waktu tertentu, bisnis tersebut mempunyai nilai yang sama dengan proyeksi arus kas masa depan dari semua proyek yang ada, masing-masing didiskontokan pada tingkat yang sesuai. Kepemilikan keuangan pemegang saham dalam bisnis adalah seluruh nilai bisnis dikurangi nilai utang (pinjaman) yang belum dibayar. Jadi jika nilai NPV dari berbagai aktivitas bisnis dapat ditingkatkan, hal ini berarti nilai yang lebih besar bagi pemegang saham, baik untuk dibayarkan sebagai dividen atau untuk diinvestasikan kembali pada proyek lain yang, pada gilirannya, akan menghasilkan keuntungan. masih lebih banyak nilai pemegang saham.

Keuntungan yang diklaim dari SVA, sebagai filosofi pengambilan keputusan bisnis, adalah bahwa tindakan manajer dapat dikaitkan langsung dengan pembangkitan nilai dan hasil keputusan dapat dinilai dalam konteks tersebut. SVA pertama kali dikemukakan oleh Rappaport (1986).

Prinsip SVA

Suatu bisnis mempunyai nilai pada waktu tertentu karena proyeksi arus kas dari aktivitasnya. Nilai tertentu akan didasarkan pada waktu arus kas tersebut dan tingkat diskonto yang sesuai. Menurut filosofi SVA, nilai bisnis dipengaruhi oleh, atau didorong oleh, hanya tujuh faktor yang dikenal sebagai penggerak nilai. Untuk meningkatkan nilai bisnis, yaitu

menghasilkan nilai tambahan, satu atau lebih dari penggerak nilai ini perlu diubah ke arah yang menguntungkan. Penggerak nilai ini, dan pengaruhnya terhadap nilai pemegang saham, ditunjukkan pada Gambar 5.3.

Ketujuh faktor ini berdampak pada arus kas operasi bisnis dan, melalui faktor-faktor tersebut, berdampak pada nilai bisnis dan kekayaan pemegang saham.

Gambar 5.3 Tujuh pendorong arus kas dan nilai pemegang saham

Sekarang kita akan melihat pendorong nilai ini dan menghubungkannya dengan masing-masing bagian bisnis.

Tingkat pertumbuhan pendapatan penjualan

Jika tingkat pendapatan penjualan yang lebih besar dapat dihasilkan di masa depan dibandingkan yang diharapkan, maka hal ini akan menciptakan lebih banyak arus kas dan, oleh karena itu, menghasilkan lebih banyak nilai. Tingkat pendapatan penjualan yang lebih besar dapat berasal dari produk baru dan, asalkan hal ini tidak berdampak buruk pada salah satu penggerak nilai lainnya, nilai yang lebih besar tentu akan tercipta. Demikian pula, menahan perkiraan penurunan tingkat pendapatan penjualan untuk beberapa produk yang ada memiliki potensi untuk menghasilkan nilai.

Margin keuntungan operasi

Margin laba operasi adalah rasio laba operasi (yaitu, sebelum biaya pembiayaan dan pajak) terhadap pendapatan penjualan. Semakin tinggi rasio ini, semakin besar arus kas positif bersih dari setiap penjualan. Jadi, jika biaya dapat dikendalikan dengan lebih efektif, lebih banyak uang tunai akan cenderung mengalir dari setiap penjualan dan nilai akan meningkat.

Tarif pajak perusahaan

Tarif pajak perusahaan jelas mempengaruhi arus kas dan nilai karena, secara umum, pajak dikenakan langsung pada arus kas operasi. Kemampuan manajemen untuk mempengaruhi tarif pajak dan jumlah pajak yang dibayarkan oleh perusahaan cenderung marginal.

Investasi pada aset tidak lancar

Biasanya, uang tunai harus diinvestasikan pada aset tidak lancar tambahan untuk meningkatkan nilai pemegang saham. Namun, jika manajer dapat menemukan cara untuk mengurangi pengeluaran pabrik, mesin, dan sebagainya, tanpa membatasi efektivitas bisnis, hal ini akan cenderung meningkatkan nilai pemegang saham.

Investasi dalam modal kerja

Hampir semua kegiatan usaha memerlukan modal kerja (persediaan, piutang usaha, utang usaha, dan kas). Seperti yang akan kita lihat di Bab 13, jumlah yang terikat pada modal kerja bisa sangat besar. Langkah-langkah yang dapat diambil untuk mengurangi investasi modal kerja, seperti mendorong nasabah kredit untuk membayar lebih cepat dari yang diharapkan, akan membawa arus kas ke depan dan cenderung menghasilkan nilai. Kita akan membahas sebagian besar langkah-langkah ini di Bab 13.

Biaya modal

Biaya dana yang digunakan untuk membiayai aktivitas bisnis biasanya menjadi penentu utama nilai pemegang saham. Jadi, jika bisnis dapat menemukan sumber pendanaan jangka panjang yang lebih murah, nilainya akan cenderung meningkat. Bagaimana hal ini dapat dicapai akan dibahas kemudian dalam buku ini, khususnya di Bab 8 dan 11.

Kehidupan arus kas yang diproyeksikan

Jelasnya, semakin lama aktivitas yang menghasilkan uang dapat dilanjutkan, semakin besar potensinya untuk menciptakan nilai.

Bagaimana SVA dapat digunakan?

Mungkin, kontribusi SVA yang paling bermanfaat dalam mengelola bisnis adalah menyoroti pendorong utama nilai. Hal ini memungkinkan manajer untuk menetapkan target untuk mencapai strategi peningkatan nilai di setiap area. Hal ini dapat membantu menciptakan lingkungan di mana peningkatan nilai menjadi agenda utama para manajer di semua bidang bisnis. Dengan cara ini, tujuan finansial utama bisnis dikaitkan langsung dengan keputusan dan tindakan manajer sehari-hari. SVA dapat digunakan sebagai dasar untuk menilai saham dan, dengan demikian, menilai peningkatan nilai pemegang saham sebagai akibat dari penerapan strategi tertentu. Namun, melakukan hal ini cenderung mengandalkan penyederhanaan asumsi yang justru membuat hasil menjadi dipertanyakan.

Penilaian penggunaan pendekatan SVA dalam pengelolaan

Poin positif SVA meliputi:

- SVA mendorong para manajer untuk mengambil tindakan yang akan mengarah pada peningkatan nilai pemegang saham, sehingga tindakan mereka terkait langsung dengan tujuan utama perusahaan di sebagian besar bisnis.
- Target manajerial dapat ditetapkan pada area masing-masing penggerak nilai.

Masalah SVA meliputi:

- Kemungkinan terjadinya konflik antar penggerak nilai, sehingga tindakan untuk meningkatkan nilai di satu bidang akan mengakibatkan kehancuran nilai. Misalnya, pengurangan periode penyelesaian piutang usaha (pengurangan modal kerja) dapat menyebabkan hilangnya pendapatan penjualan jika pelanggan bereaksi negatif terhadap periode kredit yang lebih pendek.
- Sistem informasi manajemen di sebagian besar bisnis tidak diarahkan untuk menghasilkan apa yang diperlukan dalam lingkungan SVA dan melakukan perubahan mungkin memakan biaya dan berisiko.

Keuntungan ekonomi dan nilai tambah ekonomi

Penggunaan keuntungan ekonomi sebagai indikator kinerja mencerminkan gagasan bahwa, agar suatu bisnis dapat menghasilkan keuntungan secara ekonomi, maka bisnis tersebut harus menghasilkan keuntungan yang melebihi keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Menghasilkan laba akuntansi saja tidak cukup karena ukuran ini tidak sepenuhnya memperhitungkan tingkat pengembalian yang diminta oleh investor. Pendekatan keuntungan ekonomi mempunyai sejarah yang panjang dan digunakan secara luas.

Nilai tambah ekonomi (EVA®) merupakan penyempurnaan dari pendekatan keuntungan ekonomi yang telah dikembangkan dan menjadi merek dagang oleh perusahaan konsultan manajemen New York, Stern, Stewart and Company (SS).

Prinsip EVA®

EVA® adalah ukuran sejauh mana laba operasi bisnis setelah pajak selama suatu periode melebihi laba minimum yang disyaratkan, yang pada gilirannya didasarkan pada tingkat pengembalian minimum yang disyaratkan pemegang saham atas investasinya dikalikan dengan jumlah investasi itu. Jadi, jika laba aktual melebihi batas minimum yang disyaratkan, maka nilai ekonomi akan bertambah dan pemegang saham akan menjadi lebih kaya. Jika terjadi kekurangan, pemegang saham akan menjadi kurang kaya karena mereka tidak memperoleh keuntungan yang memadai, mengingat jumlah investasi dan tingkat pengembalian minimum yang disyaratkan.

Rumus EVA® adalah sebagai berikut:

$$\text{EVA}^{®} = \text{NOPAT} - (R \times C)$$

dimana NOPAT adalah laba operasional bersih setelah pajak, R adalah tingkat pengembalian yang disyaratkan bagi investor dan C adalah modal yang diinvestasikan (yaitu, aset bersih bisnis).

Hanya ketika EVA® positif, kita dapat mengatakan bahwa bisnis tersebut meningkatkan kekayaan pemegang saham. Untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham, manajer harus meningkatkan EVA® sebanyak mungkin.

Bagaimana EVA® dapat digunakan?

Seperti yang dapat kita lihat dari rumusnya, untuk meningkatkan EVA®, manajer perlu mencapai satu atau lebih hal berikut:

- Meningkatkan NOPAT. Hal ini dapat dilakukan dengan mengurangi biaya atau dengan meningkatkan pendapatan penjualan.
- Gunakan modal yang diinvestasikan dengan lebih efisien. Hal ini termasuk menjual aset apa pun yang tidak menghasilkan imbal hasil yang mencerminkan nilai pasarnya dan berinvestasi pada aset yang dapat menghasilkan keuntungan.
- Mengurangi tingkat pengembalian yang disyaratkan investor. Hal ini dapat dicapai dengan meminjam untuk memasok sebagian dari total pendanaan bisnis. Namun, strategi ini dapat menimbulkan masalah, seperti yang akan kita lihat di Bab 11.

Target dapat ditetapkan untuk EVA® untuk bisnis secara keseluruhan atau untuk masing-masing bagiannya. Target EVA® ini kemudian dapat dinilai berdasarkan nilai tambah aktual, setelah periode perencanaan yang relevan berakhir.

EVA® mengandalkan laporan keuangan konvensional untuk mengukur kekayaan yang diciptakan bagi pemegang saham. Namun, angka NOPAT dan modal yang ditunjukkan pada pernyataan ini hanya digunakan sebagai titik awal. Mereka harus disesuaikan karena permasalahan dan keterbatasan ukuran akuntansi konvensional. Menurut SS, masalah utamanya adalah laba dan modal cenderung diremehkan karena bias konservatif dalam pengukuran akuntansi. Seperti yang kita lihat di Bab 3, konvensi kehati-hatian cenderung mendorong bias ini.

Modal dinyatakan terlalu rendah karena aset dilaporkan pada nilai berdasarkan biaya aslinya (mengikuti konvensi biaya historis), yang dapat menghasilkan angka yang jauh di bawah nilai pasar saat ini. Selain itu, aset tertentu, seperti goodwill dan nama merek yang dihasilkan secara internal, dihilangkan dari laporan keuangan karena tidak ada transaksi eksternal yang terjadi.

SS telah mengidentifikasi lebih dari 100 penyesuaian yang dapat dilakukan terhadap laporan keuangan konvensional dalam upaya mengoreksi bias konservatif. Namun, SS percaya bahwa, dalam praktiknya, hanya sedikit penyesuaian yang harus dilakukan terhadap angka akuntansi bisnis tertentu. Kecuali jika penyesuaian akan berdampak signifikan pada perhitungan EVA®, maka penyesuaian tersebut dianggap tidak layak dilakukan. Penyesuaian yang dilakukan harus mencerminkan sifat bisnis tertentu. Setiap bisnis adalah unik dan karenanya harus menyesuaikan perhitungan EVA® dengan kondisi tertentu.

Penyesuaian paling umum yang harus dilakukan adalah sebagai berikut:

- Biaya penelitian dan pengembangan. Biaya penelitian dan pengembangan harus dihapuskan (diperlakukan sebagai beban) selama periode manfaatnya. Namun dalam praktiknya, biaya-biaya ini sering kali dihapuskan pada periode terjadinya. Artinya, jumlah apa pun yang segera dihapuskan harus ditambahkan kembali ke aset di laporan posisi keuangan (neraca), sehingga meningkatkan modal yang diinvestasikan, dan kemudian dihapuskan seiring berjalannya waktu.
- Nama merek dan niat baik. Dapat dikatakan bahwa hal ini harus mendapat perlakuan yang sama seperti penelitian dan pengembangan. Namun, SS menyarankan untuk membiarkannya pada laporan posisi keuangan. Salah satu argumen yang mendukung perlakuan ini adalah bahwa nama merek dan niat baik dapat memiliki kehidupan yang

tidak terbatas. Oleh karena itu, setiap jumlah yang dihapuskan dalam laporan laba rugi harus ditambahkan kembali ke aset.

- Biaya restrukturisasi (yaitu biaya reorganisasi operasi atau keuangan bisnis). Item ini dapat dipandang sebagai investasi di masa depan dan bukan sebagai beban yang harus dihapuskan. Para pendukung EVA® berpendapat bahwa, dengan restrukturisasi, bisnis akan berada pada posisi yang lebih baik dalam menghadapi tantangan masa depan sehingga restrukturisasi merupakan sebuah aset. Setiap jumlah yang dihapuskan harus ditambahkan kembali ke aset.
- Investasi yang dapat dipasarkan. Penyertaan saham dan surat utang pada usaha lain tidak termasuk dalam modal yang ditanamkan pada usaha tersebut. Pasalnya, pendapatan dari investasi yang dapat dipasarkan tidak dimasukkan dalam perhitungan laba operasional. (Pendapatan dari sumber ini akan ditambahkan ke laporan laba rugi setelah laba operasional dihitung.)

Mungkin perlu dicatat bahwa SS percaya bahwa bonus, yang dihitung sebagai persentase EVA®, harus menjadi bagian yang sangat besar dari total paket remunerasi bagi para manajer. Oleh karena itu, semakin tinggi angka EVA®, semakin tinggi imbalan yang diberikan kepada manajer – tanpa batas atas.

Penilaian pendekatan EVA® terhadap manajemen

Keunggulan EVA® meliputi:

- Pengelola dikenakan biaya atas modal yang telah ditanamkan. Sebelum peningkatan kekayaan pemegang saham dapat diakui, pengurangan yang sesuai dilakukan untuk penggunaan sumber daya bisnis. Oleh karena itu, EVA® mendorong para manajer untuk menggunakan sumber daya ini secara efisien. Jika manajer hanya berfokus pada peningkatan laba, terdapat bahaya bahwa sumber daya yang digunakan untuk mencapai peningkatan laba tidak diperhitungkan dengan baik.
- EVA® didasarkan pada laporan keuangan konvensional, disesuaikan untuk menghilangkan bias. Tidak ada persyaratan untuk sistem informasi manajemen terpisah.

Masalah EVA® meliputi:

- Penyesuaian terhadap laporan keuangan merupakan masalah pertimbangan, yang dapat mempertanyakan kredibilitas nilai tambah ekonomi untuk suatu periode yang telah dihitung.

Manajemen berbasis nilai dalam praktiknya

Manajemen berbasis nilai (VBM), contoh utamanya adalah SVA dan EVA®, tampaknya dalam praktiknya cukup banyak digunakan oleh bisnis besar. Ernst dan Young (2003) melakukan survei besar terhadap praktik akuntansi manajemen di bisnis AS. Survei ini cenderung dilakukan pada bisnis yang lebih besar. Laporan tersebut menunjukkan bahwa 52 persen perusahaan, pada tahun 2003, menggunakan pendekatan manajemen berbasis nilai, dan 40 persen lainnya mempertimbangkan untuk mengadopsi pendekatan serupa di masa depan.

Ryan dan Trahan (2007) meneliti kinerja selama lima tahun pertama dari 84 bisnis Amerika yang telah mengadopsi VBM selama periode 1984 hingga 1997. Mereka menemukan bahwa bisnis yang telah mengadopsi VBM secara signifikan meningkatkan kinerja ekonomi

mereka, dibandingkan dengan bisnis serupa yang telah mengadopsi VBM. bukan. Peningkatan ini bertahan selama lima tahun yang dinilai dan lebih terlihat pada usaha kecil dibandingkan usaha besar.

Tampaknya tidak ada informasi serupa mengenai situasi ini di Inggris atau di negara lain. Namun, tidak ada alasan untuk percaya bahwa posisi Inggris berbeda jauh dengan posisi Amerika. Salah satu bisnis di Inggris yang menggunakan pendekatan manajemen berbasis nilai adalah grup ritel perbaikan rumah (yang memiliki B&Q di antara pengecer lainnya) Kingfisher plc. Dalam laporan tahunannya tahun 2015 disebutkan:

KEP (Kingfisher Economic Profit) merupakan pendapatan setelah pembebanan biaya modal tahunan yang digunakan dalam bisnis dan berasal dari konsep Nilai Tambah Ekonomi. Manajemen fokus pada KEP sebagai ukuran utama pengembalian modal. Ini digunakan dalam proses investasi modal untuk menilai kinerja dan mendorong pengembalian dalam rencana strategis. Penghasilan didefinisikan sebagai laba setelah pajak yang disesuaikan, tidak termasuk bunga, biaya sewa properti, dan pos-pos luar biasa. Biaya kemudian dikurangkan dengan menerapkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) terhadap modal yang digunakan.

Laporan tahunan Kingfisher selanjutnya menjelaskan bahwa mereka melihat penggunaan versi manajemen berbasis nilai (KEP) terbukti bermanfaat dalam menghasilkan nilai bagi pemegang saham. Sebagian besar bonus kinerja yang dibayarkan kepada manajer didasarkan pada ukuran KEP yang dicapai setiap tahunnya.

5.13 PILIHAN NYATA

Sebelum kita menyelesaikan pertimbangan mengenai aspek praktis pengambilan keputusan investasi, kita akan melihat sekilas pendekatan terhadap keputusan investasi yang tampaknya mulai berpengaruh di dunia nyata. Banyak keputusan bisnis yang terlihat melibatkan pilihan-pilihan dan oleh karena itu, harus dinilai berdasarkan sudut pandang tersebut.

Suatu pilihan biasanya didefinisikan sebagai hak, bukan kewajiban, untuk melakukan sesuatu. Pada Bab 1 kita melihat sekilas opsi mata uang. Itu adalah contoh opsi finansial. Apa yang kita bicarakan di sini dikenal sebagai pilihan nyata. Mungkin cara termudah untuk menjelaskan opsi nyata adalah melalui contoh sederhana.

Contoh 5.9

Wessex Mining memiliki situs di Dorset yang di dalamnya terdapat sumur minyak. Perusahaan tidak lagi memompa minyak karena harga minyak sudah tidak ekonomis lagi. Selain itu, proyeksi harga minyak menunjukkan bahwa eksploitasi sumur tersebut mungkin tidak ada gunanya. Baru-baru ini, seorang pengembang properti telah menawarkan Rp. 2Miliyar untuk situs tersebut, yang rencananya akan dikembangkan untuk perumahan domestik. Apa yang harus dilakukan Penambangan Wessex?

Sepintas lalu, sumur tersebut tidak memiliki nilai ekonomi, sehingga menerima tawaran tersebut akan membuat pemegang saham menjadi lebih kaya sebesar Rp. 2 Miliyar. Di sisi lain, Wessex Mining memiliki opsi. Negara ini mempunyai hak (karena negara pemilik sumur tersebut) untuk memompa minyak kapanpun negara tersebut menginginkannya,

namun negara tersebut tidak mempunyai kewajiban untuk melakukan hal tersebut. Meskipun proyeksi harga minyak di masa depan mungkin menunjukkan bahwa kecil kemungkinannya perusahaan tersebut akan memilih untuk memproduksi minyak, harga minyak dapat berfluktuasi dan dapat meningkat hingga harga yang membuat produksi menjadi ekonomis. Oleh karena itu, opsi ini mempunyai nilai dan harus disesuaikan dengan Rp. 2 Miliyar. Mempertahankan lokasi tersebut tidak mewajibkan perusahaan tersebut untuk memproduksi minyak, namun memungkinkan perusahaan tersebut untuk tetap mempunyai hak untuk memproduksi minyak. Sayangnya, memberikan nilai pada pilihan ini sangat sulit, namun kesulitan seperti itu tidak hanya terjadi pada keputusan ini. Semua keputusan melibatkan upaya untuk menilai hasil di masa depan.

Solusi

Dalam kasus ini, seperti halnya dalam kehidupan nyata, masuk akal untuk menolak tawaran dari pengembang properti dan menunggu dan melihat apa yang terjadi pada harga minyak. Tampaknya, mengingat permintaan akan perumahan di Inggris, situs tersebut dapat dijual untuk pembangunan kapan saja di masa depan. Jelas ada biaya peluang di sini. Memiliki 2 Miliyar akan memungkinkan bisnis memperoleh pendapatan darinya, jadi penundaan akan menimbulkan kerugian. Itu semua hanya masalah penilaian komersial.

Ini adalah contoh yang sangat sederhana; Anda bahkan tidak perlu mendengar kata 'pilihan' untuk mengetahui bahwa sumur tersebut mempunyai nilai karena harga minyak mungkin akan naik. Namun, ada situasi di mana keberadaan pilihan nyata kurang jelas namun tidak kalah pentingnya dalam pengambilan keputusan. Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa 27 persen bisnis di AS yang disurvei memasukkan pertimbangan pilihan nyata dalam keputusan investasi mereka 'selalu atau hampir selalu'. Alkaraan dan Northcott (2006), dalam survei mereka terhadap bisnis manufaktur besar di Inggris, menemukan bahwa hanya sekitar 20 persen dari bisnis tersebut menganggap pertimbangan atas pilihan nyata sebagai hal yang 'penting'. Baker, Dutta dan Saadi (2011) melakukan survei terhadap bisnis besar di Kanada. Mereka menemukan dukungan terhadap opsi riil bahkan lebih sedikit (17 persen) dibandingkan dengan yang terjadi di AS dan Inggris. Apakah perbedaan-perbedaan ini mencerminkan sikap nasional, menunjukkan bahwa menilai pilihan-pilihan nyata menjadi kurang populer dari waktu ke waktu atau disebabkan oleh faktor-faktor lain masih belum jelas. Tukang roti dkk. menemukan bahwa, bagi banyak perusahaan, pilihan nyata dipandang terlalu teoritis dan/atau sulit untuk dinilai. Tidak mengherankan, mereka juga menemukan bahwa opsi riil cenderung digunakan oleh bisnis yang melakukan investasi modal besar dan berisiko, seperti pertambangan dan operasi minyak dan gas. Bacaan lebih lanjut di akhir bab ini memiliki referensi contoh opsi nyata.

Arus kas/akuntansi

- Nilai sekarang bersih (NPV), tingkat pengembalian internal (IRR) dan periode pengembalian modal (PBP) semuanya memerlukan penggunaan arus kas.
- Perlu menyesuaikan arus akuntansi untuk penyusutan, dengan menambahkannya kembali ke laba akuntansi.
- Belanja modal dan arus kas hasil pelepasan perlu diidentifikasi berdasarkan jumlah dan waktunya.

- Modal kerja (WC) perlu diperlakukan sebagai arus kas keluar di awal proyek dan arus masuk di akhir proyek.

Arus kas yang relevan

- Hanya hal-hal yang berbeda menurut keputusan yang harus diperhitungkan. Artinya:
- semua biaya masa lalu harus diabaikan;
- semua biaya di masa depan yang tetap sama, apa pun keputusannya, harus diabaikan; Dan
- biaya peluang yang berbeda harus dimasukkan.

Perpajakan

- Perpajakan harus diperhitungkan jika keputusan tersebut akan menghasilkan arus kas pajak yang berbeda.
- Penyusutan bukan merupakan biaya yang dapat dikurangkan dari pajak. Tunjangan modal menggantikan penyusutan untuk tujuan perpajakan.

Inflasi

- Inflasi harus diperhitungkan ketika menggunakan NPV. Salah satu:
  - arus kas riil harus didiskontokan menggunakan tingkat diskonto riil; atau
  - arus kas uang (nominal) harus didiskontokan menggunakan tingkat diskonto uang (nominal).

  Keduanya tidak bisa dicampur.
- Dalam praktiknya, biasanya lebih mudah menggunakan arus kas dan tingkat diskonto.
- (1 + tingkat diskonto uang) = (1 + tingkat diskonto riil) * (1 + tingkat inflasi).

Melakukan penilaian NPV melibatkan lima langkah

1. Identifikasi semua arus kas yang relevan dan waktunya.
2. Jumlahkan arus kas untuk setiap titik waktu.
3. Diskonto masing-masing total, sesuai dengan waktu yang tepat di masa depan dimana arus kas akan terjadi.
4. Jumlahkan berbagai nilai diskon untuk memperoleh NPV proyek.
5. Jika NPV positif, proyek tersebut dapat diterima, dengan asumsi tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham.

Penjatahan modal

- Dapat dikenakan sendiri (lunak) atau dipaksakan oleh pasar keuangan (keras).
- Bisa berperiode tunggal atau multi-periode.
- Untuk periode tunggal, aturan pengambilan keputusan adalah: maksimalkan NPV per Rupiah investasi modal (indeks profitabilitas).
- Untuk multi periode, perlu didekati melalui program linier.

Keputusan penggantian melibatkan empat langkah

1. Turunkan nilai sekarang (biaya) kepemilikan aset untuk setiap periode waktu terkait.
2. Temukan (dari tabel anuitas) faktor anuitas untuk tingkat diskonto dan periode waktu yang relevan.
3. Bagilah masing-masing PV dengan faktor anuitas yang relevan untuk mendapatkan biaya tahunan setara (EAC).

4. Periode penggantian dengan EAC terendah akan menjadi yang paling ekonomis, meskipun ada faktor lain yang mungkin mempengaruhi keputusan akhir.

Investasi dan strategi

- Keputusan investasi harus diambil dalam konteks rencana strategis bisnis.

Manajemen berbasis nilai

- Analisis nilai pemegang saham (SVA) adalah pendekatan manajemen yang memusatkan perhatian pada tujuan bisnis memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan tujuh pendorong utama nilai.
- SVA juga dapat digunakan untuk menilai bisnis.
- Nilai (kekayaan) akan ditingkatkan dengan perbaikan pada salah satu dari tujuh pendorong nilai:
  1. Tingkat pertumbuhan pendapatan penjualan
  2. Margin keuntungan operasional
  3. Tarif pajak perusahaan
  4. Investasi pada aset tidak lancar
  5. Investasi modal kerja
  6. Biaya modal
  7. Kehidupan arus kas yang diproyeksikan.
- Masalah SVA:
  - ✓ Kemungkinan terjadinya konflik antar penggerak nilai, sehingga peningkatan nilai di satu bidang dapat menyebabkan hilangnya nilai di bidang lain.
  - ✓ Banyak bisnis tidak memiliki sistem pelaporan manajemen yang menyediakan informasi yang diperlukan dalam lingkungan SVA.
  - ✓ EVA® adalah sebuah pendekatan terhadap manajemen yang berupaya untuk mendorong bisnis menghasilkan pendapatan lebih dari yang diharapkan pemegang saham, sehingga meningkatkan nilai.
  - ✓ EVA® menggunakan laba akuntansi standar dan modal yang diinvestasikan, namun menyesuaikan keduanya dengan konservatisme bawaan dari ukuran akuntansi.
  - ✓ Manfaat EVA® meliputi:
    - Manajer dikenakan biaya berdasarkan modal yang mereka investasikan dan tingkat pengembalian minimum yang disyaratkan pemegang saham.
    - Tidak ada persyaratan untuk sistem informasi manajemen terpisah.
- Masalah EVA® adalah penyesuaian angka akuntansi untuk menghilangkan bias bersifat subjektif.

Pilihan nyata

- Hampir semua situasi bisnis menawarkan pilihan strategis, misalnya menunda keputusan hingga informasi tersedia lebih banyak.
- Pendekatan pengambilan keputusan tradisional cenderung mengabaikan atau meremehkan pilihan-pilihan ini.
- Nilai dari pilihan nyata yang terlibat dalam suatu keputusan harus dimasukkan dalam analisis.

BAB 6
RISIKO DALAM PENILAIAN INVESTASI

6.1 PENDAHULUAN

Hingga saat ini dalam buku ini, kita masih mengabaikan pertanyaan-pertanyaan mengenai risiko. Kita sekarang akan mulai menghadapi masalah ini dan, meskipun ini adalah satu-satunya bab yang judulnya mengandung kata 'risiko', sebagian besar sisa buku ini berkaitan dengan masalah pengambilan keputusan tentang masa depan yang baru saja kita lakukan. tidak tahu apa yang akan terjadi. Beberapa peristiwa dapat kita prediksi dengan cukup yakin (misalnya, populasi Inggris dalam waktu lima tahun, kurang lebih satu juta). Hal-hal lain (seperti berapa banyak populasi yang akan membeli produk bisnis kita) lebih sulit diprediksi. Tidak ada data masukan untuk pengambilan keputusan yang diketahui secara pasti, sehingga risiko selalu menjadi masalah bagi pengambil keputusan.

Meskipun lingkungannya canggung, keputusan tetap harus diambil. Menunda pengambilan keputusan sampai kabut keraguan hilang biasanya bukanlah pendekatan yang bermanfaat, karena hal ini tidak akan pernah hilang. Dalam konteks suatu keputusan tertentu, penundaan mungkin bisa menghilangkan beberapa ketidakpastian besar, namun penundaan tidak akan pernah bisa menghilangkan semuanya. Misalnya, sebuah bisnis manufaktur persenjataan mungkin menunggu pernyataan yang diharapkan dari pemerintah mengenai masa depan kebijakan pertahanan Inggris sebelum mengambil keputusan mengenai investasi yang signifikan pada kapasitas produksinya sendiri.

Risiko dan ketidakpastian

Beberapa pengamat berusaha membedakan antara risiko dan ketidakpastian. Risiko dipandang sebagai fenomena yang muncul dari keadaan di mana kita mampu mengidentifikasi hasil yang mungkin terjadi dan bahkan kemungkinan terjadinya tanpa yakin mana yang benar-benar akan terjadi. Hasil pelemparan dadu yang sebenarnya adalah contoh risiko. Kita tahu bahwa hasilnya harus berupa angka dari 1 sampai 6 (inklusif) dan kita tahu bahwa setiap angka memiliki peluang kemunculan yang sama (1 dalam 6), namun kita tidak yakin angka mana yang benar-benar akan muncul pada lemparan tertentu. Ketidakpastian menggambarkan posisi di mana kita tidak mampu mengidentifikasi semua, atau bahkan mungkin tidak satu pun, hasil yang mungkin terjadi; kita masih kurang bisa menilai kemungkinan terjadinya hal tersebut. Mungkin sebagian besar keputusan bisnis dicirikan oleh ketidakpastian sampai batas tertentu. Ketidakpastian mewakili suatu bidang yang sangat sulit. Mungkin hal terbaik yang dapat dilakukan oleh pengambil keputusan adalah mencoba mengidentifikasi sebanyak mungkin kemungkinan hasil dari keputusan mereka dan mencoba menilai kemungkinan terjadinya setiap hasil.

Pentingnya memperhitungkan risiko

Penting bagi kita untuk memperhitungkan risiko. Hal ini harus dilakukan dengan cara yang paling formal, bukan hanya sekedar renungan. Tingkat risiko pada dasarnya mempengaruhi suatu keputusan. Kita harus memandang dengan sangat berbeda peluang

untuk bertaruh pada lemparan dadu dan bertaruh pada perputaran koin. Jika dengan pembayaran sebesar Rp. 1, kita dapat menebak sisi dadu atau sisi koin mana yang akan mendarat di atas, dan hadiah untuk tebakan yang benar adalah Rp. 5, manakah yang akan kita pilih? Kebanyakan orang mungkin akan senang untuk mengikuti taruhan pemintalan koin, tetapi hanya sedikit yang ingin ikut serta dalam taruhan pemintalan koin. Hal ini karena tingkat risiko yang melekat pada setiap taruhan akan menyebabkan kita memandangnya secara berbeda, meskipun masing-masing taruhan hanya memiliki dua kemungkinan hasil (kalah Rp. 1 atau untung Rp. 4). Kemungkinan setiap kejadian yang mungkin terjadi itulah yang menyebabkan kita dapat membedakannya. Sekarang kita akan membahas beberapa cara untuk mengatasi risiko dalam keputusan investasi.

6.2 ANALISIS SENSITIVITAS

Semua keputusan investasi bisnis harus dibuat berdasarkan prediksi dari berbagai masukan. Salah satu pendekatannya adalah dengan menilai keputusan berdasarkan 'perkiraan terbaik' (yaitu, apa yang diyakini oleh pengambil keputusan sebagai prediksi tunggal yang paling masuk akal) dari masing-masing faktor masukan. Dengan asumsi NPV positif, risiko proyek dapat dinilai dengan mengambil masing-masing faktor masukan dan menanyakan seberapa besar perkiraan faktor tersebut terbukti salah sebelum berdampak buruk pada pengambilan keputusan. Pendekatan ini dikenal sebagai analisis sensitivitas.

Contoh 6.1

Greene plc mempunyai peluang untuk berinvestasi pada mesin untuk pembuatan produk baru, yang permintaannya diperkirakan 5.000 unit per tahun selama lima tahun. Perusahaan telah membuat perkiraan terbaik berikut tentang keputusan tersebut:

- Mesin tersebut diperkirakan berharga Rp. 50 Juta (dibayar segera) dan tidak memiliki nilai sisa.
- Harga jual per unit direncanakan sebesar Rp. 1.000
- Biaya tenaga kerja dan material masing-masing diperkirakan sebesar Rp. 4000 dan Rp. 3.000 per unit.
- Biaya overhead diperkirakan tidak akan terpengaruh oleh keputusan tersebut.
- Biaya modal untuk proyek semacam ini diperkirakan sebesar 10 persen per tahun.
- Proyek ini diperkirakan tidak memerlukan tambahan modal kerja.
- Demi kesederhanaan, perpajakan akan diabaikan.
- Asumsikan, demi kesederhanaan, bahwa semua arus kas terjadi pada akhir tahun.

(a) Menilai proyek (menggunakan NPV) berdasarkan estimasi di atas.

(b) Lakukan analisis sensitivitas terhadap estimasi di atas.

Solusi

(a) Arus kas tahunan akan menjadi 5.000 * Rp. [10 - (4 + 3)] = Rp. 15.000 setiap tahun. Dengan demikian arus kas proyek diperkirakan sebesar:

Tahun	Dalam Ribuan Rupiah
0	(50.000)
1	15.000

2	15.000
3	15.000
4	15.000
5	15.000

Faktor anuitas selama lima tahun sebesar 10 persen adalah 3,791. Oleh karena itu, NPV adalah

- Rp. 50.000 + (Rp. 15.000 x 3.791) = Rp. 6.865

Oleh karena itu, berdasarkan perkiraan tersebut, proyek tersebut menguntungkan (memiliki NPV positif) dan harus dilaksanakan.

(b) Namun perkiraan tersebut tidak pasti, jadi sekarang kita akan melihat masing-masing faktor masukan, satu per satu, untuk melihat seberapa sensitif keputusan tersebut terhadap masing-masing faktor tersebut, yaitu untuk melihat seberapa besar pengaruhnya terhadap faktor-faktor tersebut. setiap faktor dapat berbeda dari perkiraan awal sebelum proyek menjadi tidak menguntungkan (NPV negatif). Sementara kita mempertimbangkan setiap faktor, kita akan berasumsi bahwa faktor-faktor lainnya akan sesuai dengan perkiraan awal.

NPV proyek diberikan oleh:

- Rp. 50.000 + { Rp. 5.000 x [10 – (4 + 3)] x 3.791} = Rp. 6.865

Untuk melakukan analisis sensitivitas, cukup salah satu faktor di sisi kiri persamaan ini yang perlu diubah ke nilai yang membuat NPV sama dengan nol. Setelah ini dilakukan dengan faktor pertama, proses berlanjut ke faktor berikutnya, mengembalikan faktor pertama ke nilai aslinya, dan seterusnya.

(1) Investasi awal *(dalam Ribuan Rupiah)*

Dimulai dengan investasi awal, memasukkan simbol I ke dalam persamaan, bukan Rp. 50,000, dan menetapkan ruas kanan persamaan ke nol, menghasilkan:

$$-I + \{5.000 \times [10 - (4 + 3)] \times 3.791\} = 0$$
$$I = Rp.56.865$$

Dengan demikian investasi awal dapat meningkat sebesar Rp. 6,865 sebelum proyek menjadi marjinal. Dengan kata lain, biaya sebenarnya dari mesin tersebut dapat meningkat menjadi Rp. 56,865 sebelum proyek tersebut menjadi tidak menarik, berdasarkan NPV-nya. Hal ini mengasumsikan bahwa nilai seluruh faktor input lainnya (harga jual, biaya modal, dll.) merupakan perkiraan sempurna dari nilai sebenarnya.Sekarang faktor-faktor lain akan dinilai dengan memasukkan simbol yang sesuai dan mengatur sisi kanan sama dengan nol.

(2) Volume penjualan tahunan

$$-50.000 + \{V \times [10 - (4 + 3)] \times 3.791\} = 0$$

di mana V adalah volume penjualan tahunan.

$$V = \frac{50.000}{(10-7) \times 3.791} = 4.396\ Unit$$

(3) Pendapatan penjualan/unit

$$-50.000 + \{5.000 \times [S - (4+3)] \times 3.791\} = 0$$

dimana S adalah pendapatan penjualan per unit.

$$S = 7 + \frac{50.000}{5.000 \times 3.791} = Rp.9.64$$

(4) Biaya/unit tenaga kerja

$$-50.000 + \{5.000 \times [10 - (L+3)] \times 3.791\} = 0$$

dimana L adalah biaya tenaga kerja per unit.

$$L = 7 - \frac{50.000}{5.000 \times 3.791} = Rp.4.36$$

(5) Biaya bahan/unit

$$-50.000 + \{5.000 \times [10 - (4+M)] \times 3.791\} = 0$$

dimana M adalah biaya bahan/unit.

$$M = 6 - \frac{50.000}{5.000 \times 3.791} = Rp.3.36$$

(6) Biaya modal

$$-50.000 + \{5.000 \times [10 - (4+3)] \times A\} = 0$$

di mana A adalah faktor anuitas.

$$A = \frac{50.000}{5.000 \times 3} = 3.333$$

Tabel anuitas (Lampiran 2) selama lima tahun menunjukkan bahwa 3,333 berada di antara angka 15 persen (3,352) dan angka 16 persen (3,274). Jadi kenaikan tingkat diskonto sebesar 1 persen (dari 15 persen menjadi 16 persen) menyebabkan penurunan faktor anuitas sebesar 0,078 (dari 3,352 menjadi 3,274). Nilai dari 3,333 terletak 0,019 di bawah nilai 15 persen, sehingga tingkat diskonto yang diterapkan pada 3,333 adalah sekitar 1519 persen, yaitu sekitar 15,24 persen.

(7) Kehidupan proyek

Tentu saja, nilai anuitas 3,333 yang sama harus digunakan untuk menyimpulkan umur proyek, kali ini dengan asumsi tingkat diskonto tetap pada 10 persen (perkiraan awal). Kolom 10 persen pada tabel anuitas menunjukkan bahwa 3,333 berada di antara angka empat tahun (3,170) dan angka lima tahun (3,791). Artinya penambahan satu tahun menyebabkan faktor anuitas meningkat sebesar 0,621 (dari 3,170 menjadi 3,791). Nilai 3,333 terletak 0,163 di atas

angka empat tahun, sehingga periode yang diterapkan pada 3,333 adalah sekitar 4 163, yaitu sekitar 4,26 tahun.

(Perhatikan bahwa pendekatan untuk mencari biaya keuangan dan umur proyek ini tidak sepenuhnya benar karena hubungan antara faktor-faktor ini (biaya modal dan waktu) dan faktor anuitas tidak linier. Namun, pendekatan ini cukup dekat dengan linear dalam rentang yang kecil sehingga angka-angka di atas merupakan perkiraan yang masuk akal.Alternatif untuk menggunakan pendekatan ini dalam kasus khusus ini (karena merupakan anuitas) adalah dengan menggunakan persamaan untuk anuitas, yang diperkenalkan pada Contoh 4.2.

Hasilnya sekarang dapat ditabulasikan sebagai berikut:

Faktor	Perkiraan asli ***(Dalam Ribuan Rupiah)***	Nilai untuk memberikan NPV nol ***(Dalam Ribuan Rupiah)***	Selisih sebagai persentase perkiraan awal untuk faktor tertentu (%)
Investasi awal	Rp. 50.000	Rp. 56.865	13.7
Volume penjualan tahunan	5.000 unit	4.396 unit	12.1
Pendapatan penjualan/unit	Rp. 10	Rp. 9,64	3.6
Biaya/unit tenaga kerja	Rp. 4	Rp. 4,36	9.0
Biaya bahan/satuan	Rp. 3	Rp. 3,36	12.0
Biaya modal	10%	15,24%	52.4
Kehidupan proyek	5 tahun	4,26 tahun	14.8

Dari sini terlihat sekilas seberapa sensitif NPV yang dihitung berdasarkan estimasi awal terhadap perubahan variabel-variabel dalam pengambilan keputusan. Hal ini memberikan beberapa dasar untuk menilai tingkat risiko proyek. Jika pengambil keputusan yang terkait dapat melihat tabel tersebut dengan yakin bahwa semua angka sebenarnya akan berada dalam batas keamanan yang wajar, maka mereka akan menganggap proyek tersebut memiliki risiko yang jauh lebih kecil dibandingkan jika tidak demikian. Sebaliknya, jika mereka merasa bahwa semua faktor lainnya tampak aman namun mereka ragu mengenai, katakanlah, biaya tenaga kerja, fakta bahwa kenaikan sebesar 9 persen akan menyebabkan proyek menjadi tidak menguntungkan dapat mengurangi biaya tenaga kerja. kepercayaan mereka terhadap investasi tersebut.

Perhatikan bahwa dalam contoh ini, karena terdapat arus kas tahunan yang konstan (yaitu, anuitas), selain biaya modal dan umur proyek, semua sensitivitas dapat dihitung secara langsung. Ketika arus kas berbeda dari satu tahun ke tahun berikutnya, menghitung sensitivitasnya akan sedikit lebih sulit. Satu-satunya pendekatan praktis, dimana arus kas bukan merupakan anuitas, adalah dengan trial and error, pendekatan yang hampir sama seperti yang digunakan untuk memperoleh IRR di Bab 4. (Tentu saja, angka biaya modal sebesar 15,24 persen adalah IRR dari nilai ini). proyek.)

Sebagai contoh pendekatan coba-coba ini, mari kita lihat biaya material per unit. Nilai aslinya adalah Rp. 3.000 dan ini, jika digabungkan dengan estimasi terbaik lainnya,

menghasilkan NPV positif. Nilai faktor yang menghasilkan NPV nol jelas lebih tinggi dari Rp. 3.000, sehingga nilai yang lebih tinggi, katakanlah Rp. 4.000, dapat dicoba. Bergantung pada hasil uji coba ini, nilai lain dapat dicoba (jika NPV yang menggunakan Rp. 4.000 jauh dari nol) atau pendekatan yang digunakan dengan biaya modal (dan umur proyek) dapat diterapkan pada menghitung nilai perkiraan. Dalam praktiknya, spreadsheet komputer biasanya digunakan dalam analisis sensitivitas.

Penggunaan praktis analisis sensitivitas

Analisis sensitivitas adalah jenis analisis titik impas di mana, sehubungan dengan setiap faktor, kita dapat menilai titik impas dan margin keamanan. Karena kecil kemungkinannya bahwa semua kecuali satu variabel akan menjadi seperti yang diperkirakan, pendekatan statis yang diambil dalam contoh kita memberikan perspektif yang sangat terbatas terhadap proyek. Jika hal-hal penting dari proyek yang sedang dinilai dimasukkan ke dalam spreadsheet komputer, pengambil keputusan dapat, dengan mudah, melakukan analisis lebih jauh dari yang baru saja kita lakukan. Serangkaian asumsi dapat dibuat mengenai variabel. Dampak terhadap NPV proyek dari setiap kombinasi asumsi kemudian dapat dinilai. Pendekatan ini dikenal sebagai pembangunan skenario. Terlepas dari kedalaman analisis sensitivitas/pembangunan skenario, hal ini memungkinkan pengambil keputusan untuk 'masuk ke dalam' suatu proyek, melihat estimasi mana yang krusial dan merasakan risikonya. Jelas bahwa analisis sensitivitas dapat menjadi pendekatan yang sangat berguna untuk memperoleh kesan terhadap suatu proyek.

Pengetahuan tentang faktor-faktor yang lebih sensitif memungkinkan kita menilai kembali faktor-faktor tersebut atau bahkan mengambil langkah-langkah untuk mengurangi atau menghilangkan risikonya. Pada Contoh 6.1 kita menemukan bahwa keberhasilan proyek, dalam istilah NPV, sangat sensitif terhadap perkiraan volume penjualan dan pendapatan penjualan per unit. Kami mungkin merasa bahwa melakukan riset pasar tambahan akan menjadi cara untuk memperkuat keyakinan kami terhadap perkiraan awal atau mengubah pandangan kami terhadap proyek tersebut. Hasil dari analisis sensitivitas mungkin mendorong kita untuk mengambil langkah-langkah yang lebih positif untuk menghadapi faktor-faktor yang sangat sensitif. Analisis dalam contoh menunjukkan keberhasilan proyek cukup sensitif terhadap biaya material. Sangat mungkin untuk memesan bahan mentah dengan harga tetap atau mengambil perlindungan asuransi terhadap kemungkinan kenaikan harga bahan. Sebagai alternatif, dimungkinkan untuk membeli opsi (yaitu hak, namun bukan kewajiban) untuk membeli material pada harga tertentu di masa depan. Ini adalah contoh turunan yang telah kita bahas di Bab 1.

Dalam laporan tahunan tahun 2015, bisnis penerbangan Ryanair Holding plc menjelaskan bagaimana pada tanggal 21 Juli 2015 (tanggal penerbitan laporan tahunan) perusahaan tersebut telah menandatangani kontrak untuk 90 persen bahan bakar penerbangan yang diperkirakan akan digunakan selama tahun 2015. sisa tahun pelaporannya (sampai 31 Maret 2016). Hal ini biasa terjadi pada operator penerbangan, dan bisnis lainnya, yang mempunyai biaya besar dan mereka sangat sensitif. Jelas sekali bahwa bahan bakar penerbangan merupakan biaya yang sangat signifikan bagi sebuah maskapai penerbangan. Ini

juga merupakan salah satu hal yang cenderung berubah secara radikal dalam waktu yang cukup singkat.

Jelasnya, pendekatan pengurangan risiko ini bukannya tanpa biaya. Riset pasar membutuhkan uang. Pemasok (termasuk pemasok bahan bakar penerbangan) yang diharuskan berkomitmen terhadap kontrak harga tetap, atau opsi, akan memerlukan harga tetap tersebut, atau harga opsi, untuk memperhitungkan risiko bahwa biayanya sendiri mungkin meningkat. . Bisnis asuransi tidak menanggung risiko dengan cuma-cuma. Namun, kami mungkin merasa bahwa ini adalah harga yang pantas dibayar untuk mengurangi risiko hingga pada titik di mana proyek dapat diterima.

Masalah dalam menggunakan analisis sensitivitas

Meskipun memberikan manfaat bagi pengambil keputusan, analisis sensitivitas mempunyai kelemahan.

- Analisis sensitivitas tidak memberi kita aturan apa pun mengenai cara menginterpretasikan hasil. Kita dapat melakukan lebih banyak penelitian dan mungkin memperkuat keyakinan kita terhadap perkiraan awal, namun sering kali keraguan tersebut tidak dapat sepenuhnya dihilangkan.
- Sensitivitasnya tidak dapat dibandingkan secara langsung antara satu faktor dengan faktor lainnya. Dalam Contoh 6.1, tampaknya umur proyek (sensitif terhadap 14,8 persen) tidak terlalu menjadi masalah dibandingkan dengan jumlah investasi awal (sensitif terhadap 13,7 persen). Namun, hal ini tidak benar. Investasi awal harus segera dilakukan dan, oleh karena itu, kemungkinan besar akan diketahui dengan lebih pasti dibandingkan dengan kehidupan di masa depan. Selain itu, jika ditemukan bahwa biaya untuk melakukan investasi awal mencapai di atas Rp. 56.865.000, proyek tersebut dapat dibatalkan. Hanya ketika proyek telah dilaksanakan dan pendanaan telah diberikan, barulah kita dapat mengetahui apakah perkiraan umur proyek tersebut terlalu optimis atau tidak.

6.3 PENGGUNAAN PROBABILITAS

Mungkin yang lebih berguna daripada melihat besarnya perbedaan faktor tertentu dari perkiraannya, sebelum menyebabkan suatu proyek tidak menguntungkan, adalah dengan melihat seberapa besar kemungkinan hal tersebut akan terjadi. Jika keseluruhan kemungkinan hasil untuk masing-masing faktor dapat diperkirakan bersama dengan probabilitas statistik terjadinya masing-masing faktor, maka gambaran yang lebih lengkap akan diperoleh. Hal ini dapat digabungkan untuk mengetahui kisaran kemungkinan dan probabilitas NPV proyek secara keseluruhan. Sebelum kita membahas bagaimana hal ini dapat dilakukan, perlu diketahui bahwa mengidentifikasi kemungkinan hasil dan probabilitasnya secara andal sangat sulit dicapai dalam praktik.

Dalam menetapkan probabilitas pada berbagai aspek, pengambil keputusan dapat menggunakan salah satu atau kedua hal berikut:

- Probabilitas obyektif. Hal ini didasarkan pada bukti yang dapat diverifikasi, seperti pengalaman masa lalu mengenai hasil dan kemungkinan terjadinya. Misalnya, jika kita mengetahui berapa permintaan tahunan untuk produk tertentu selama bertahun-tahun, kita dapat berasumsi bahwa hal ini akan menentukan kemungkinan hasil dan

probabilitasnya untuk tahun depan. Misalkan selama enam dari sepuluh tahun terakhir permintaan akan produk tersebut adalah 2 juta unit dan masing-masing empat tahun berikutnya menjadi 3 juta unit, kita dapat menyimpulkan bahwa permintaan tahun depan akan menjadi 2 juta atau 3 juta dengan a probabilitas masing-masing 0,6 dan 0,4. Jika kita mempunyai alasan untuk percaya bahwa masa lalu bukanlah panduan yang baik untuk masa depan karena, misalnya, produk baru saja digantikan oleh versi yang lebih berteknologi maju, maka pendekatan ini tidak dapat dibenarkan.

- Probabilitas subyektif. Hal ini didasarkan pada pendapat, terutama pendapat para ahli, mengenai kemungkinan dan kemungkinan terjadinya.

Betapapun dianggap berasal, penggunaan probabilitas memungkinkan gambaran yang lebih lengkap tentang kisaran hasil yang perlu dipertimbangkan.

Contoh 6.2

Dengan menggunakan data dari Contoh 6.1, mari kita asumsikan bahwa semua faktor diketahui dengan pasti (tidak mungkin dalam kehidupan nyata) kecuali volume penjualan. Riset pasar yang ekstensif menunjukkan bahwa permintaan tahunan akan meningkat

- 4.000 unit (0,2 kemungkinan), atau
- 4.500 unit (0,5 kemungkinan), atau
- 5.000 unit (0,3 kemungkinan).

Apa hasil yang mungkin terjadi (dalam hal NPV) dan seberapa besar kemungkinan masing-masing hasil tersebut?

Solusi

$$\text{NPV pada } 4.000 \text{ unit p.a} = -50.000 + [4.000 \times (10-7) \times 3.791] = \text{Rp. } 4.508 \text{ (Kemungkinan } 0{,}2)$$

$$\text{NPV pada } 4.500 \text{ unit p.a} = -50.000 + [4.500 \times (10-7) \times 3.791] = \text{Rp. } 1.179 \text{ (Kemungkinan } 0{,}5)$$

$$\text{NPV pada } 5.000 \text{ unit p.a} = -50.000 + [5.000 \times (10-7) \times 3.791] = \text{Rp. } 6.865 \text{ (Kemungkinan } 0{,}3)$$

Jadi kita mempunyai gambaran tentang kisaran dan probabilitas hasilnya. (Ingatlah bahwa volume penjualan diasumsikan sebagai satu-satunya faktor yang nilainya tidak diketahui secara pasti.)

Contoh 6.2 terlalu menyederhanakan situasi, baik dengan asumsi bahwa hanya ada tiga kemungkinan hasil untuk volume penjualan maupun dengan asumsi bahwa hanya ada satu kemungkinan hasil untuk masing-masing faktor lainnya. Namun, marilah kita mengambil satu langkah kecil lagi menuju kenyataan.

Contoh 6.3 Masih menggunakan data pada Contoh 6.1, mari kita asumsikan bahwa volume penjualan tidak hanya mempunyai tiga kemungkinan hasil yang sama, namun, terlepas dari volume penjualan, biaya tenaga kerja adalah sebesar

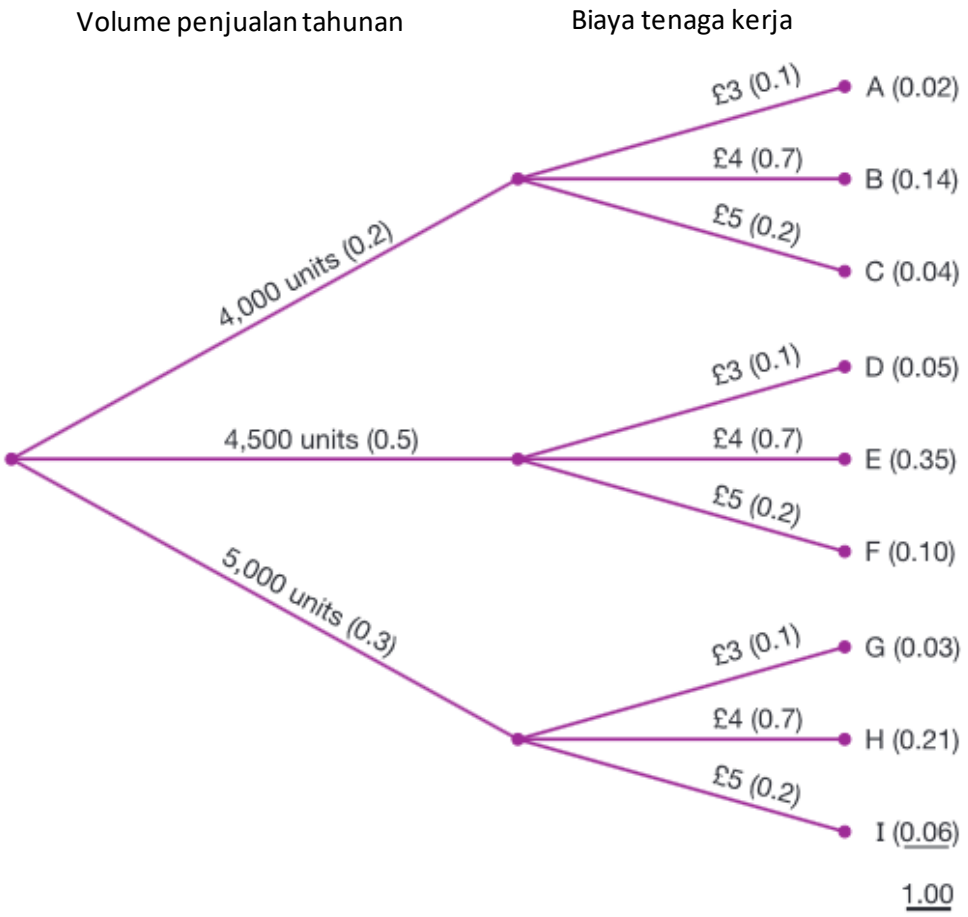
- Rp. 3.000/unit (kemungkinan 0,1), atau
- Rp. 4.000/unit (kemungkinan 0,7), atau
- Rp. 5.000/unit (kemungkinan 0,2).

Apa saja hasil yang mungkin terjadi dan seberapa besar kemungkinan masing-masing hasil tersebut?

(Perhatikan bahwa kata 'mandiri' dalam konteks di atas berarti bahwa hasil sebenarnya sehubungan dengan volume penjualan tidak menunjukkan apa pun mengenai tingkat tenaga kerja mana yang paling mungkin diperoleh.)

Solusi

Situasi ini menjadi lebih rumit karena kini ada sembilan kemungkinan hasil. Masing-masing dari tiga kemungkinan hasil volume penjualan dapat terjadi bersamaan dengan masing-masing dari tiga kemungkinan biaya tenaga kerja. Hasilnya mungkin dapat direpresentasikan dalam sebuah diagram (lihat Gambar 6.1). Untuk memudahkan referensi, sembilan hasil yang mungkin diberi label A hingga I inklusif. Hasil F, katakanlah, akan terjadi jika 4.500 unit p.a. terjual dan biaya tenaga kerja adalah £5/unit. Karena probabilitas yang pertama adalah 0,5 dan yang kedua adalah 0,2, maka probabilitas gabungannya adalah hasil kali keduanya, yaitu 0,10 (yaitu, 0,5 * 0,2).



Ini menunjukkan sembilan kemungkinan hasil (A sampai I) yang dapat dihasilkan dari proyek ini. Kemungkinan kejadian masing-masing ditentukan dengan mengalikan probabilitas hasil yang relevan untuk volume penjualan dengan pasangannya untuk biaya tenaga kerja.

Gambar 6.1 Kemungkinan hasil dari peluang investasi Greene plc

Perhatikan bahwa jumlah probabilitas kesembilan kemungkinan adalah 1,00, artinya salah satu kemungkinan pasti terjadi, meskipun kita tidak tahu yang mana.

NPV dari setiap kemungkinan adalah:

		Dalam Ratusan ribu Rupiah
A:	NPV = – 50.000 + {4.000 x [10 – (3 + 3)] x 3.791} =	+ 10.656
B:	NPV = – 50.000 + {4.000 x [10 – (4 + 3)] x 3.791} =	– 4.508
C:	NPV = – 50.000 + {4.000 x [10 – (5 + 3)] x 3.791} =	– 19.672
D:	NPV = – 50.000 + {4.500 x [10 – (3 + 3)] x 3.791} =	+ 18.238
E:	NPV = – 50.000 + {4.500 x [10 – (4 + 3)] x 3.791} =	+ 1.179
F:	NPV = – 50.000 + {4.500 x [10 – (5 + 3)] x 3.791} =	– 15.881
G:	NPV = – 50.000 + {5.000 x [10 – (3 + 3)] x 3.791} =	+ 25.820
H:	NPV = – 50.000 + {5.000 x [10 – (4 + 3)] x 3.791} =	+ 6.865
I:	NPV = – 50.000 + {5.000 x [10 – (5 + 3)] x 3.791} =	– 12.090

Dengan mencantumkannya berdasarkan ukuran, kita mendapatkan:

Hasil yang mungkin	NPV	Kemungkinan
C	- 19.672	0,04
F	- 15.881	0,10
I	- 12.090	0,06
B	- 4.508	0,14
E	+ 1.179	0,35
H	+ 6.865	0,21
A	+ 10.656	0,02
D	+ 18.238	0,05
G	+ 25.820	0,03
		1,00

Seperti yang telah kita lihat, upaya yang sangat sederhana terhadap kenyataan menyebabkan komplikasi. Kita dapat membayangkan jumlah kemungkinan hasil jika kita mengeksplorasi serangkaian kemungkinan yang lebih realistis untuk masing-masing faktor masukan, bahkan dengan contoh sederhana yang kita berikan.

Seberapa berguna rangkaian sembilan hasil dan probabilitas yang ditunjukkan di atas bagi kita? Aturan NPV adalah menerima proyek dengan NPV positif dan menolak proyek dengan NPV negatif. Di sini kita tahu bahwa empat dari sembilan kemungkinan hasil akan menghasilkan NPV negatif, namun lima lainnya memberikan hasil positif. Salah satu dari sembilan kemungkinan ini akan terjadi, tapi yang mana? Salah satu cara untuk mengatasi masalah banyaknya kemungkinan hasil, dan masalah selanjutnya dalam pengambilan keputusan setelah kita mendapatkannya, adalah melalui gagasan tentang nilai yang diharapkan.

6.4 NILAI YANG DIHARAPKAN

Seperti biasa, ketika kita dihadapkan pada kumpulan data yang sangat banyak, akan berguna jika kita dapat menemukan cara untuk meringkasnya sehingga kita dapat lebih mudah menyerap dan menggunakannya. Salah satu cara untuk meringkasnya adalah dengan menghitung rata-rata tertimbang atau nilai yang diharapkan. Ini melibatkan mengalikan setiap

hasil yang mungkin terjadi dengan probabilitas terjadinya. Mengambil rangkaian hasil dari Contoh 6.3 memberi kita hasil sebagai berikut:

Hasil yang mungkin	NPV (Rp. 000)	Probabilitas (p)	NPV * hal Rp. 000
C	- 19.672	0,04	- 787
F	- 15.881	0,10	- 1.588
I	- 12.090	0,06	- 725
B	- 4.508	0,14	- 631
E	+ 1.179	0,35	+ 413
H	+ 6.865	0,21	+ 1.442
A	+ 10.656	0,02	+ 213
D	+ 18.238	0,05	+ 912
G	+ 25.820	0,03	+ 775
		Nilai yang diharapkan	+ 24

Kebetulan, jika pengambil keputusan tidak tertarik pada hasil individual (A hingga I), ada pendekatan yang lebih langsung untuk mencapai nilai yang diharapkan. Hal ini dilakukan untuk menghitung nilai ekspektasi dari faktor-faktor risiko dan kemudian menghitung NPV, dengan memasukkan nilai ekspektasi tersebut.

$$\begin{aligned}
\text{Expected sales volume} &= (4{,}000 \times 0.2) + (4{,}500 \times 0.5) + (5{,}000 \times 0.3) \\
&= 4{,}550 \text{ units} \\
\text{Expected labour cost} &= (£3 \times 0.1) + (£4 \times 0.7) + (£5 \times 0.2) = £4.10 \\
\text{NPV} &= -50{,}000 + \{4{,}550 \times [10 - (4.1 + 3)] \times 3.791\} = +£22
\end{aligned}$$

Perbedaan antara angka ini dan NPV awal yang diharapkan (+£24) sepenuhnya disebabkan oleh kesalahan pembulatan dalam perhitungan awal.

Sekarang kita mempunyai satu faktor yang dapat kita gunakan untuk menerapkan aturan NPV. (Dalam hal ini NPV yang diharapkan (ENPV) sangat mendekati nol dan dengan demikian proyek akan berada pada margin antara penerimaan dan penolakan jika ENPV adalah kriteria keputusannya.)

Ada beberapa kelemahan yang jelas dalam pendekatan ENPV.

- Seperti semua rata-rata, informasi hilang. Angka +£24 untuk ENPV proyek dalam contoh tidak memberi tahu kita bahwa ada peluang 4 persen proyek menghasilkan NPV negatif sebesar £19,672. Hal ini juga gagal untuk memberi tahu kita bahwa satu-satunya hasil yang paling mungkin, hasil E, memberikan NPV positif sebesar £1,179. Bagaimana kita dapat membedakan antara proyek ini dan proyek yang mempunyai NPV tertentu sebesar +£24? Kita memerlukan beberapa ukuran dispersi, seperti rentang atau deviasi standar.
- ENPV kemungkinan besar mewakili suatu nilai yang tidak mungkin ada. Dalam contoh kita, NPV sebesar +£24 pasti tidak akan terjadi. Hasil yang mungkin terjadi adalah A

sampai I, salah satunya harus terjadi, dan +£24 tidak termasuk di antara hasil tersebut. Dalam pengertian ini, nilai yang diharapkan adalah suatu istilah yang keliru karena tidak mungkin terjadi, apalagi diharapkan dalam arti normal. Apakah hal ini membuat ENPV tidak valid sebagai kriteria pengambilan keputusan?

Efek portofolio

Perusahaan biasanya mempunyai portofolio proyek investasi: mereka mempunyai sejumlah, mungkin sejumlah besar, proyek yang beroperasi pada waktu tertentu. Hal ini dilakukan antara lain untuk mendiversifikasi risiko, yaitu berupaya mencapai nilai yang diharapkan dari jumlah proyek. Manajer tahu bahwa nilai yang diharapkan dari setiap proyek mungkin tidak akan (mungkin tidak bisa) benar-benar terjadi tetapi 'perubahan dan putaran' akan menyebabkan jumlah dari nilai yang diharapkan menjadi hasilnya. Greene plc (dalam Contoh 6.3) mungkin mempunyai banyak proyek lainnya. Perusahaan mungkin percaya bahwa kejadian yang tidak terduga pada hasil C akan diimbangi dengan hasil yang menguntungkan di proyek lain. Bisnis mengharapkan hal ini dengan cara yang sama seperti kemungkinan terjadinya pendaratan koin sebanyak lima kali berturut-turut (peluang 1 dalam 32) namun, dalam jumlah lemparan yang cukup besar, peluang akan seimbang sehingga kepala akan menghadap ke atas. hanya sekitar 50 persen dari total jumlah lemparan.

Diversifikasi

Memegang portofolio proyek investasi dengan tujuan pengurangan risiko dikenal sebagai diversifikasi. Sekarang kita akan melihat cara kerja diversifikasi dengan melihat Contoh 6.4.

Contoh 6.4

Sebuah bisnis mempunyai dua proyek investasi (A dan B), yang masing-masing proyek tersebut dapat menginvestasikan Rp. 1 Miliyar atau Rp. 2 Miliyar. Ia memiliki total Rp. 2 Miliyar untuk diinvestasikan. Artinya, bisnis dapat menginvestasikan seluruh Rp. 2 Miliyar pada Proyek A, seluruh Rp. 2 Miliyar pada Proyek B, atau Rp. 1 Miliyar pada masing-masing Proyek A dan B. Ciri-ciri kedua peluang tersebut adalah sebagai berikut:

Proyek	Hasil (NPV sebagai% investasi)	Kemungkinan
A	(1) + 20%	0,5
	(2) - 10%	0,5
B	(1) + 20%	0,5
	(2) - 10%	0,5

Hasil dari kedua proyek ini tidak tergantung satu sama lain. Artinya, hasil (1) yang terjadi di Proyek A tidak memberi tahu kita apa pun tentang hasil Proyek B.

Jika perusahaan tersebut menginvestasikan seluruh Rp. 2 Miliyarnya pada Proyek A atau Proyek B (keduanya memiliki kemungkinan keuntungan yang sama), hasilnya adalah:

NPV = + 20% * Rp. 2 Miliyar = +Rp. 0,4 Miliyar Probabilitas = 0,5

atau

NPV = - 10% * Rp. 2 Miliyar = - Rp. 0,2 Miliyar Probabilitas = 0,5

Nilai yang diharapkan = (0,5 * +Rp. 0,4 Miliyar) + (0,5 * - Rp. 0,2 Miliyar) = +Rp. 0,1 Miliyar

Namun, jika setengahnya diinvestasikan dalam setiap proyek, maka ada empat kemungkinan hasil:

1 A(1) dan B(1)

NPV = (Rp. 1 Miliyar * + 20%) + (Rp. 1 Miliyar * + 20%) = +Rp. 0,4 Miliyar Probabilitas = (0,5 * 0,5) = 0,25

2 A(1) dan B(2)

NPV = (Rp. 1 Miliyar * + 20%) + (Rp. 1 Miliyar * - 10%) = +Rp. 0,1 Miliyar Probabilitas = (0,5 * 0,5) = 0,25

3 A(2) dan B(1)

NPV = (Rp. 1 Miliyar * - 10%) + (Rp. 1 Miliyar * + 20%) = +Rp. 0,1 Miliyar Probabilitas = (0,5 * 0,5) = 0,25

4 A(2) dan B(2)

NPV = (Rp. 1 Miliyar * - 10%) + (Rp. 1 Miliyar * - 10%) = - Rp. 0,2 Miliyar Probabilitas = (0,5 * 0,5) = 0,25

Nilai yang diharapkan = (0,25 * +Rp. 0,4 Miliyar) + (0,25 * +Rp. 0,1 Miliyar) + (0,25 * +Rp. 0,1 Miliyar) + (0,25 * - Rp. 0,2 Miliyar) = +Rp. 0,1 Miliyar

Kita dapat melihat bahwa, dalam contoh ini, diversifikasi berarti bahwa nilai yang diharapkan mulai menjadi hasil yang diharapkan. Diversifikasi juga mengurangi peluang terjadinya hasil terbaik. Hasil terburuk juga kecil kemungkinannya (dalam kedua kasus, kemungkinannya turun dari 0,5 menjadi 0,25). Ada tiga poin penting yang perlu diperhatikan mengenai dampak diversifikasi pada Contoh 6.4. Ini adalah:

- Diversifikasi tidak mengubah nilai yang diharapkan (Rp. 0,1 Miliyar).
- Diversifikasi tidak mengubah hasil tertinggi atau terendah (masih +Rp. 0,4 Miliyar atau – Rp. 0,2 Miliyar) (hasil 1 dan 4).
- Namun diversifikasi memang menimbulkan dua kemungkinan baru (hasil 2 dan 3), yang keduanya akan menggabungkan hasil yang menguntungkan dari satu proyek dengan hasil yang tidak menguntungkan dari proyek lainnya. Kedua kemungkinan ini, diantara keduanya, mempunyai kemungkinan 0,5.

Kita akan melihat lebih jauh bahwa sebagian besar investor akan dengan mudah menerima pengurangan ekspektasi akan keuntungan yang tinggi untuk mengurangi kemungkinan mendapatkan keuntungan yang rendah.

6.5 RISIKO SISTEMATIS DAN SPESIFIK

Seberapa besar kemungkinan dalam kehidupan nyata bahwa proyek-proyek investasi tidak bergantung satu sama lain seperti halnya perputaran koin? Bukankah sangat mungkin bahwa faktor-faktor yang menyebabkan suatu proyek tidak berjalan baik akan berdampak sama pada proyek-proyek lainnya? Dalam Contoh 6.4, bukankah benar bahwa hasil (2) yang terjadi di Proyek A, dalam kehidupan nyata, berarti hasil (2) juga terjadi di Proyek B, artinya tidak ada keuntungan dari diversifikasi? Jawaban atas pertanyaan-pertanyaan ini tampaknya adalah bahwa walaupun terdapat faktor-faktor yang spesifik pada masing-masing investasi, sehingga faktor-faktor tersebut hanya akan mempengaruhi hasilnya, terdapat juga faktor-faktor mendasar yang akan mempengaruhi hampir semua proyek.

Risiko spesifik adalah ekspresi yang digunakan untuk menggambarkan bagian risiko yang berkaitan dengan proyek tertentu. Porsi risiko ini dapat dihilangkan melalui diversifikasi, seperti yang disarankan pada Contoh 6.4, karena faktor-faktor risiko spesifik untuk proyek-

proyek terpisah tidak bergantung satu sama lain. Pertimbangkan contoh yang mungkin tidak mungkin terjadi, yaitu sebuah bisnis yang investasinya terdiversifikasi antara pembuatan bola lampu dan pembuatan coklat. Proyek X mungkin gagal jika cara baru untuk membuat bola lampu ditemukan oleh pesaing; Proyek Y mungkin gagal jika dunia mengalami kekurangan kakao. Ini adalah faktor risiko spesifik untuk proyek terpisah yang tidak bergantung satu sama lain. Tidak ada alasan untuk percaya bahwa pasar kakao dunia mungkin akan mempengaruhi pembuatan bola lampu.

Bagian risiko yang tidak dapat didiversifikasi karena disebabkan oleh faktor-faktor yang umum terjadi pada semua aktivitas disebut risiko sistematis. Faktor-faktor tersebut mencakup tingkat permintaan umum dalam perekonomian, tingkat suku bunga, tingkat inflasi, dan biaya tenaga kerja. Hanya sedikit, jika ada, aktivitas yang tidak terpengaruh oleh faktor-faktor ini sehingga diversifikasi tidak akan menghilangkan risiko. Faktor-faktor ini nampaknya mempengaruhi produksi bola lampu dan coklat. Jelasnya, dunia usaha, yang ingin menghilangkan risiko tertentu dengan melakukan diversifikasi antar industri, harus memperhitungkan bahaya yang mungkin timbul karena membawa mereka ke bidang-bidang yang mereka tidak punya keahlian atau pengalaman.

Adanya risiko sistematis berarti bahwa nilai yang diharapkan bukanlah jawaban menyeluruh dalam menghadapi risiko. Tidak semua risiko dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Faktor sistematis berarti bahwa nilai yang diharapkan mungkin tidak terjadi pada bisnis secara keseluruhan, meskipun perkiraan perkiraan dampak keuangan dan kemungkinan terjadinya berbagai kemungkinan hasil mungkin sempurna. Sebelum membahas alasan lain mengapa nilai yang diharapkan mungkin bukan cara yang lengkap dalam menghadapi risiko, mari kita lihat sekilas cara yang berguna untuk mengungkapkan sikap terhadap risiko.

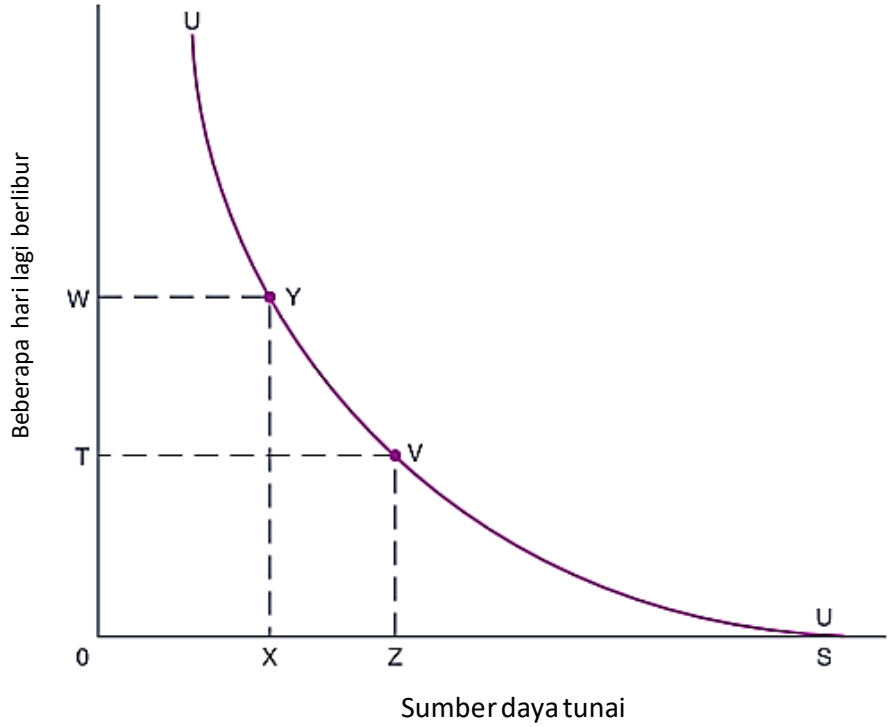
6.6 TEORI UTILITAS

Memperdagangkan preferensi

Gagasan tentang utilitas menyediakan sarana untuk mengekspresikan selera dan preferensi individu. Ini adalah aspek penting dalam keuangan bisnis dan sesuatu yang akan kita bahas beberapa kali dalam buku ini. Utilitas adalah tingkat kepuasan yang diperoleh seseorang dari beberapa faktor yang diinginkan, misalnya pergi berlibur, tersedianya air minum, makan kaviar, atau memiliki kekayaan. Utilitas, dan tingkat utilitas yang berbeda-beda, sering kali diwakili secara grafis oleh kurva indiferen, yang masing-masing menunjukkan tingkat utilitas atau kepuasan yang konstan untuk berbagai kombinasi faktor terkait.

Kurva UU pada Gambar 6.2 mewakili kurva utilitas dari sikap individu tertentu terhadap hari libur dan berapa banyak uang yang bersedia dibelanjakan orang tersebut untuk liburan tersebut. Pada Gambar 6.2, 0S mewakili total sumber daya tunai seseorang, yang semuanya dapat digunakan untuk pergi berlibur tahun ini. Alternatifnya, seluruh atau sebagian dari uang ini dapat disimpan untuk tujuan lain. Kurva tersebut menunjukkan bahwa individu tersebut siap mengeluarkan sejumlah uang untuk pergi berlibur. Faktanya, orang tersebut rela mengeluarkan banyak tabungan untuk bepergian dalam waktu singkat (kurvanya cukup mendekati horizontal di kanan bawah). Ketika kita bergerak ke atas kurva (kanan bawah ke kiri atas), semakin sedikit utilitas yang diperoleh dari setiap hari libur tambahan sehingga

individu bersedia mengeluarkan semakin sedikit uang untuk itu. Faktanya, individu ini mencapai titik menuju puncak kurva dimana terdapat keengganan untuk mengeluarkan uang lebih banyak untuk mendapatkan hari libur tambahan (kurva menjadi vertikal). Hal ini menunjukkan bahwa ketika orang tersebut telah menikmati liburan dalam jangka waktu tertentu, terdapat keengganan untuk mengeluarkan lebih banyak uang pada hari-hari tambahan. Penting untuk diketahui bahwa kurva yang digambarkan hanya berlaku untuk individu ini dan mencerminkan selera pribadinya; orang lain mungkin mempunyai pandangan yang sangat berbeda – bahkan mungkin tidak terlalu suka berada jauh dari rumah sehingga tidak mau mengeluarkan uang untuk hal tersebut.



Semua titik di sepanjang kurva UU mewakili kombinasi hari libur dan uang yang terpakai yang dapat menghasilkan jumlah utilitas yang sama. Misalnya, membelanjakan uang sebesar ZS untuk mendapatkan 0T hari libur, yang diwakili oleh titik V, akan menghasilkan kepuasan yang sama besarnya bagi individu ini, seperti halnya membelanjakan jumlah XS untuk mendapatkan 0W hari libur, yang diwakili oleh titik Y.

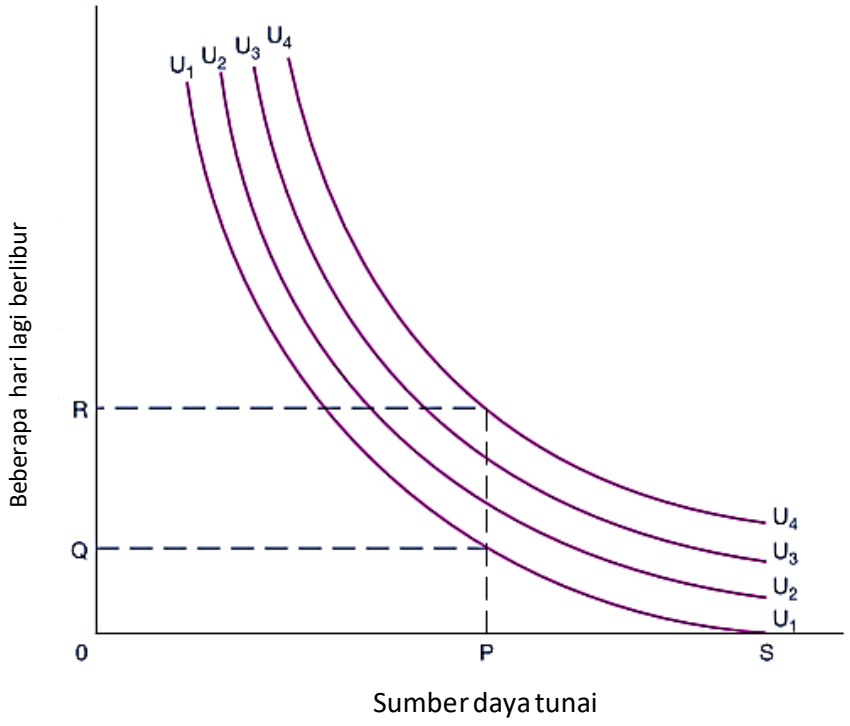
Gambar 6.2 Kegunaan pergi berlibur bagi individu tertentu

Bagi individu yang preferensinya digambarkan pada Gambar 6.2, semua titik di sepanjang kurva UU mewakili kombinasi hari libur dan uang yang ditahan yang akan memberikan kepuasan yang sama. Jadi titik V dan Y pada kurva UU hanya mewakili dua dari sekian banyak kombinasi hari libur dan uang yang ditahan yang akan memberikan kepuasan atau kegunaan yang sama bagi individu kita. Orang ini akan memandang memiliki 0T hari libur dan menyimpan 0Z uang memberikan kepuasan yang setara dengan pergi berlibur selama 0W hari, dan hanya menyisakan 0X uang. Orang tersebut akan acuh tak acuh terhadap yang mana

dari kedua kombinasi ini, atau kombinasi lain yang terletak di sepanjang kurva UU, yang harus diambil.

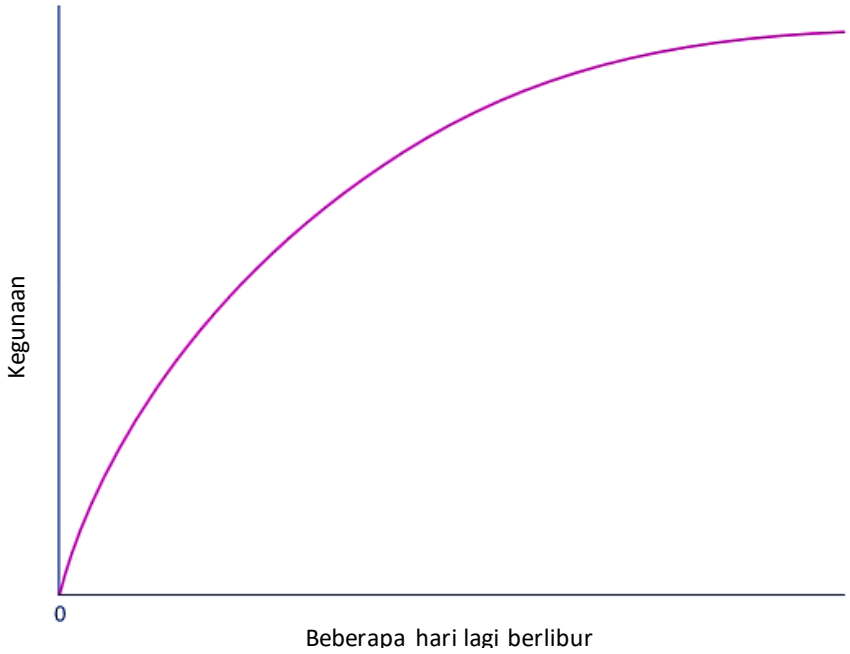
Tingkat kepuasan yang lebih tinggi

Gambar 6.3 menunjukkan kombinasi hari libur dan uang yang ditahan yang sama, namun pada tingkat yang berbeda-beda. Masing-masing kurva U1U1, U2U2, U3U3 dan U4U4 sendiri-sendiri menunjukkan kombinasi yang menghasilkan kepuasan atau utilitas yang sama, namun semakin tinggi kurvanya, semakin tinggi pula tingkat utilitasnya. Misalnya, titik mana pun di sepanjang U2U2 lebih memuaskan daripada titik mana pun di sepanjang U1U1 bagi individu kita. Hal ini karena, pada tingkat pengeluaran berapa pun, lebih banyak hari libur yang dapat diambil; atau, pada hari-hari libur berapa pun, jumlah uang yang masuk ke sumber daya seseorang akan lebih kecil. Misalnya, jika PS uang dicurahkan untuk membayar hari libur (meninggalkan 0P untuk ditabung atau dibelanjakan selain pada hari libur), 0Q hari libur akan diperoleh jika keadaan dunia menunjukkan kurva U1U1, namun periodenya jauh lebih lama 0R hari jika tersirat kurva U4U4.



Semua titik di sepanjang kurva tertentu U1U1, U2U2, dan seterusnya, akan menghasilkan jumlah utilitas yang sama. Mampu menikmati kombinasi yang diwakili oleh kurva yang lebih tinggi akan menghasilkan kepuasan yang lebih besar. Misalnya, membelanjakan PS untuk mendapatkan hari libur 0Q akan kurang diinginkan dibandingkan membelanjakan jumlah yang sama untuk mendapatkan hari libur 0R.

Gambar 6.3 Berbagai tingkat manfaat pergi berlibur bagi individu tertentu



Meningkatnya hari libur akan semakin memberikan kepuasan bagi individu tersebut. Namun, setiap hari tambahan memberikan kepuasan tambahan yang semakin berkurang.

Gambar 6.4 Fungsi utilitas individu tertentu untuk pergi berlibur

Tingkat utilitas yang berbeda menyiratkan kondisi negara yang berbeda: misalnya, U4U4 menyiratkan bahwa liburan lebih murah, dibandingkan dengan posisi U1U1. Dengan demikian individu akan lebih memilih rentang kemungkinan yang digambarkan oleh U2U2 dibandingkan yang ditampilkan pada U1U1. Berada di U3U3 akan lebih baik lagi dan di U4U4 akan lebih baik lagi. Oleh karena itu, meskipun individu tidak peduli di mana dia berada pada kurva tertentu, terdapat preferensi yang jelas untuk berada pada kurva tertinggi (yakni, kurva terjauh di kanan atas) karena hal ini memberikan tingkat kepuasan semaksimal mungkin. atau utilitas.

Gambar 6.3 hanya mewakili empat dari sekian banyak kurva yang bentuknya serupa, sejajar dengan kurva yang ditunjukkan. Perhatikan bahwa bentuk kurva ini ditentukan oleh preferensi individu kita; kurva mana yang sebenarnya berlaku ditentukan oleh keadaan dunia (misalnya, harga hari libur). Contoh mengenai trade-off antara uang yang dibelanjakan dan hari libur menggambarkan sebuah fenomena yang tampaknya berlaku secara umum pada perilaku manusia. Semakin banyak individu mempunyai faktor tertentu yang mereka anggap menarik, seperti pergi berlibur, semakin sedikit mereka bersedia membayar untuk jumlah tambahan dari faktor tersebut. Oleh karena itu, nilai (dalam istilah finansial) dari satu hari libur tambahan tidak hanya bervariasi dari individu ke individu, tetapi mungkin juga tergantung pada berapa banyak hari libur yang telah diambil oleh individu tersebut.

Cara alternatif untuk menggambarkan sikap individu terhadap liburan ditunjukkan pada Gambar 6.4. Pada Gambar 6.4, utilitas itu sendiri diplot terhadap hari libur. Kita dapat melihat dari Gambar 6.4 bahwa individu kita memperoleh utilitas yang besar dari kenaikan hari libur pada tingkat yang lebih rendah, namun, semakin banyak hari yang diperoleh, utilitas tambahan yang diberikan oleh setiap hari tambahan semakin berkurang. Gambar 6.4

memunculkan pertanyaan tentang bagaimana utilitas diukur dan bagaimana kita menggambarkan grafik tersebut dalam praktiknya. Faktanya, utilitas bukanlah faktor yang mudah diukur dan oleh karena itu, grafik mengenai utilitas tersebut sulit untuk dibuat. Utilitas ada dalam pikiran individu.

Teori utilitas telah dikritik karena fakta bahwa utilitas sulit diukur. Namun sebagian besar pengamat setuju bahwa gagasan yang disajikan dalam teori ini memiliki logika yang tidak dapat ditawar-tawar. Dengan adanya kesepakatan tersebut, dalam praktiknya sudah cukup untuk memahami gagasan-gagasan yang terlibat. Sebenarnya mengukur utilitas bukanlah hal yang penting secara praktis.

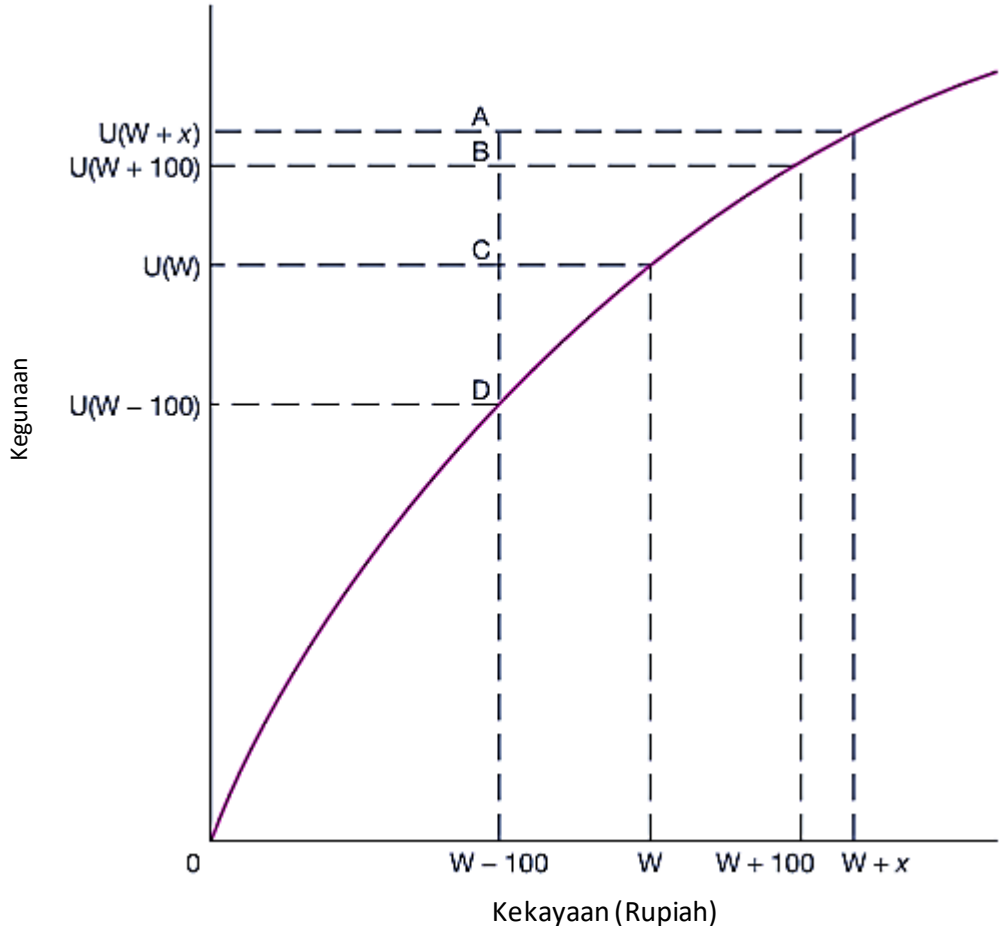
6.7 SIKAP TERHADAP RISIKO DAN NILAI YANG DIHARAPKAN

Sekarang mari kita kembali ke nilai yang diharapkan dan alasan-alasan yang tampaknya, pada pandangan pertama, tidak selalu berguna bagi para pengambil keputusan dalam bisnis. Seperti sikap individu terhadap liburan, yang digambarkan pada Gambar 6.4, sikap kebanyakan orang terhadap kekayaan bervariasi sesuai dengan jumlah kekayaan yang mereka miliki. Di sisi lain, orang yang rasional akan membayar untuk memasukkan nilai yang diharapkan dari suatu usaha berisiko. Misalnya, nilai yang diharapkan dari taruhan pada putaran koin adil yang menghasilkan Rp. 200.000 untuk kepala dan tidak membayar apa pun untuk ekor adalah Rp. 100.000 [yaitu, (Rp. 200.000 * 0,5) + (0 * 0,5)]. Kita mungkin berharap bahwa orang yang rasional akan bersedia membayar Rp. 100.000 untuk mengambil bagian dalam taruhan ini. Faktanya, tampaknya hanya sebagian kecil orang yang bersedia mengambil risiko kehilangan Rp. 100.000 agar memiliki peluang satu dari dua untuk memenangkan Rp. 200.000. Hal ini karena sebagian besar dari kita menghindari risiko.

Penghindaran risiko

Gambar 6.5 menunjukkan kurva utilitas kekayaan bagi individu yang menghindari risiko. Utilitas, seperti yang kita lihat di bagian sebelumnya, adalah tingkat kepuasan. Pada Gambar 6.5, W pada sumbu horizontal mewakili tingkat kekayaan individu tertentu saat ini. Bagi individu ini, peningkatan kekayaan sebesar Rp. 100.000 akan meningkatkan kepuasan pribadi (utilitas) berdasarkan CB, namun kehilangan Rp. 100.000 akan mengurangi kepuasan berdasarkan CD, jumlah yang lebih besar. Individu ini hanya akan bersikap acuh tak acuh terhadap taruhan jika potensi keuntungannya adalah x, sehingga peningkatan utilitas dari keuntungan tersebut (jika keuntungan tersebut muncul) akan sama dengan potensi hilangnya utilitas dari hilangnya uang tersebut (yaitu, CA = CD). Orang yang menghindari risiko akan membutuhkan hadiah kepala pendaratan koin yang melebihi Rp. 200.000 agar taruhannya menarik.

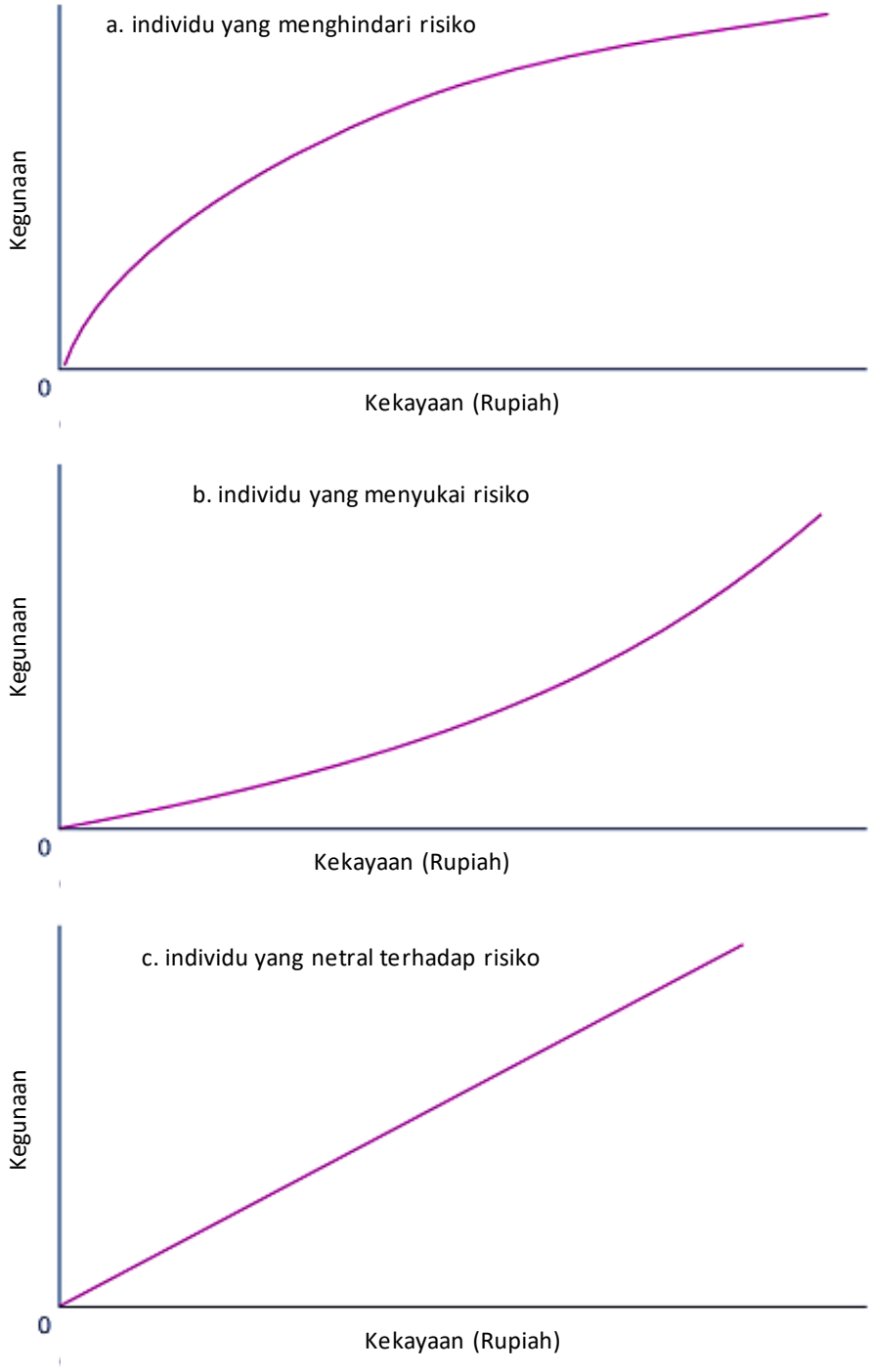
Bentuk pasti dari kurva utilitas (dan berapa besar hadiah yang dibutuhkan dalam taruhan di atas) bergantung pada preferensi pribadi individu yang bersangkutan. Kurva pada Gambar 6.5 mewakili preferensi satu individu hipotetis saja, meskipun semua individu yang menghindari risiko akan memiliki bentuk kurva yang kurang lebih sama. Perhatikan bahwa seberapa besar hadiah yang diperlukan dalam taruhan tersebut, untuk menggoda individu tertentu, bergantung pada kurva utilitas orang tersebut dan pada tingkat kekayaan individu tersebut pada saat taruhan tersebut ditawarkan.



Orang ini lebih memilih kekayaan yang lebih banyak daripada kekayaan yang lebih sedikit, karena kurva menunjukkan meningkatnya utilitas untuk meningkatkan kekayaan. Hal ini juga menunjukkan bahwa individu menghindari risiko, karena setiap peningkatan kekayaan.

Gambar 6.5 Grafik utilitas kekayaan terhadap kekayaan pada individu tertentu yang menghindari risiko

Gambar 6.6 menunjukkan bentuk umum kurva utilitas (a) investor yang menghindari risiko, (b) investor yang menyukai risiko dan (c) investor yang netral risiko. Mungkin ada beberapa orang di dunia ini yang menyukai risiko. Orang seperti itu mungkin, misalnya, bersiap untuk mengikuti taruhan pemintalan koin dan akan kehilangan Rp. 100.000 dengan hanya peluang 50 persen untuk mendapatkan Rp. 190.000



Individu yang menghindari risiko (grafik (a)) akan memperoleh lebih sedikit kepuasan karena memiliki tambahan Rp. 1 dibandingkan kepuasan yang akan hilang karena memiliki Rp. 1 lebih sedikit. Individu yang menyukai risiko (grafik (b)) akan mendapatkan lebih banyak kepuasan jika memiliki tambahan Rp. 1 daripada kerugian jika memiliki Rp. 1 lebih sedikit. Bagi individu yang netral risiko (grafik (c)), keuntungan kepuasan karena memiliki tambahan Rp. 1 sama dengan kerugian kepuasan karena memiliki Rp. 1 lebih sedikit.

Gambar 6.6 Grafik kegunaan kekayaan terhadap kekayaan untuk tiga individu dengan sikap berbeda terhadap risiko

Hal tersebut mungkin merupakan keinginan untuk menghadapi risiko sehingga dia bersedia mengambil taruhan dengan nilai yang diharapkan negatif. Kebanyakan dari kita tidak. Investor yang netral risiko memandang sama-sama memasukkan taruhan yang nilai harapannya nol, dan tidak melakukan apa pun. Melihat kembali Contoh 6.4 (di halaman 164), kebanyakan orang, karena mereka menghindari risiko, lebih memilih kombinasi Proyek A dan B daripada investasi hanya pada salah satu Proyek. Padahal kedua strategi tersebut memberikan nilai harapan yang sama. Hal ini juga terlepas dari kenyataan bahwa strategi proyek tunggal menawarkan 50 persen kemungkinan NPV sebesar £0,4 juta, sedangkan strategi diversifikasi (A dan B) hanya menawarkan 25 persen kemungkinan untuk mendapatkan hasil yang diinginkan. Preferensi terhadap strategi diversifikasi ini terkait dengan kemungkinan hasil negatif yang relatif rendah.

Bukti penghindaran risiko

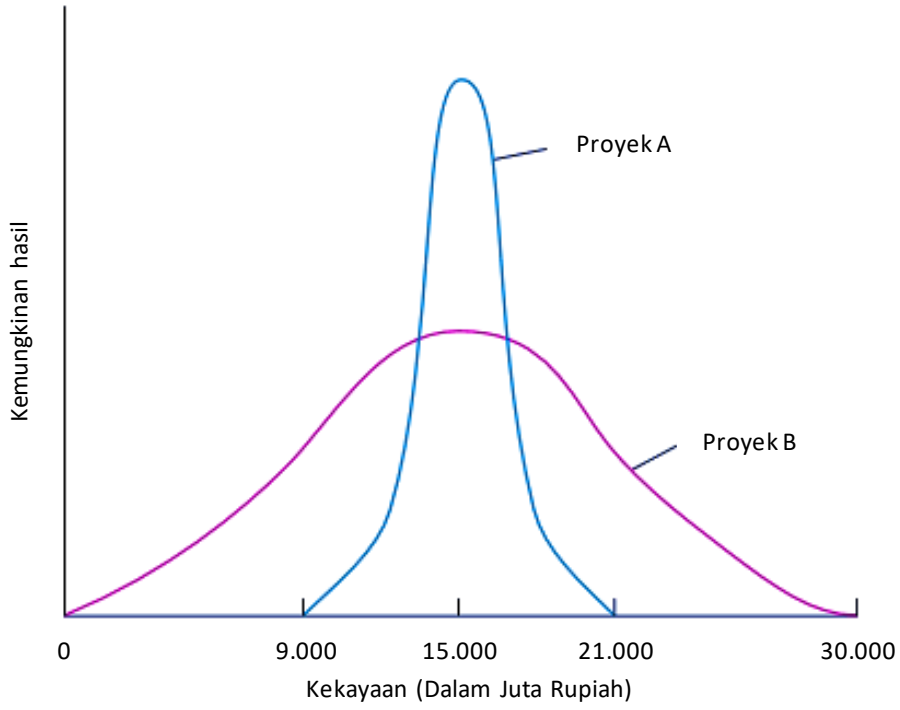
Ada cukup banyak bukti di sekitar kita yang mendukung pernyataan bahwa kebanyakan orang menghindari risiko. Keinginan umum masyarakat untuk menutup potensi bencana dengan asuransi adalah salah satu contohnya. Kebanyakan pemilik rumah, tanpa paksaan hukum, memilih untuk mengasuransikan properti mereka terhadap kehancuran akibat kebakaran. Jelasnya, dengan mempertimbangkan potensi kerugian finansial dan risiko kebakaran, premi harus lebih besar dari nilai kerugian yang diharapkan, jika tidak, perusahaan asuransi kebakaran akan selalu merugi. Misalnya, jika potensi kerusakan akibat kebakaran serius pada sebuah rumah tertentu adalah Rp. 100.000.000 dan kemungkinan terjadinya kebakaran serius selama satu tahun adalah 1 dalam 1,000 (yaitu, probabilitas 0,001), maka nilai kerugian yang diharapkan adalah Rp. 100.000 (yaitu, Rp. 100.000.000 * 0,001). Kecuali jika pemilik rumah bersedia membayar premi lebih tinggi dari Rp. 100.000 per tahun. perusahaan asuransi tidak akan menerima risikonya, namun sebagian besar pemilik rumah tampaknya mengasuransikan rumahnya. Mereka siap melakukan hal ini karena hilangnya utilitas yang disebabkan oleh pembayaran premi lebih kecil dibandingkan antisipasi hilangnya utilitas yang disebabkan oleh biaya kebakaran (jika rumah tidak diasuransikan) dikalikan dengan kemungkinan terjadinya kebakaran. Hal ini muncul dari kenyataan bahwa, bagi individu yang menghindari risiko, kurva utilitas kekayaan bukanlah garis lurus: dengan kata lain, tidak ada hubungan linier antara kekayaan dan utilitas kekayaan.

Fakta bahwa banyak sekali orang yang bersedia berjudi melalui lotere nasional dan mendukung kuda melalui bandar taruhan tampaknya menjadi bukti bahwa sebagian besar masyarakat menyukai risiko. Jelasnya, nilai yang diharapkan dari pertaruhan tersebut lebih kecil (biasanya, jauh lebih kecil) dibandingkan jumlah yang harus dipertaruhkan. Jika hal ini tidak terjadi, Lotere tidak dapat mendukung 'tujuan baik' dan para bandar taruhan tidak akan dapat mencari nafkah. Penjelasan logis atas kontradiksi yang nyata terhadap pernyataan bahwa kebanyakan orang menghindari risiko terletak pada jumlah yang terlibat. Umumnya, orang berjudi dengan cara yang moderat sehingga tidak menggunakan kekayaan mereka dalam jumlah besar. Mereka sekadar membeli kesenangan karena ikut serta dalam sebuah permainan, sama seperti orang lain menghabiskan uangnya untuk pergi ke bioskop. Dengan cara ini, kami menemukan bahwa sebagian besar orang yang berjudi secara moderat juga mengasuransikan rumahnya terhadap risiko kebakaran.

Preferensi investor yang menghindari risiko

Gambar 6.7 menunjukkan kisaran hasil yang mungkin untuk dua proyek investasi, A dan B. Setiap proyek mempunyai nilai yang diharapkan sebesar Rp. 15.000.000 (hasil dari masing-masing proyek disusun secara simetris di sekitar nilai ini); faktanya, Rp. 15.000.000 adalah satu-satunya hasil yang paling mungkin (modus) dalam setiap kasus.

Salah satu dari proyek-proyek ini akan dapat diterima oleh investor karena tidak satu pun dari proyek-proyek tersebut memiliki NPV negatif, terlepas dari kisaran mana hasil sebenarnya berada. Karena sebagian besar umat manusia tampaknya menghindari risiko, Proyek A akan menjadi pilihan pertama kebanyakan orang jika mereka harus memilih di antara proyek-proyek tersebut. Hal ini terlepas dari kenyataan bahwa Proyek B memiliki kemungkinan NPV sebesar Rp. 30.000.000 sedangkan maksimum Proyek A hanya Rp. 21.000.000 Mata investor yang menghindari risiko akan tertuju pada skala yang lebih rendah di mana orang tersebut akan melihat bahwa Proyek A memberikan jaminan NPV minimum sebesar Rp. 9.000.000 sedangkan hasil Proyek B bisa serendah nol. Bagi mereka yang menghindari risiko, risiko penurunan tampak lebih besar dibandingkan potensi kenaikan. Sebaliknya, investor yang menyukai risiko akan lebih tertarik pada Proyek B. Investor yang netral risiko akan menganggap kedua proyek ini memiliki nilai yang setara.



Meskipun kedua proyek mempunyai ekspektasi NPV yang sama, kisaran kemungkinannya berbeda-beda. Investor yang menghindari risiko akan lebih memilih Proyek A. Hal ini karena kemungkinan hasil terburuknya adalah NPV sebesar Rp. 9.000.000, yang jauh lebih tinggi daripada hasil minimum Proyek B.

Gambar 6.7 Grafik probabilitas NPV untuk dua proyek yang masing-masing mempunyai ekspektasi NPV yang sama

Nilai yang diharapkan dan keputusan investasi bisnis

Dari apa yang telah kita lihat di atas, dalam memutuskan proyek-proyek investasi yang berisiko kita tidak bisa secara langsung menerjemahkan aturan maksimalisasi kekayaan menjadi maksimalisasi kekayaan yang diharapkan: dengan kata lain, kita tidak bisa begitu saja mengambil semua proyek yang tersedia dengan ekspektasi NPV yang positif. Alasannya adalah karena semua pemegang saham mungkin menghindari risiko. Situasi ini semakin diperumit oleh fakta bahwa mereka mungkin menunjukkan tingkat penghindaran risiko yang berbeda (bentuk kurva utilitas yang berbeda dan tingkat kekayaan yang berbeda). Investasi dengan profil risiko/pengembalian yang mungkin dapat diterima oleh satu pemegang saham mungkin tidak dapat diterima oleh pemegang saham lainnya.

Potensi kurangnya suara bulat ini mungkin tampak lumrah. Hal ini tentu saja dapat dianalogikan dengan keputusan investasi tanpa fasilitas pinjam meminjam (hal yang telah kita bahas di Bab 2) dan hal ini menimbulkan permasalahan yang sama. Dalam hal ini, bagaimana manajer membuat keputusan investasi ketika pemegang saham mengambil sikap berbeda terhadap risiko? Seperti sebelumnya, yang sebenarnya adalah utilitas, atau kepuasan atas kekayaan, yang ingin dimaksimalkan oleh para pemegang saham, namun belum tentu semua pemegang saham sepakat mengenai apa yang paling memuaskan mereka. Maksimalisasi kegunaan kekayaan melibatkan beberapa pertimbangan mengenai berbagai kemungkinan hasil (seperti terlihat pada Gambar 6.7).

6.8 RISIKO KHUSUS YANG TERKAIT DENGAN MELAKUKAN INVESTASI DI LUAR NEGERI

Pada prinsipnya, berinvestasi pada proyek yang berbasis di luar negeri sama dengan berinvestasi pada proyek serupa di negara asal perusahaan. Namun, ada beberapa hal yang membuat proyek luar negeri cenderung lebih berisiko. Isu-isu ini akan dibahas panjang lebar dalam Bab 15, yang membahas berbagai aspek investasi dan pembiayaan internasional.

6.9 BEBERAPA BUKTI MENGENAI ANALISIS RISIKO DALAM PRAKTIKNYA

Untuk mendapatkan wawasan tentang sejauh mana dan cara risiko diperhitungkan dalam pengambilan keputusan investasi praktis, kita akan mengandalkan penelitian Alkaraan dan Northcott (2006) (A&N) dan Cohen dan Yagil (2010) (C&Y). Temuan mereka konsisten dengan penelitian serupa yang dilakukan baru-baru ini.

Bukti tampaknya menunjukkan bahwa:

- Pertimbangan risiko secara formal sangat populer dalam praktiknya dan popularitasnya semakin meningkat selama beberapa dekade terakhir (A&N).
- Beberapa bisnis yang secara formal memperhitungkan risiko menggunakan lebih dari satu pendekatan untuk menghadapinya (A&N dan C&Y).
- Ada tiga pendekatan utama untuk menilai tingkat risiko suatu proyek:
    1. analisis sensitivitas/pembuatan skenario, digunakan oleh 89 persen responden A&N dan sering digunakan oleh C&Y;
    2. penggunaan probabilitas, digunakan oleh 77 persen (A&N); Dan

3. analisis beta (menilai keberisikoan berdasarkan risiko sistematis proyek – yang akan kita rujuk pada Bagian 6.10 di bawah), digunakan oleh 43 persen responden A&N dan sering kali digunakan oleh responden C&Y.

- Ada juga dua reaksi utama saat menghadapi proyek berisiko:
  1. menaikkan tingkat pengembalian yang disyaratkan, metode ini digunakan sebesar 82 persen (A&N); Dan
  2. memperpendek periode pengembalian yang diperlukan, digunakan sebesar 75 persen (A&N).

6.10 RISIKO – CERITA SEJAUH INI

Kita telah melihat bahwa adalah logis dan penting untuk mempertimbangkan risiko proyek-proyek investasi potensial sebagai bagian rutin dari penilaian mereka. Sebagian besar bisnis mencoba untuk mendapatkan gambaran mengenai risiko investasi yang diproyeksikan dengan, misalnya, melakukan analisis sensitivitas. Kita juga telah melihat bahwa sebagian besar bisnis tampaknya bereaksi dengan cara yang sangat rasional dalam memproyeksikan risiko dengan meningkatkan tingkat pengembalian yang disyaratkan (tingkat diskonto dalam penilaian NPV). Hal ini menimbulkan pertanyaan tentang bagaimana pengambil keputusan dapat menilai seberapa besar kenaikan tingkat diskonto sebagai reaksi terhadap tingkat risiko yang dirasakan untuk proyek investasi tertentu.

Suatu pendekatan untuk menghubungkan tingkat diskonto dengan tingkat risiko, yang disebut dalam Bagian 6.9 sebagai 'analisis beta', telah dikembangkan dan digunakan secara luas dalam praktik. Kita akan membahas pendekatan ini dan validitasnya di Bab 7.

Mempertaruhkan

- Risiko merupakan perhatian penting bagi pengambil keputusan.

Analisis sensitivitas (SA)

- Dalam konteks penilaian NPV, SA melibatkan enam langkah:
  1. Identifikasi dan perkirakan berbagai faktor masukan untuk pengambilan keputusan.
  2. Menilai proyek berdasarkan perkiraan terbaik.
  3. Ambil masing-masing faktor masukan secara bergantian dan tentukan nilainya yang akan memberikan NPV nol untuk proyek tersebut ketika faktor-faktor lainnya dibiarkan pada nilai estimasi aslinya.
  4. Bandingkan masing-masing nilai yang ditentukan pada Langkah 3 dengan estimasi terbaik awal untuk mendapatkan gambaran mengenai risiko dari faktor yang dipertimbangkan.
  5. Lakukan riset yang diperlukan (misalnya riset pasar) untuk menilai kembali risiko di area sensitif.
  6. Membuat keputusan dan mengambil tindakan yang tepat untuk mengurangi risiko di bidang sensitif (misalnya, membuat kontrak harga tetap untuk pembelian bahan mentah).
- Manfaat SA:
  - Memungkinkan pengambil keputusan untuk 'masuk ke dalam' proyek dan melihat apa saja permasalahan utamanya.

- Mudah dilaksanakan dan dipahami.

- Masalah dengan SA:
  - Tidak ada aturan pengambilan keputusan yang disediakan.
  - Sensitivitas tidak dapat dibandingkan secara langsung antara satu faktor masukan dengan faktor masukan berikutnya.
  - Pendekatan yang agak statis; 'pembangunan skenario' mungkin lebih baik.

Nilai yang diharapkan (EV)

- EV = rata-rata tertimbang (berdasarkan probabilitas) dari kemungkinan hasil.
- Dalam konteks penilaian NPV, EV dapat disimpulkan melalui salah satu dari dua cara berikut:
  1. Temukan EV dari setiap faktor masukan dan kemudian gunakan EV tunggal dari setiap faktor dalam penilaian NPV; atau
  2. Identifikasi NPV dan probabilitas kejadian untuk masing-masing kemungkinan hasil proyek (dalam praktiknya mungkin dalam jumlah yang sangat besar) dan kemudian temukan rata-rata tertimbang dari hasil-hasil tersebut.
- Rute 1 jauh lebih mudah, namun hanya EV yang diketahui; informasi tentang penyebaran kemungkinan hasil tidak terungkap.
- Rute 2 memberikan semua hasil, namun dalam praktiknya tidak mungkin mengatasi volume data yang besar.
- EV dapat membantu karena merangkum sejumlah besar data menjadi satu nilai.
- Masalah EV:
  - Proses rata-rata menyembunyikan informasi, misalnya. pada NPV dan kemungkinan terjadinya dalam skenario terburuk.
  - EV yang dihitung bisa saja merupakan nilai yang sebenarnya tidak dapat terjadi.

Diversifikasi

- Diversifikasi = penggabungan investasi dengan investasi lain yang tingkat pengembaliannya tidak tergantung satu sama lain.
- Cenderung meningkatkan kemungkinan bahwa EV untuk portofolio mendekati jumlah EV dari masing-masing investasi, sehingga mengurangi risiko.
- Dalam praktiknya, sebagian besar investasi tidak bersifat independen; mereka dipengaruhi oleh faktor-faktor umum, sampai batas tertentu.
- Risiko spesifik (tidak sistematis) = risiko suatu investasi yang timbul dari faktor-faktor yang tidak bergantung pada hasil investasi lainnya.
- Risiko sistematis = risiko yang umum terjadi pada sebagian besar investasi.

Teori utilitas

- Suatu cara untuk mewakili preferensi individu di antara dua keinginan yang bersaing.
- Individu berupaya mencapai tingkat kepuasan atau kegunaan tertingginya.
- Individu pada umumnya menghindari risiko, yaitu mereka memerlukan peningkatan kekayaan yang semakin besar sebagai kompensasi atas peningkatan risiko yang mereka alami.

- Penghindaran risiko = keengganan untuk membayar sebanyak nilai yang diharapkan dari sebuah proyek berisiko untuk berinvestasi (atau bertaruh) di dalamnya.

Analisis risiko dalam praktiknya

- Semakin banyak perusahaan yang secara formal mempertimbangkan risiko ketika mengambil keputusan investasi.
- Analisis sensitivitas/pembuatan skenario, analisis probabilitas, dan analisis beta merupakan cara yang banyak digunakan untuk menilai tingkat risiko.
- Menaikkan tingkat diskonto yang diwajibkan dan mengurangi periode pengembalian modal merupakan cara populer untuk memperhitungkan risiko.

BAB 7
TEORI PORTOFOLIO DAN RELEVANSI DENGAN KEPUTUSAN INVESTASI

7.1 RELEVANSI HARGA SEKURITAS

Sebagian besar negara maju di dunia mempunyai pasar di mana saham bisnis lokal dan internasional dapat diperjualbelikan. Pasar modal ini, yang biasanya dikenal (di negara-negara berbahasa Inggris) sebagai pasar saham atau bursa saham, juga menyediakan forum untuk pembelian dan penjualan surat utang, baik bagi perusahaan swasta maupun pemerintah. Bukti penelitian menunjukkan bahwa di banyak pasar ini (termasuk pasar Inggris), kekuatan pasar yang menentukan harga sekuritas individual (saham dan surat utang) mengarah pada efisiensi penetapan harga. 'Efisiensi' dalam konteks ini berarti bahwa semua informasi yang tersedia mengenai prospek masa depan suatu sekuritas tertentu selalu tercermin secara lengkap dan rasional dalam harga sekuritas tersebut. Pada Bab 9 kita akan melihat lebih rinci cara kerja pasar modal Inggris dan bukti efisiensi penetapan harganya. Saat ini kita cukup mengapresiasi keberadaan pasar seperti itu dan mekanisme penetapan harga yang cenderung efisien.

Adanya pasar yang memperdagangkan surat berharga dengan harga yang cenderung mencerminkan ekspektasi imbal hasil dan risiko dari surat berharga tersebut menyebabkan para peneliti mencoba mengembangkan teori tentang cara kerja mekanisme penetapan harga di pasar saham. Hal ini dirasakan sangat penting bagi manajer keuangan karena:

- Manajer keuangan prihatin dengan cara penetapan harga sekuritas bisnis mereka di pasar bebas karena hal ini mungkin berdampak pada keputusan pendanaan mereka, misalnya berapa harga penerbitan saham baru.
- Manajer keuangan juga memperhatikan hubungan antara bagaimana harga sekuritas di pasar modal, di satu sisi, dan keputusan investasi bisnis mereka, di sisi lain. Bisnis membuat keputusan mengenai investasi pada aset riil berdasarkan ekspektasi keuntungan dan risiko yang menyertai keuntungan tersebut. Pasar modal adalah pasar bebas yang hanya memperdagangkan dua komoditas tersebut: imbal hasil dan risiko. Dengan demikian, kita mempunyai pasar yang bebas dan tampaknya efisien yang menentukan harga keuntungan dan risiko. Sejumlah besar data historis tersedia mengenai harga sekuritas dan dividen, sehingga kita dapat dengan mudah mengamati apa yang terjadi di masa lalu dan menarik kesimpulan tentang bagaimana return dan risiko tampaknya saling terkait. Dengan kata lain, kita dapat melihat bagaimana risiko ditangani dalam mekanisme penetapan harga di pasar bebas. Hal ini akan berguna bagi para manajer keuangan karena tampaknya tidak ada alasan logis mengapa mereka harus mengambil pandangan yang berbeda mengenai keuntungan dan risiko dari pandangan yang diambil oleh investor di pasar modal.

Mekanisme penetapan harga pasar atas sekuritas menjadi lebih relevan bagi kita ketika kita mengingatkan diri kita sendiri bahwa para manajer berupaya, melalui keputusan investasi dan pendanaan mereka, untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham, sebagian melalui nilai bisnis di pasar modal. Oleh karena itu, tampaknya lebih logis bahwa manajer harus mengambil sikap yang sama terhadap risiko dan keuntungan seperti yang dilakukan investor sekuritas di pasar.

Para peneliti merasa bahwa jika mereka bisa sampai pada kesimpulan yang masuk akal mengenai cara menilai risiko dan keuntungan di pasar modal, para pengambil keputusan keuangan akan diberikan dasar yang berguna bagi dunia usaha untuk menilai peluang investasi nyata.

Apa yang sekarang akan kita bahas umumnya disebut sebagai teori portofolio. Lebih khusus lagi kita akan mempertimbangkan model penetapan harga aset modal (CAPM), yang merupakan formula untuk memperkirakan tingkat pengembalian yang diperlukan dari suatu investasi dengan profil risiko tertentu. CAPM mulai muncul pada awal tahun 1960an. Pengujian ekstensif dilakukan untuk mencoba menilai efektivitas model dalam menjelaskan dan memprediksi kejadian di kehidupan nyata. Pengujian ini secara umum cenderung mendukung CAPM sehingga, pada tahun 1990an, penggunaan model ini sudah cukup lazim di kalangan bisnis besar di seluruh dunia. Ironisnya, pada saat CAPM menjadi cara standar untuk mendapatkan keuntungan yang diperlukan dari praktik investasi berisiko, para peneliti terus menguji validitas model dan beberapa, namun tidak semuanya, mempertanyakan kredibilitas model tersebut. dan kegunaan praktis.

Sekarang kita akan melihat secara singkat ide-ide yang menjadi dasar CAPM dan bagaimana model tersebut secara teoritis mencapai tujuannya. Meskipun terdapat keraguan mengenai validitas CAPM, CAPM masih digunakan secara luas oleh perusahaan-perusahaan, termasuk perusahaan-perusahaan besar dan canggih. Kita akan melihat lebih detail pengujian CAPM dan sejauh mana penggunaannya oleh bisnis di bab selanjutnya.

7.2 KRITERIA NILAI/VARIANS (ATAU MEAN/VARIANS) YANG DIHARAPKAN

Kita melihat di Bab 6 bahwa hanya mengetahui nilai yang diharapkan dari hasil yang mungkin dicapai suatu proyek bukanlah dasar yang memadai untuk mengambil keputusan. Kita memerlukan suatu ukuran tentang bagaimana berbagai kemungkinan hasil disusun berdasarkan nilai yang diharapkan atau nilai rata-rata.

Ukuran statistik penyebaran yang populer adalah varians (atau akar kuadratnya, deviasi standar). Varians (σ^2) didefinisikan sebagai berikut:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{n} p_1[x_1 - E(x)]^2$$

dimana pi adalah probabilitas hasil xi, E(x) nilai yang diharapkan, atau rata-rata, dan terdapat n hasil yang mungkin.

Contoh 7.1 Suatu proyek akan menghasilkan salah satu dari tiga NPV yang jumlah dan probabilitas terjadinya adalah sebagai berikut:

NPV (dalam Juta Rupiah)	Kemungkinan
– 1.000	0.2
+ 1.000	0.5
+ 2.000	0.3

Berapakah NPV yang diharapkan dari proyek tersebut dan variansinya?

Solusi

$$\begin{aligned}\text{ENPV} &= \big((0.2 \times -1.000) + (0.5 \times 1.000) + (0.3 \times 2.000)\big) \\ &= 900 \\ &\sigma^2 \times 0.2(-1.000 - 900)^2 + 0.5(1.000 - 900)^2 \pm 0.3(2.000 - 900)^2 \\ &= (0.2 \times 3.610.000) + (0.5 \times 10.000) + (0.3 \times 1.210.000) \\ &\sigma^2 = 1.090.000 \text{ (dalam Jutaan Rupiah)}\end{aligned}$$

Variansnya adalah perangkat yang sangat berguna untuk tujuan kita saat ini. Hal ini dapat ditunjukkan (Levy dan Sarnat, 1988) bahwa, jika kita berasumsi bahwa kisaran hasil yang mungkin dari suatu keputusan didistribusikan secara simetris di sekitar nilai yang diharapkan (seperti kedua distribusi pada Gambar 6.7 (halaman 173)), maka pengetahuan dari nilai yang diharapkan dan varians (atau standar deviasi) adalah semua yang diperlukan oleh investor yang menghindari risiko agar mereka dapat memilih di antara dua investasi berisiko. Dengan kata lain, jika investor menghindari risiko dan penyebaran hasil yang mungkin terjadi bersifat simetris, maka pemilihan investasi berdasarkan nilai dan varians yang diharapkan (atau rata-rata) akan memaksimalkan utilitas kekayaan investor. Anda mungkin ingat dari Bab 6 bahwa, sejauh yang dapat kita nilai, hampir semua dari kita menghindari risiko, dan sebagian dari kita lebih menghindari risiko dibandingkan yang lain.

Contoh 7.2 Seorang investor yang menghindari risiko dihadapkan pada dua proyek investasi yang saling bersaing, yang dispersi dari kedua proyek tersebut mungkin menghasilkan hasil yang simetris terhadap nilai yang diharapkan. Mana yang harus dipilih investor?

Proyek	A	B
Nilai sekarang bersih yang diharapkan *(dalam Rp. 000)*	20.000	20.000
Varians *(dalam Rp. 000)*	10.000	12.000

Proyek A akan dipilih karena proyek ini menawarkan ekspektasi nilai sekarang bersih (net present value) yang setara dengan Proyek B namun dengan risiko yang lebih kecil. Dengan memilih Proyek A (dan, oleh karena itu, menolak Proyek B), maksimalisasi utilitas kekayaan setiap investor yang menghindari risiko akan terdorong.

Kriteria nilai/varians yang diharapkan (EVC) dapat diringkas sebagai berikut:

- jika nilai yang diharapkan dari Proyek A sama dengan atau lebih besar dari Proyek B, A harus lebih diutamakan daripada B jika A memiliki variansi yang lebih rendah; Dan
- jika varians Proyek A sama atau lebih kecil dibandingkan dengan Proyek B, A harus lebih diutamakan daripada B jika A memiliki nilai yang diharapkan lebih tinggi.

Apa yang tidak diketahui oleh kriteria nilai harapan (atau rata-rata) adalah bagaimana memilih di antara dua investasi yang nilai harapan dan variansinya pada Proyek A lebih besar dibandingkan dengan Proyek B. Secara teori, kita akan melihat bagaimana dilema ini dapat terjadi, diatasi setelah kita melihat bagaimana diversifikasi dapat mengurangi risiko dalam praktiknya.

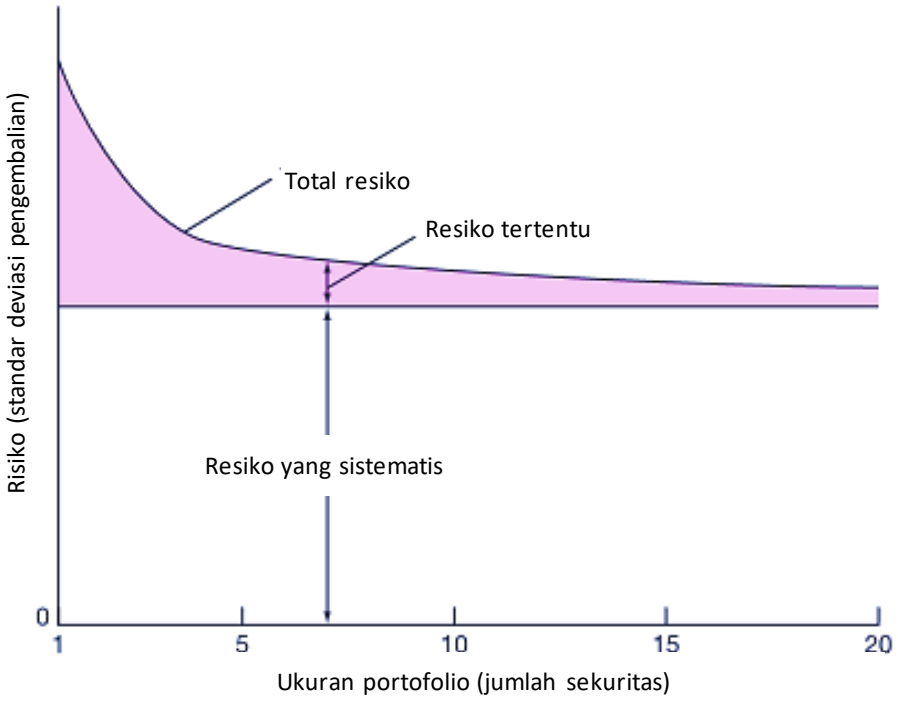
7.3 INVESTASI KEAMANAN DAN RISIKO

Jika kita memilih sejumlah sekuritas yang dapat dipasarkan secara acak, membentuknya menjadi portofolio dengan berbagai ukuran, mengukur tingkat pengembalian yang diharapkan dan standar deviasi pengembalian dari masing-masing portofolio dengan berbagai ukuran dan kemudian memplot deviasi standar terhadap ukuran portofolio, kita akan mendapatkan grafik yang mirip dengan Gambar 7.1. Sebelum kita melanjutkan untuk mempertimbangkan implikasi Gambar 7.1, cukup penjelasan singkat tentang turunannya. Return yang diharapkan, r, yang dimaksud adalah return bulanan suatu surat berharga atau portofolio surat berharga. Ini dihitung sebagai:

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1} + d_t}{P_{t-1}}$$

dimana Pt adalah nilai pasar sekuritas atau portofolio pada akhir bulan t, P_{t-1} adalah nilai awal bulan dan dt dividen (jika ada) yang timbul dari sekuritas atau portofolio selama bulan tersebut. Nilai pengembalian yang diharapkan untuk suatu sekuritas atau portofolio didasarkan pada pengalaman masa lalu, misalnya pengembalian selama 60 bulan terakhir. Dengan demikian nilai yang diharapkan dapat berupa rata-rata (mean) keuntungan bulanan selama lima tahun terakhir.

Portofolio dengan berbagai ukuran dibuat secara acak. Beberapa portofolio dari setiap ukuran dibangun. Return dan deviasi standar yang digambarkan pada Gambar 7.1 merupakan rata-rata return dan deviasi standar seluruh portofolio untuk setiap ukuran (lihat Evans dan Archer, 1968).



Ketika ukuran portofolio meningkat, tingkat risiko total akan berkurang, namun dengan tingkat penurunan yang sedemikian rupa sehingga, untuk portofolio yang terdiri dari lebih dari 15 hingga 20 sekuritas, menambahkan lebih banyak sekuritas tidak akan mengurangi risiko total lebih lanjut. Unsur risiko total yang tidak dapat dikurangi melalui diversifikasi disebut risiko sistematik. Elemen yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi disebut risiko spesifik.

Gambar 7.1 Risiko dari berbagai ukuran portofolio yang dipilih secara acak

Karena standar deviasi imbal hasil di sekitar mean merupakan ukuran risiko yang masuk akal, Gambar 7.1 menunjukkan bahwa pengurangan risiko yang besar dapat dicapai hanya dengan menggabungkan sekuritas dalam portofolio secara acak. Hal ini memberikan dukungan empiris terhadap pepatah 'Jangan menaruh semua telur Anda dalam satu keranjang', yang sering diterapkan pada investasi di surat berharga. Namun, ada dua fitur yang mungkin mengejutkan bahkan para penganut pepatah telur dan keranjang.
Ini adalah:

- Diversifikasi yang sangat terbatas menghasilkan pengurangan tingkat risiko yang besar. Bahkan menyebarkan dana investasi yang tersedia ke dalam beberapa sekuritas berbeda berhasil menghilangkan sejumlah besar risiko. Setiap tambahan keamanan berbeda yang ditambahkan ke portofolio menghasilkan lebih sedikit pengurangan risiko.
- Ketika suatu portofolio berisi sekitar 15 hingga 20 sekuritas, hanya sedikit manfaat yang dapat diperoleh melalui pengurangan risiko jika ukurannya terus ditingkatkan. Tampaknya ada beberapa risiko yang tidak dapat ditembus oleh upaya untuk menguranginya melalui diversifikasi.

Bagian risiko yang rentan dihilangkan melalui diversifikasi adalah risiko spesifik; bagian yang membandel adalah risiko sistematis. Risiko total adalah penjumlahan dari keduanya. Seperti

yang kita lihat di bab sebelumnya, risiko spesifik (atau tidak sistematis) muncul dari faktor-faktor yang bersifat acak antara sekuritas suatu bisnis dan bisnis lainnya. Karena faktor-faktor ini bersifat acak, jumlah diversifikasi yang cukup kecil akan menyebabkan faktor-faktor tersebut saling membatalkan. Risiko sistematis (atau portofolio) berkaitan dengan faktor-faktor perekonomian secara luas (makroekonomi) yang mempengaruhi semua bisnis.
Implikasi dari fenomena yang ditunjukkan pada Gambar 7.1 adalah sebagai berikut:

- Investor harus menyimpan sekuritas dalam portofolionya karena dengan melakukan hal ini, risiko dapat dikurangi dengan biaya yang kecil.
- Ada gunanya melakukan diversifikasi ke lebih dari 15 hingga 20 sekuritas yang berbeda karena hampir seluruh manfaat diversifikasi telah habis pada ukuran portofolio tersebut. Diversifikasi lebih lanjut berarti bahwa investor harus membayar biaya transaksi yang lebih tinggi untuk membangun portofolio dan kemudian akan memiliki lebih banyak biaya dan/atau pekerjaan dalam mengelolanya.

Jika risiko sistematis harus ditanggung oleh investor karena disebabkan oleh faktor-faktor perekonomian secara luas, nampaknya beberapa sekuritas lebih rentan terhadap faktor-faktor ini dibandingkan yang lain. Misalnya, supermarket makanan jalanan tampaknya akan lebih sedikit menderita akibat resesi ekonomi dibandingkan dengan produsen barang modal (aset tidak lancar bisnis, seperti mesin yang digunakan untuk memproduksi kendaraan bermotor).

Karena tampaknya kita dapat menghilangkan risiko tertentu dengan sangat murah dan mudah, adakah imbalannya, dalam bentuk imbal hasil yang lebih tinggi, jika kita menanggung risiko tersebut? Apakah tingkat risiko sistematik yang melekat pada imbal hasil seluruh sekuritas adalah sama? Pertanyaan-pertanyaan ini dan beberapa pertanyaan lain yang berkaitan dengannya sekarang akan diperiksa.

7.4 TEORI PORTOFOLIO

Jika kita berasumsi bahwa imbal hasil sekuritas terdistribusi secara simetris terhadap nilai yang diharapkan dan bahwa investor menghindari risiko, maka kita dapat mendeskripsikan sekuritas secara lengkap berdasarkan nilai (atau cara) yang diharapkan dan standar deviasinya sehingga dapat direpresentasikan secara grafis, seperti pada Gambar 7.2.

Pada Gambar 7.2, semua investor yang menghindari risiko akan lebih memilih Efek B dibandingkan Efek C karena memiliki nilai ekspektasi yang lebih tinggi untuk tingkat risiko yang sama. Semua investor yang menghindari risiko akan lebih memilih Keamanan A daripada Keamanan C karena risikonya lebih rendah dengan tingkat pengembalian yang diharapkan sama. Jadi, baik A maupun B dikatakan 'mendominasi' C. Namun, pilihan antara A dan B bergantung pada sikap investor terhadap risiko yang mengambil keputusan (yaitu, pada bentuk kurva utilitas investor tertentu).

Posisi A dan B pada Gambar 7.2 ditentukan oleh nilai ekspektasi dan deviasi standarnya. B diharapkan memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan A (14 persen berbanding 10 persen), namun juga diperkirakan lebih berisiko (standar deviasi sebesar 12 persen berbanding 10 persen). Dengan asumsi bahwa semua investor mempunyai ekspektasi

yang sama terhadap Efek A, B, dan C, mereka semua akan melihat ketiga sekuritas ini menempati posisi yang sama pada grafik.

Pengembalian dan risiko portofolio yang diharapkan

Misalkan kita membentuk portofolio yang berisi proporsi (a) dari masing-masing A dan B. Hasil yang diharapkan dari portofolio tersebut adalah

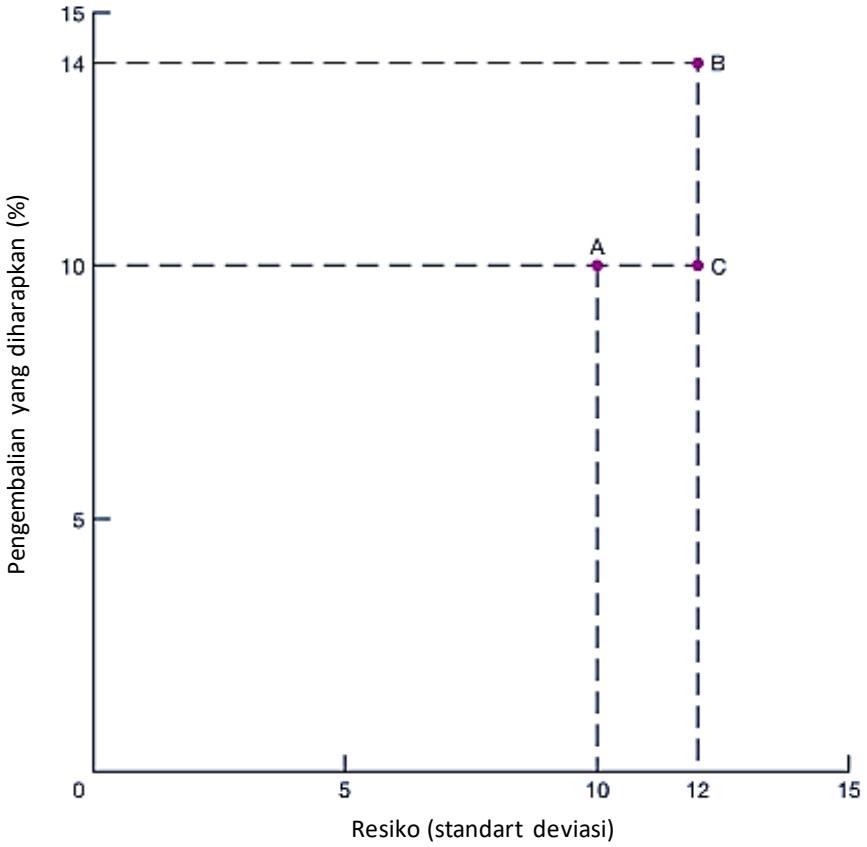
$$r_P = \alpha_A r_A + \alpha_B r_B$$

dimana rP, rA dan rB masing-masing merupakan imbal hasil yang diharapkan dari portofolio, Surat Berharga A dan Surat Berharga B: dengan kata lain, imbal hasil portofolio hanyalah rata-rata tertimbang dari imbal hasil sekuritas penyusunnya. Deviasi standar portofolio adalah:

$$\sigma_{\mathrm{P}} = \sqrt{\sigma_A^2 \sigma_A^2 + \sigma_B^2 \sigma_B^2 + 2\alpha_{\mathrm{A}} \alpha_{\mathrm{B}} R \sigma_{\mathrm{A}} \sigma_{\mathrm{B}}}$$

dimana sP, sA dan sB masing-masing merupakan deviasi standar imbal hasil yang diharapkan dari portofolio, Surat Berharga A dan Surat Berharga B. R adalah koefisien korelasi antara imbal hasil yang diharapkan dari kedua sekuritas tersebut.* Jika R adalah + 1 maka akan berarti bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan akan berkorelasi sempurna, satu sekuritas dengan sekuritas lainnya: peningkatan sebesar x persen pada tingkat pengembalian A akan selalu berarti peningkatan sebesar y persen pada tingkat pengembalian B dan sebaliknya. Jika R adalah - 1 maka hal ini menunjukkan hubungan yang sangat erat namun bersifat negatif: kenaikan sebesar x persen pada return dari A akan selalu berarti penurunan sebesar y persen pada return dari B. R antara - 1 dan + 1 berarti hubungan kurang langsung, dengan nilai nol artinya tidak ada hubungan sama sekali antara imbal hasil kedua sekuritas tersebut. (Perhatikan bahwa akan ada R terpisah untuk dua variabel apa pun. Nilai khusus R untuk A dan B akan khusus untuk A dan B dan tidak sama, kecuali secara kebetulan, untuk dua sekuritas lainnya.)

Tabel 7.1 menunjukkan tingkat pengembalian yang diharapkan dan standar deviasi untuk pilihan portofolio A dan B untuk rentang koefisien korelasi hipotetis (R). Tentu saja, koefisien korelasi antara dua sekuritas riil adalah suatu nilai tunggal yang tetap.



Masing-masing dari tiga poin mewakili pengembalian yang diharapkan, dibandingkan dengan tingkat risiko pengembalian tersebut, untuk tiga sekuritas independen.

Gambar 7.2 Profil risiko/imbal hasil tiga sekuritas, A, B, dan C

Tabel 7.1 Risiko dan ekspektasi imbal hasil berbagai portofolio Efek A dan B dengan asumsi koefisien korelasi yang berbeda

Proporsi sekuritas A dalam portofolio	Pengembalian portofolio yang diharapkan	Simpangan baku untuk berbagai koefisien korelasi R				
		– 1.0	– 0.5	0.0	+ 0.5	+ 1.0
%	%	%	%	%	%	%
0	14	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
25	13	6.5	8.0	9.3	10.5	11.5
50	12	1.0	5.6	7.8	9.5	11.0
75	11	4.5	6.5	8.1	9.4	10.5
100	10	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0

Untuk mengilustrasikan dari mana angka-angka pada Tabel 7.1 berasal, mari kita lihat secara rinci kasus dimana proporsi sekuritas dalam portofolio adalah 25 persen Keamanan A (dan 75 persen Keamanan B) dan koefisien korelasi antara imbal hasil dari kedua sekuritas tersebut adalah + 0,5 (yaitu angka pada baris 2, kolom 2 dan 6 tabel). Ingatlah bahwa Efek A mempunyai ekspektasi imbal hasil sebesar 10 persen, dengan standar deviasi 10 persen, dan Efek B memiliki ekspektasi imbal hasil sebesar 14 persen, dengan standar deviasi 12 persen.

Pengembalian yang diharapkan dari portofolio diberikan oleh

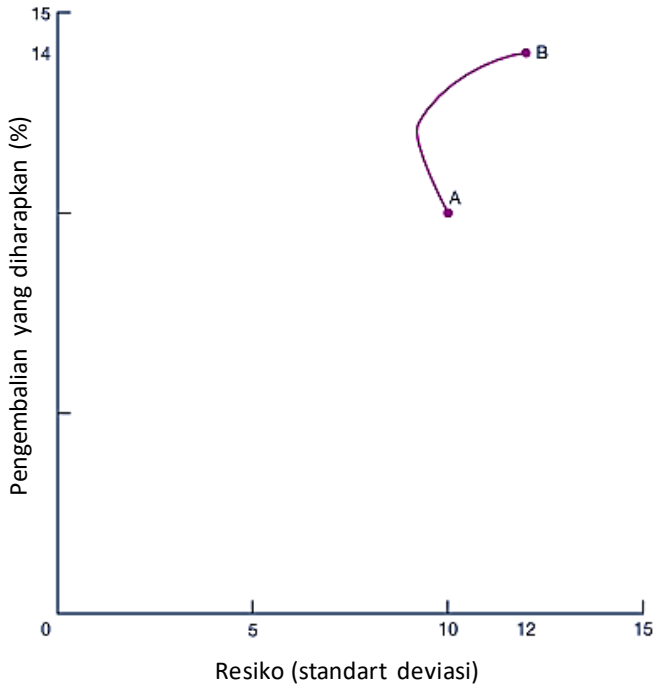
$$\begin{aligned} r_P &= \alpha_A r_A + \alpha_B r_B \\ &= (0.25 \times 10\%) + (0.75 \times 14\%) \\ &= 13\% \end{aligned}$$

Deviasi standar portofolio diberikan oleh:

$$\begin{aligned} \sigma_P &= \sqrt{\alpha_A^2\sigma_A^2 + \alpha_B^2\sigma_B^2 + 2\alpha_A\sigma_A R\alpha_B\sigma_B} \\ &= \sqrt{(0.25^2 \times 10\%^2) + (0.75^2 \times 12\%^2) + (2 \times 0.25 \times 10\% \times 0.5 \times 0.75 \times 12\%)} \\ &= 10.476\%, \text{ say } 10.5\% \end{aligned}$$

Portofolio lain dari A dan B

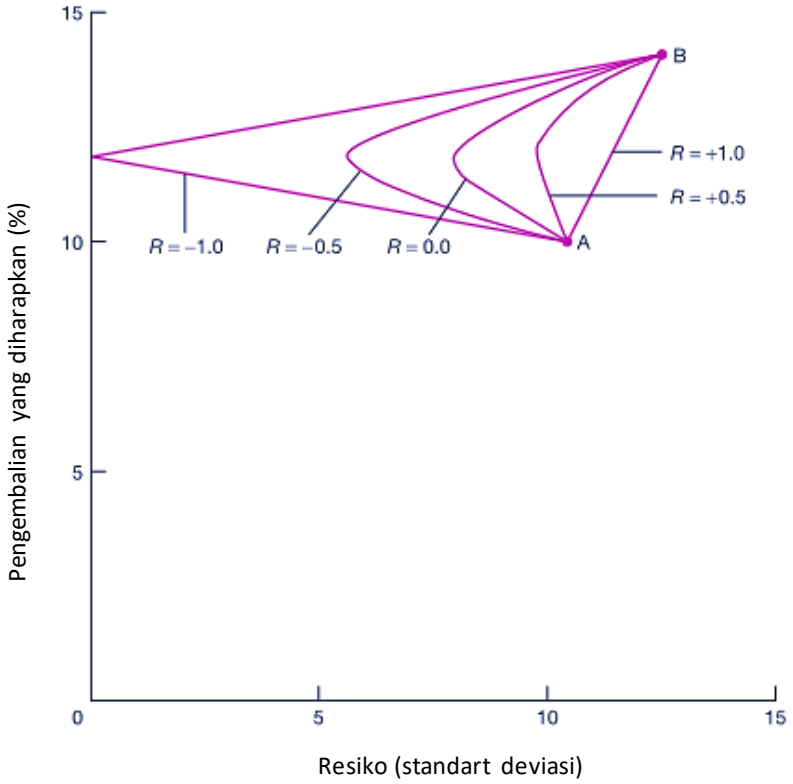
Profil keuntungan/risiko yang diharapkan dari portofolio berbagai proporsi A dan B, dengan asumsi koefisien korelasi + 0,5, ditunjukkan pada Gambar 7.3. Ini adalah plot nilai kolom 2 terhadap nilai kolom 6 (Tabel 7.1). Masing-masing titik di sepanjang garis ini mewakili kombinasi pengembalian dan risiko untuk portofolio yang mengandung proporsi A dan B tertentu. Kita dapat melihat bahwa risiko berada pada minimum jika portofolio tersebut mengandung antara 50 dan 75 persen A.



Dengan menggabungkan Efek A dan B ke dalam portofolio, risiko berkurang karena kedua efek tersebut memiliki koefisien korelasi kurang dari +1,0.

Gambar 7.3 Profil risk/return portofolio Surat Berharga A dan B, dengan asumsi koefisien korelasi positif 0,5

Gambar 7.4 menunjukkan profil keuntungan dan risiko yang diharapkan mengikuti lima koefisien korelasi yang diasumsikan (- 1.0, - 0.5, 0.0, + 0.5 dan + 1.0), bukan hanya satu (+ 0.5) yang ditunjukkan pada Gambar 7.3.



Misalnya, masing-masing titik di sepanjang garis yang menghubungkan A dan B, diberi label R = - 0,5, mewakili risiko dan pengembalian portofolio yang berisi beberapa kombinasi Efek A dan B, dengan asumsi koefisien korelasi antara kedua sekuritas tersebut sebesar -0,5.

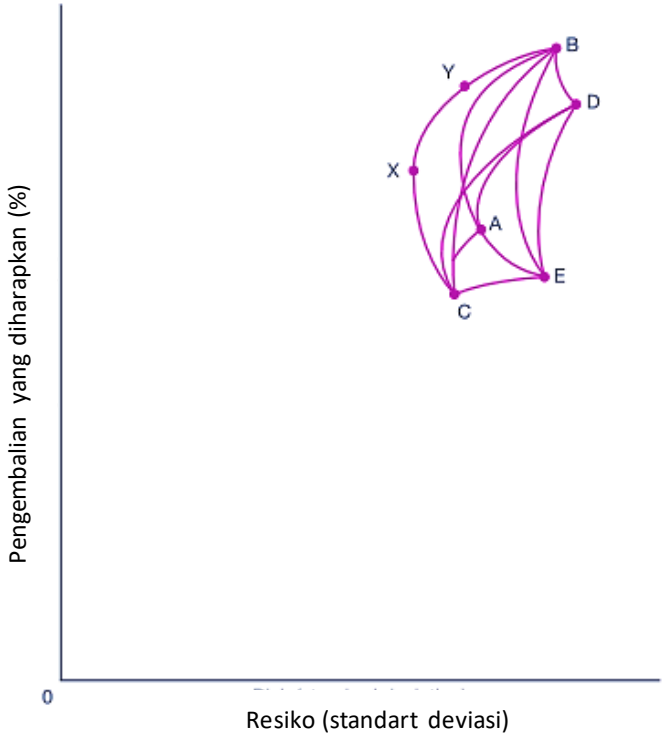
Gambar 7.4 Profil risiko/imbal hasil berbagai portofolio Efek A dan B, dengan asumsi koefisien korelasi yang berbeda

Di sini kita dapat melihat bahwa kemungkinan pengurangan risiko terbesar terjadi pada sekuritas yang berkorelasi negatif. Faktanya, terdapat kombinasi* A dan B yang tidak memiliki risiko ketika koefisien korelasi diasumsikan - 1. Pada kenyataannya, sekuritas yang berkorelasi negatif sempurna seperti itu tidak mungkin ditemukan. Keberadaan mereka menyiratkan bahwa akan mungkin untuk membentuk portofolio yang tidak memiliki risiko sama sekali, namun hal ini tidak mungkin terjadi. Mungkin juga tidak mungkin bahwa sekuritas yang tingkat pengembaliannya berkorelasi positif sempurna akan ada di dunia nyata. Jika ya, membentuk portofolio tidak akan mengurangi risiko apa pun, karena risiko portofolio hanyalah kombinasi linear dari risiko-risiko yang ada pada sekuritas penyusunnya. Hal ini diilustrasikan dengan garis lurus yang menghubungkan A dan B, yang mewakili profil ekspektasi return/risiko untuk R = + 1, pada Gambar 7.4. Pada kenyataannya, sekuritas dengan korelasi positif, namun kurang positif sempurna, adalah hal yang cenderung kita temukan. Sejauh itu, kolom 6 Tabel 7.1 adalah yang paling realistis. Di sini koefisien korelasinya adalah + 0,5 dan penggabungan A dan B menghasilkan pengurangan risiko total, namun tidak berarti penghapusan total risiko.

Bagian risiko yang berkurang ketika A dan B digabungkan dalam suatu portofolio adalah risiko spesifik. Seperti yang kita lihat pada Gambar 7.1, menggabungkan dua sekuritas sama sekali tidak menghilangkan kemungkinan pengurangan risiko tertentu. Memasukkan sekuritas lebih lanjut dalam kombinasi yang tepat ke dalam portofolio akan semakin mengurangi risiko.

Memperluas jangkauan investasi

Gambar 7.5 menunjukkan tiga sekuritas lagi, C, D dan E, yang dimasukkan ke dalam perhitungan.



Setiap titik di sepanjang garis lengkung mewakili risiko dan pengembalian portofolio yang mengandung proporsi tertentu dari beberapa sekuritas. Kurva yang melewati titik X dan Y mewakili risiko dan pengembalian portofolio yang mengandung proporsi tertentu dari seluruh sekuritas. Portofolio yang terletak di sepanjang garis antara B dan X dikatakan mendominasi semua kemungkinan kombinasi kelima sekuritas ini. Hal ini berarti bahwa mereka mempunyai ekspektasi imbal hasil yang lebih tinggi untuk tingkat risiko yang sama (atau lebih rendah), atau risiko yang lebih rendah untuk ekspektasi imbal hasil yang sama (atau lebih tinggi).

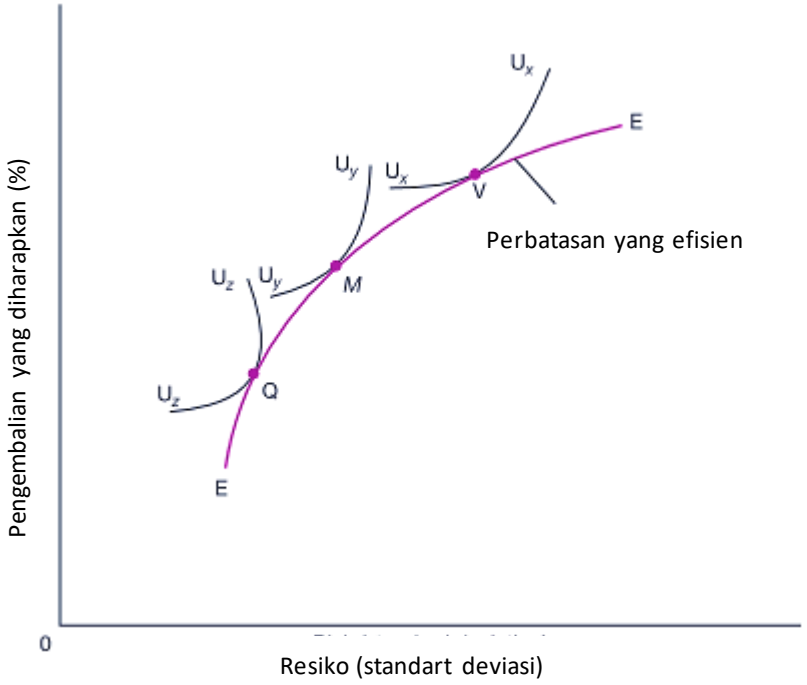
Gambar 7.5 Profil risk/return berbagai portofolio Efek A, B, C, D dan E

Berbagai garis lengkung menunjukkan profil imbal hasil/risiko yang diharapkan dari berbagai kombinasi dua dari lima sekuritas. Garis XB paling jauh di kiri atas grafik menunjukkan profil risiko/imbal hasil yang diharapkan dari suatu portofolio yang memuat berbagai proporsi dari masing-masing lima sekuritas tersebut. Perhatikan bahwa setiap kombinasi ekspektasi imbal hasil dan risiko sepanjang garis ini 'mendominasi' posisi lain yang dapat ditempati investor dengan kelima sekuritas ini. Ambil titik X di sepanjang garis ini, misalnya. Tidak ada kombinasi lain yang tersedia yang akan menghasilkan ekspektasi imbal hasil lebih tinggi untuk

tingkat risiko X, atau memiliki risiko lebih kecil untuk ekspektasi imbal hasil X. Pertimbangkan portofolio yang diwakili oleh poin Y: meskipun portofolio ini memiliki ekspektasi pengembalian yang lebih tinggi daripada X, portofolio ini juga memiliki risiko yang lebih tinggi. Jadi X tidak mendominasi Y, dan Y juga tidak mendominasi X.

Efisiensi

Tentu saja, kelima sekuritas pada Gambar 7.5 tidak mewakili total peluang investasi keuangan dan juga tidak mewakili peluang pengurangan risiko spesifik maksimum yang tersedia. Ada batas efisien untuk sekuritas secara keseluruhan. Hal ini ditunjukkan pada Gambar 7.6.



Setiap titik di sepanjang garis EE mewakili profil risiko/pengembalian beberapa portofolio yang tidak memiliki risiko tertentu. Kurva UxUx, UyUy dan UzUz merupakan kurva utilitas tiga individu berbeda. Grafik tersebut menunjukkan bahwa setiap individu akan berusaha untuk memiliki portofolio sekuritas yang berbeda.

Gambar 7.6 Batas efisien

Setiap titik pada garis EE mewakili beberapa portofolio yang dibangun dari beberapa atau seluruh sekuritas yang tersedia dalam perekonomian secara keseluruhan. Efisiensi dalam konteks ini berarti tidak ada risiko spesifik (tidak sistematis); semuanya telah terdiversifikasi. Tak satu pun dari banyak portofolio yang diwakili oleh garis depan efisien memiliki risiko spesifik; jika mereka melakukan hal tersebut, akan ada kemungkinan untuk melakukan diversifikasi lebih lanjut dan menghilangkannya, sehingga mendorong garis depan lebih jauh ke kiri atas

Kegunaan

Mari kita ingatkan kembali apa yang telah kita bahas pada Bab 6 mengenai utilitas. Adalah mungkin (setidaknya dalam teori), sehubungan dengan individu tertentu dan dua

faktor yang terkait, untuk mewakili preferensi individu tersebut sehubungan dengan trade-off antara faktor-faktor tersebut dengan serangkaian kurva utilitas. Jika kita berasumsi bahwa investor menghindari risiko dan mereka diharapkan menjadi pemaksimal utilitas kekayaan, maka mereka akan memiliki kurva utilitas serupa dengan yang digambarkan pada Gambar 7.6 (UxUx, UyUy, dan UzUz).

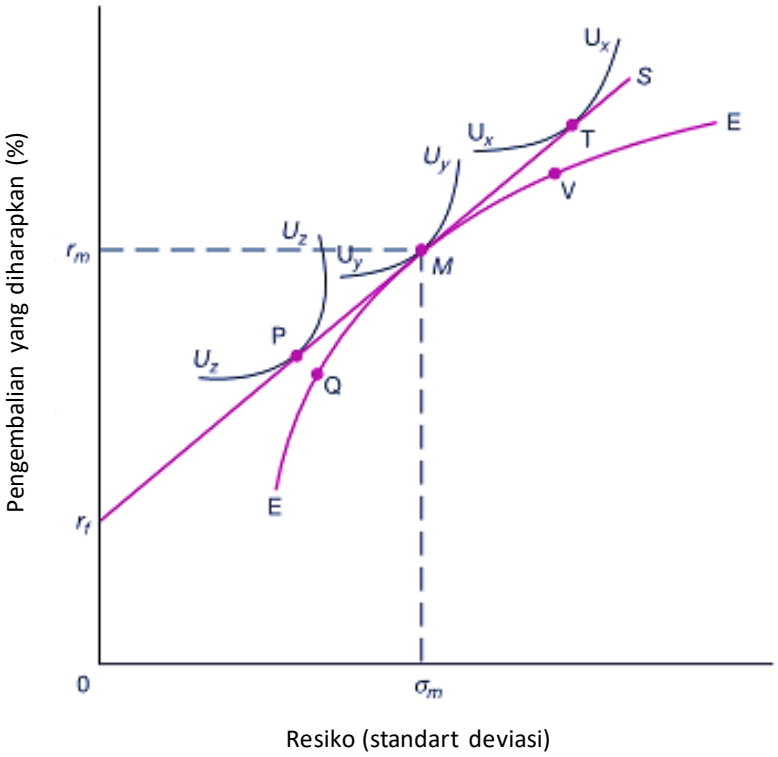
Perhatikan bahwa masing-masing dari ketiga kurva utilitas ini berhubungan dengan individu yang berbeda (X, Y dan Z), yang semuanya siap mengambil risiko, namun memerlukan kompensasi dalam bentuk peningkatan keuntungan yang diharapkan untuk melakukan hal tersebut. Dalam setiap kasus, investor yang sikapnya digambarkan adalah penghindar risiko dan, oleh karena itu, memerlukan peningkatan ekspektasi pengembalian yang semakin besar untuk setiap peningkatan risiko berturut-turut yang siap mereka terima. Inilah sebabnya mengapa masing-masing kurva ini miring ke atas ke kanan.

Melihat kurva utilitas menunjukkan bahwa Individu Z lebih menghindari risiko dibandingkan Individu X. Individu X siap menerima lebih banyak risiko untuk mencapai tingkat pengembalian yang diharapkan dibandingkan individu X. Individu X masih menghindari risiko dan oleh karena itu membutuhkan peningkatan jumlah keuntungan yang diharapkan untuk setiap peningkatan risiko tambahan, namun lebih sedikit dibandingkan Individu Z.

Terlepas dari preferensi pribadi mereka, semua investor (X, Y dan Z) yang sikapnya ditunjukkan pada Gambar 7.6 akan mencapai tingkat utilitas (kepuasan) tertinggi dengan berinvestasi pada beberapa portofolio yang terletak di sepanjang batas efisien (EE) . Tidak seorang pun ingin berinvestasi pada sekuritas atau portofolio individual yang berada di bawah atau di sebelah kanan garis batas efisien karena semua hal tersebut mempunyai risiko tertentu. Dimungkinkan untuk memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi atau memiliki risiko yang lebih rendah dengan berinvestasi dalam portofolio yang terletak pada EE.

Aset bebas risiko

Sekarang kita membuat asumsi lain, yaitu terdapat pasar keuangan yang akan meminjamkan dan meminjam dari semua investor. Ia akan melakukan hal ini dalam jumlah uang yang tidak terbatas, dengan tingkat bunga yang setara dan bebas risiko (rf). Ini akan mengubah posisi dari yang ditunjukkan pada Gambar 7.6 ke Gambar 7.7. Sekarang semua investor akan ditempatkan pada garis lurus r_fS.



Kebanyakan investor akan mampu mencapai tingkat utilitas yang lebih tinggi, baik melalui pinjaman atau pinjaman.

Gambar 7.7 Perbatasan efisien dalam peminjaman dan peminjaman

Investor yang preferensinya serupa dengan Individu Z akan memilih untuk menaruh sebagian kekayaannya pada sekuritas berisiko dan meminjamkan sisanya pada tingkat bunga bebas risiko. Individu Y akan berinvestasi seluruhnya pada sekuritas berisiko meskipun ada peluang untuk meminjam atau meminjamkan (aset bebas risiko). Hal ini karena kurva utilitas orang tersebut bersinggungan dengan rfS, sedangkan rfS sendiri bersinggungan dengan EE. Investor yang preferensinya serupa dengan Individu X (yang paling tidak menghindari risiko di antara ketiganya) akan memilih untuk meminjam pada tingkat bunga rf, sehingga jumlah yang bahkan lebih besar daripada kekayaan mereka dapat diinvestasikan pada surat berharga yang berisiko.

Perhatikan bahwa dua investor kita akan mencapai tingkat utilitas yang lebih tinggi (tingkat pengembalian yang diharapkan lebih tinggi untuk tingkat risiko tertentu, atau tingkat risiko yang lebih rendah untuk tingkat pengembalian yang diharapkan tertentu) melalui adanya pinjaman bebas risiko/ peluang pinjaman. Bandingkan titik P dengan titik Q (dimana Individu Z akan berinvestasi tanpa adanya peluang untuk meminjamkan – lihat Gambar 7.6), atau titik T dengan titik V (di mana Individu X akan berinvestasi tanpa adanya peluang untuk meminjam) pada Gambar 7.7. Bagi investor ketiga posisinya tidak berubah. Hanya investor yang mempunyai preferensi yang menyebabkan tingkat utilitas tertinggi mereka bersinggungan dengan RFS di M yang tidak akan terpengaruh oleh adanya peluang meminjam/meminjam bebas risiko. Tampaknya ini hanya minoritas yang sangat kecil. Setiap investor lain akan menjadi lebih baik.

Pemisahan dua dana

Kecenderungan berinvestasi dalam kombinasi aset berisiko dan bebas risiko dikenal sebagai pemisahan dua dana. Terlepas dari preferensi pribadi individu, mereka semua akan memilih untuk menginvestasikan kekayaan mereka dalam kombinasi Portofolio M dan aset bebas risiko. Keadaan ini mirip dengan pemisahan Fisher, yang kita temui di Bab 2. Pemisahan Fisher menyiratkan bahwa terlepas dari preferensi pribadi mengenai investasi dan konsumsi, semua investor akan sepakat mengenai tingkat optimal investasi riil asalkan ada peluang meminjam/meminjamkan. ada. Pemisahan dua dana berarti semua investor akan sepakat pada portofolio sekuritas berisiko yang sama (Portofolio M) jika ada peluang meminjam/meminjam bebas risiko.

Apa itu Portofolio M?

Hal di atas menimbulkan pertanyaan: portofolio apa yang ingin kita investasikan dan sekuritas apa yang terkandung di dalamnya?

Mari kita serang pertanyaan-pertanyaan ini dari arah lain. Apa yang terjadi pada sekuritas yang bukan merupakan bagian dari Portofolio M? Jika kita semua menginginkan Portofolio M, harga sekuritas yang dikecualikan darinya akan menjadi nol. Komoditas apa pun yang tidak diinginkan siapa pun memiliki harga nol (setidaknya di pasar bebas). Artinya akan ada sekuritas, dengan ekspektasi keuntungan, yang bisa kita beli secara gratis. Tentu saja posisi ini terlalu bagus untuk menjadi kenyataan. Efisiensi pasar modal, yang kita ketahui setidaknya secara luas keberadaannya, menuntut agar anomali seperti itu tidak terjadi dalam kehidupan nyata; Sekuritas dengan harga nol atau hanya di bawah harga tersebut akan menawarkan imbal hasil yang lebih tinggi atas risikonya dan akan meningkatkan Portofolio M. Dengan demikian, sekuritas tersebut akan dibeli sampai harganya, relatif terhadap harga sekuritas pada umumnya, adalah harga yang wajar. Satu-satunya kesimpulan logis dari hal ini adalah bahwa Portofolio M harus memuat proporsi seluruh sekuritas di pasar, dengan kata lain, ini adalah portofolio pasar.

Lebih tegasnya lagi, karena pasar modal untuk sekuritas bukanlah suatu entitas yang berdiri sendiri dan tersegel, maka portofolio pasar harus memuat proporsi dari seluruh aset modal yang ada. Adalah mungkin, dan seringkali praktis, untuk menjual sekuritas dan menggunakan hasilnya untuk berinvestasi pada (misalnya) emas, tanah, lukisan, atau minuman anggur antik. Oleh karena itu, aset tersebut harus dianggap sebagai pengganti sekuritas dan, secara logis, aset tersebut harus menjadi bagian dari portofolio pasar.

Jalur pasar modal

Garis $r_f S$ pada Gambar 7.7 dikenal sebagai garis pasar modal (CML). CML mendefinisikan hubungan antara risiko dan pengembalian untuk portofolio sekuritas berisiko yang efisien. Perhatikan bahwa garis ini akan bergeser ke atas dan ke bawah, mendekati atau menjauh dari garis horizontal, seiring dengan perubahan suku bunga (dan, oleh karena itu, suku bunga bebas risiko) seiring waktu.

Kita dapat melihat dari Gambar 7.7 bahwa ekspektasi pengembalian yang tersedia bagi seorang investor adalah:

$$r_f + \text{Risk premium}$$

Besarnya premi risiko bergantung pada seberapa besar investasi pada portofolio surat berharga berisiko.

7.5 MODEL PENETAPAN HARGA ASET MODAL

CML mendefinisikan tradeoff risiko/pengembalian untuk portofolio yang efisien. Apa yang mungkin lebih menarik dan, secara teoritis, bernilai bagi kami adalah hubungan antara ekspektasi imbal hasil dan risiko masing-masing sekuritas. Faktanya, ini adalah:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f]\frac{\text{Cov}(i, M)}{\sigma_m^2}$$

dimana E(ri) adalah ekspektasi imbal hasil dari i, sekuritas individual tertentu, rf adalah suku bunga pinjaman/pinjaman bebas risiko, E(rm) ekspektasi imbal hasil portofolio pasar, Cov(i, M) kovarians imbal hasil keamanan i dengan portofolio pasar dan s2 varians (kuadrat deviasi standar) dari imbal hasil pasar.

Pernyataan ini, yang dikenal sebagai model penetapan harga aset modal (CAPM), dapat diturunkan langsung dari apa yang diketahui tentang CML. (Lampiran bab ini memberikan derivasi CAPM secara rinci.)

Perhatikan bahwa, dalam menggunakan CAPM untuk mengetahui keuntungan yang diharapkan untuk keamanan tertentu i, kami hanya menggunakan satu faktor yang merujuk secara spesifik ke i. Ini adalah Cov(i, M). Semua faktor lainnya [E(rm), rf dan s2] bersifat umum untuk semua sekuritas. Satu-satunya faktor yang membedakan ekspektasi imbal hasil suatu sekuritas dengan sekuritas lainnya adalah sejauh mana ekspektasi imbal hasil dari sekuritas tertentu berbeda-beda dengan ekspektasi imbal hasil dari portofolio pasar.

Hal ini sangat berkaitan dengan apa yang telah kami temukan sejauh ini mengenai risiko spesifik dan sistematis. Kami tahu bahwa risiko tertentu dapat dihindari dengan mudah; Oleh karena itu, tidak mengejutkan untuk mengetahui bahwa, setidaknya secara teori, keuntungan yang kita harapkan dari suatu sekuritas tertentu tidak ada hubungannya dengan risiko tertentu. Meskipun risiko yang lebih tinggi biasanya menghasilkan ekspektasi keuntungan yang lebih tinggi, sangatlah logis jika seseorang yang tidak perlu dihadapkan pada risiko tertentu tidak boleh mengharapkan keuntungan yang lebih tinggi.

CAPM menyatakan bahwa, secara teori, ekspektasi imbal hasil akan ditingkatkan oleh besarnya kovarians imbal hasil yang diharapkan dari sekuritas tertentu dengan portofolio pasar. Sekali lagi hal ini berkaitan dengan apa yang telah kita ketahui bahwa risiko sistematis, yang terpaksa ditanggung oleh investor, berkaitan dengan faktor-faktor yang cenderung mempengaruhi semua sekuritas. Semakin besar pengaruh faktor-faktor ini pada suatu sekuritas tertentu, semakin besar risiko sistematisnya dan, secara logis, semakin besar pula keuntungan yang diharapkan dari sekuritas tersebut. Tidak mengherankan bahwa kovarians dengan sifat umum sekuritas merupakan ukuran risiko sistematis.

Beta: ukuran risiko

CAPM memberi tahu kita bahwa pasar modal menetapkan harga sekuritas sehingga tidak diharapkan adanya pengembalian yang lebih tinggi karena menanggung risiko tertentu. Menanggung risiko sistematis diharapkan akan dihargai dengan premi risiko (di atas tingkat bebas risiko) sebesar:

$$[E(r_m) - r_f] \times \mathrm{Cov}(i, M)/\sigma_m^2$$

Istilah terakhir biasanya dikenal dengan beta (b), sehingga CAPM biasanya ditulis sebagai:

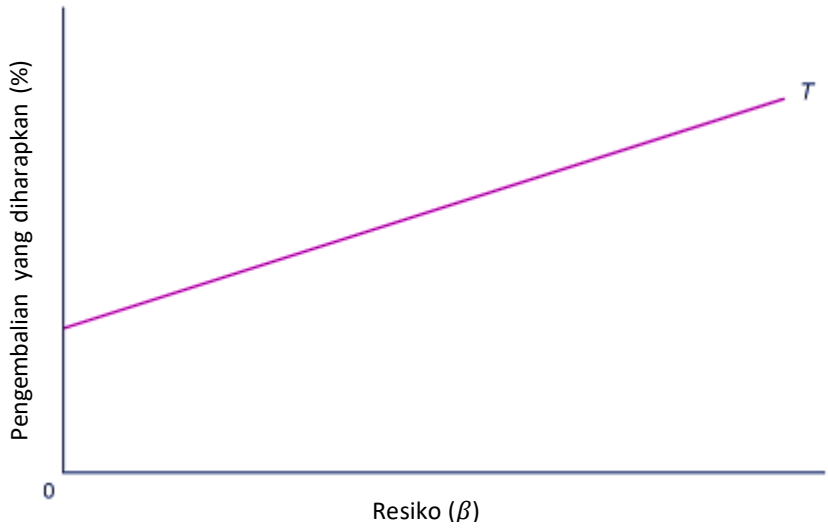
$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f]\beta_i$$

Secara teori, semakin besar beta yang menjadi ciri suatu sekuritas tertentu, semakin tinggi pula ekspektasi imbal hasil sekuritas tersebut.

Perlu diperhatikan bahwa CAPM tidak menyatakan bahwa sekuritas dengan beta tinggi dijamin menghasilkan keuntungan yang tinggi. Sudah menjadi sifat risiko bahwa tidak ada yang bisa dijamin. Namun, sebelum peristiwa tersebut terjadi, sekuritas dengan beta tinggi, secara teori, diharapkan memiliki imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan sekuritas dengan beta rendah. Jika secara umum investasi pada sekuritas (portofolio pasar) berjalan dengan baik, maka portofolio yang mengandung sekuritas dengan beta tinggi akan berkembang: semakin tinggi beta, maka portofolio tersebut akan semakin makmur. Di sisi lain, jika sekuritas secara umum memiliki kinerja yang buruk, maka sekuritas dengan beta tinggi akan memiliki kinerja yang sangat buruk. Dengan kata lain, beta adalah ukuran volatilitas imbal hasil relatif terhadap portofolio pasar. Beta di atas 1,0 dianggap tinggi dan di bawah 1,0 dianggap rendah. Sekuritas dengan beta tinggi kadang-kadang disebut sebagai sekuritas yang agresif dan sekuritas dengan beta rendah sebagai defensif. Dalam kehidupan nyata, saham ekuitas dapat ditemukan memiliki beta hingga sekitar 2.0; mereka juga dapat ditemukan dengan beta serendah sekitar 0,4. Beta dari enam bisnis terkemuka di Inggris pada Januari 2016 ditunjukkan pada Tabel 7.2.

Tabel 7.2 Beta dari enam bisnis terkemuka di Inggris pada Januari 2016

Associated British Foods plc (produsen makanan)	0,90
British Petroleum plc (produsen minyak dan gas)	1.22
Kingfisher plc (pengecer DIY)	0,93
Rolls-Royce Holdings plc (bisnis manufaktur mesin dan generator)	1.15
Tesco plc (bisnis supermarket)	1.16
WH Smith plc (pengecer)	



Jika tidak ada risiko, maka tingkat pengembalian yang diharapkan adalah tingkat bebas risiko. Ketika risiko sistematis (diukur dengan b) meningkat, diperkirakan premi risiko yang semakin besar, melebihi tingkat bebas risiko.

Gambar 7.8 Representasi grafis CAPM – garis pasar keamanan

Garis pasar keamanan

Gambar 7.8 menunjukkan CAPM direpresentasikan secara diagramatis. Di sini risiko diukur dengan beta. Profil risiko/pengembalian semua aset harus terletak di sepanjang garis rfT, yang dikenal sebagai garis pasar keamanan (SML).

Penting untuk mengenali perbedaan antara garis pasar modal dan garis pasar sekuritas. CML menunjukkan ekspektasi imbal hasil yang diplot terhadap risiko, di mana risiko diukur dalam bentuk deviasi standar imbal hasil. Hal ini tepat karena CML mewakili tradeoff risiko/pengembalian untuk portofolio yang efisien, yaitu risiko yang merupakan seluruh risiko sistematis. SML, di sisi lain, menunjukkan tradeoff risiko/pengembalian di mana risiko diukur dengan beta, yaitu hanya dengan elemen risiko sistematis dari sekuritas individual. Tidak ada profil risiko/pengembalian sekuritas individual yang ditampilkan oleh CML karena semua sekuritas individual memiliki elemen risiko tertentu, artinya semuanya tidak efisien. Jadi semua sekuritas individual (dan tentu saja semua portofolio yang tidak efisien) terletak di kanan bawah garis batas efisien (lihat Gambar 7.6).

CAPM dikembangkan oleh Sharpe (1963), meskipun orang lain secara independen mencapai kesimpulan serupa pada waktu yang hampir bersamaan.

7.6 CAPM: CONTOH ESTIMASI BETA

Sekarang kita akan melihat bagaimana beta untuk saham biasa suatu bisnis tertentu dapat diperoleh. Contoh 7.3 Tingkat indeks bursa efek representatif pada akhir tahun dan harga saham biasa Ace plc adalah sebagai berikut:

Tahun	index	Ace plc (dalam Rp. X00.000)
2007	218	1.09

2008	230	1.20
2009	248	1.33
2010	250	1.40
2011	282	1.80
2012	297	1.99
2013	288	1.81
2014	290	1.98
2015	320	2.25
2016	356	2.55
2017	371	2.80

Anda diharuskan, berdasarkan hal di atas, untuk menghitung beta. (Abaikan dividen secara keseluruhan.)

Solusi

Estimasi faktor pasar

Tahun (1)	Index (2) P_{mt}	Pengembalian (3) $r_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$	Deviasi pengembalian (4) $r_{mt} - S_m$	Variasi pengembalian (5) $(r_{mt} - S_m)^2$
2007	218			
2008	230	0.055	(0.001)	0.0000
2009	248	0.078	0.022	0.0005
2010	250	0.008	(0.048)	0.0023
2011	282	0.128	0.072	0.0052
2012	297	0.053	(0.003)	0.0000
2013	288	(0.030)	(0.086)	0.0074
2014	290	0.007	(0.049)	0.0024
2015	320	0.103	0.047	0.0022
2016	356	0.113	0.057	0.0032
2017	371	0.042	(0.014)	0.0002
		0.557		0.0234

$$S_m = \frac{0.557}{10} = 0.056, \text{Var } r_m = \frac{0.0234}{10} = 0.0023$$

Estimasi beta Ace plc

Tahun (1)	Harga (2) P_{lt}	Pengembalian (3) $\frac{P_{lt} - P_{lt-1}}{P_{lt-1}}$	Deviasi pengembalian (4) $r_{lt} - S_l$	Kovarian dengan pasar (5) $(r_{lt} - S_l)(r_{mt} - S_{mt})$
2007	1.09			
2008	1.20	0.101	(0.002)	0.0000
2009	1.33	0.108	0.005	0.0001

2010	1.40	0.053	(0.050)	0.0024
2011	1.80	0.286	0.183	0.0132
2012	1.99	0.106	0.003	(0.0000)
2013	1.81	(0.090)	(0.193)	0.0166
2014	1.98	0.094	(0.009)	0.0004
2015	2.25	0.136	0.033	0.0016
2016	2.55	0.133	0.030	0.0017
2017	2.80	0.098	(0.005)	0.0001
		1.025		0.0361

$$S_l = \frac{1.025}{10} = 0.103, \text{Cov}(i, M) = \frac{0.0361}{10} = 0.0036$$

Sejak

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(i, M)}{\text{Var } r_m}$$

Maka

$$\beta_{\text{Ace}} = \frac{0.0036}{0.0023} = 1.56$$

Dengan demikian ekuitas Ace plc memiliki beta yang cukup tinggi.

Catatan

Penjelasan perhitungan faktor pasar pada tabel pertama di atas adalah sebagai berikut:

- pmt adalah nilai indeks yang digunakan sebagai pengganti pasar dan ditampilkan di kolom 2.
- rmt adalah keuntungan tahun ini di pasar. Dihitung sebagai keuntungan sepanjang tahun, yaitu nilai akhir tahun (pmt) dikurangi nilai awal tahun (pmt - 1) dibagi dengan nilai awal tahun (pmt - 1) . Misalnya, return selama tahun 2008 adalah kenaikan indeks dari tahun 2007 ke tahun 2008 (12) dibagi dengan nilai pada awal tahun 2008 (218).
- Sm adalah rata-rata imbal hasil tahunan, yaitu jumlah imbal hasil dibagi dengan jumlah imbal hasil (10).
- Kolom 4 dikurangi dengan mengurangkan rata-rata imbal hasil tahunan (0,056) dari imbal hasil tiap tahun (kolom 3).
- Kolom 5 adalah kolom 4 yang dikuadratkan.

Angka-angka dalam tabel yang berkaitan dengan Ace plc juga diturunkan dengan cara yang sama.

7.7 ASUMSI CAPM

Dalam mengembangkan CAPM beberapa asumsi perlu dibuat. Ini adalah sebagai berikut:

1. Investor menghindari risiko dan memaksimalkan manfaat kekayaan yang diharapkan.
2. Pasar modal tidak didominasi oleh investor perorangan.

3. Investor hanya tertarik pada dua fitur sekuritas: ekspektasi imbal hasil dan variansnya (atau deviasi standar).
4. Terdapat tingkat suku bunga bebas risiko di mana semua investor dapat meminjam atau meminjamkan tanpa batas pada tingkat suku bunga yang sama.
5. Tidak adanya biaya transaksi, pajak dan ketidaksempurnaan lainnya.
6. Semua investor memiliki persepsi yang sama terhadap setiap sekuritas.

Sekilas asumsi-asumsi ini menunjukkan bahwa beberapa asumsi mungkin valid di dunia nyata, sedangkan asumsi lainnya jelas tidak valid. Misalnya, Asumsi 1 tampaknya benar; tentu saja kebanyakan orang tampaknya lebih memilih kekayaan yang lebih banyak daripada yang lebih sedikit (semua hal dianggap sama) dan sebagian besar dari kita menghindari risiko. Sebaliknya, asumsi 5 jelas tidak valid dalam kenyataannya. Apakah ketidakabsahan asumsi-asumsi tertentu melemahkan model ini atau tidak, mungkin hanya dapat diketahui dengan melihat seberapa baik CAPM bekerja dalam praktiknya.

7.8 PENGUJIAN CAPM

Sifat tesnya

CAPM telah menjalani sejumlah besar pengujian empiris. Sebagian besar dari mereka berupaya memperkirakan beta suatu sekuritas dengan melakukan regresi imbal hasil bulanan (keuntungan modal ditambah dividen yang dinyatakan sebagai pecahan dari harga sekuritas di awal bulan) terhadap imbal hasil dari portofolio pasar (seperti yang kami lakukan pada Ace plc. pada Contoh 7.3). Karena portofolio pasar benar-benar tidak dapat diobservasi (berisi sebagian dari setiap kemungkinan investasi modal), maka digunakanlah portofolio pengganti. Biasanya ini adalah indeks pasar modal yang representatif (di Inggris, Financial Times Actuaries Index kadang-kadang digunakan untuk tujuan ini). Beta cenderung dihitung berdasarkan pengembalian bulanan selama periode yang cukup lama seperti lima tahun (60 bulan). Pengujian kemudian dilanjutkan untuk menilai apakah CAPM menjelaskan imbal hasil sekuritas selama periode setelah periode yang digunakan untuk memperkirakan beta.

Temuan sebelumnya

Hingga saat ini, dapat dikatakan bahwa berbagai pengujian telah mendukung CAPM secara luas. Ada keraguan mengenai keabsahan penggunaan rancangan undang-undang jangka pendek dari pemerintahan yang stabil, seperti di Inggris dan AS, sebagai tingkat bebas risiko, karena hal ini tidak sesuai dengan bukti yang ada. Namun para peneliti menemukan beta sebagai ukuran risiko yang valid dan cukup lengkap. Terlepas dari kenyataan bahwa CAPM berkaitan dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (yang tidak mungkin untuk diuji) dan pengujian tersebut, tentu saja, berhubungan dengan peristiwa aktual di masa lalu, dapat disimpulkan bahwa CAPM secara luas valid sebagai model yang berguna untuk menjelaskan hubungan antara risiko dan risiko. kembali.

Temuan selanjutnya

Baru-baru ini, muncul bukti yang mempertanyakan validitas CAPM. Fama dan French (1992, 1996) melakukan penelitian besar terhadap saham-saham AS yang mencakup periode 1962 hingga 1989. Mereka menemukan bahwa beta tidak selalu dapat menjelaskan secara lengkap tingkat pengembalian investasi dan bahwa pengembalian dari saham beberapa bisnis

adalah sama. lebih besar dari perkiraan CAPM. Usaha tersebut merupakan usaha kecil dan/atau yang mempunyai rasio nilai ekuitas laporan posisi keuangan (buku) terhadap nilai pasar ekuitas yang tinggi. Fama dan French menyimpulkan bahwa investor memandang bisnis seperti ini lebih berisiko (sehingga menghasilkan return yang lebih tinggi) dibandingkan bisnis yang lebih besar dan/atau bisnis dengan rasio 'book to equity' yang lebih rendah. Lebih lanjut mereka menyimpulkan bahwa hal ini disebabkan oleh investor yang melihat kemungkinan besar usaha kecil dan usaha dengan rasio pembukuan terhadap ekuitas yang tinggi akan mengalami kesulitan keuangan, misalnya saat krisis ekonomi, dibandingkan usaha lainnya. Kesulitan keuangan seperti ini cenderung merugikan pemegang saham. Tampaknya usaha kecil kurang tahan terhadap masa-masa sulit dibandingkan usaha besar. Nilai pasar ekuitas sebagian besar bisnis (yaitu harga saham saat ini dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan) lebih besar daripada angka yang terdapat dalam laporan posisi keuangan untuk modal saham ditambah cadangan. Hal ini karena laporan posisi keuangan cenderung tidak memasukkan item-item seperti goodwill dan nilai nama merek sebagai aset, sedangkan harga saham cenderung mencerminkan item-item ini. Secara umum, ketika nilai pasar ekuitas sangat tinggi dibandingkan dengan nilai bukunya, investor memiliki keyakinan terhadap masa depan bisnis tersebut, khususnya kemampuannya untuk bertahan dan berkembang. Sebaliknya, ketika rasio book to market suatu perusahaan relatif tinggi, kepercayaan investor terhadap masa depannya cenderung relatif rendah.

Hasil yang diharapkan dari suatu investasi = Suku bunga bebas risiko + premi risiko CAPM normal + premi risiko kedua terkait ukuran + premi risiko ketiga terkait rasio buku ke pasar

Secara umum, untuk bisnis besar dengan rasio book to market yang rendah, standar CAPM tampaknya menjadi prediktor yang baik untuk ekspektasi keuntungan. Untuk usaha kecil dan/atau memiliki harga saham yang relatif rendah dibandingkan dengan nilai ekuitas di laporan posisi keuangan, salah satu atau kedua premi risiko lainnya perlu dimasukkan. Davies, Fama dan French (2000) menguji model 'tiga faktor' mereka dengan menggunakan data AS selama periode 1929 hingga 1997 dan menemukan bahwa model tersebut secara signifikan lebih dapat diandalkan dibandingkan CAPM dasar. Davies, Unni, Draper dan Paudyal (1999) menguji model Fama dan Perancis menggunakan data Inggris. Mereka mengambil periode 1976 hingga 1995, menggunakan data dari bagian pertama periode tersebut untuk menetapkan beta dan faktor-faktor untuk dua premi risiko lainnya (size dan book to market), dan menilai seberapa baik model tersebut memprediksi return aktual pada bagian kedua. periode tersebut. Mereka menemukan bahwa model tersebut bekerja secara signifikan lebih baik daripada CAPM dasar. Chi-Hsiou Hung, Shackleton dan Xu (2004), juga menggunakan data Inggris, menyimpulkan bahwa beta tetap sangat signifikan dalam menjelaskan pengembalian saham, terutama ketika faktor Fama dan Perancis (ukuran dan nilai buku) diperhitungkan.

Fama dan French (2004) menyebabkan ketidakpastian lebih lanjut bagi CAPM. Mereka meninjau bukti-bukti model yang dikumpulkan selama beberapa dekade dan menyimpulkan bahwa 'masalah empiris CAPM membuat penggunaannya tidak valid dalam penerapan'.

Sebagai penguji CAPM yang berpengalaman dan sangat dihormati (Fama menerbitkan hasil pengujian CAPM pertamanya pada tahun 1973), kritik Fama dan Prancis terhadap model tersebut menimbulkan kekhawatiran.

Temuan terbaru

Beberapa penelitian terbaru – termasuk yang dilakukan oleh Hur dan Kumar (2007), Levy (2009), Ray, Savin dan Ashish (2009) dan Bruckner, Lehmann dan Stehle (2012) menyimpulkan bahwa Fama dan French melebih-lebihkan kasus ini dan bahwa CAPM valid secara luas.

Di sisi lain, beberapa penelitian lain belum mendukung CAPM. Ini termasuk Fernandez dan Berjemo-Boixareu (2013), yang mempelajari sekuritas terdaftar terbesar di AS dan menyimpulkan bahwa penggunaan beta 1 untuk semua sekuritas memberikan prediksi imbal hasil aktual yang lebih baik dibandingkan menggunakan beta yang dihitung untuk sekuritas individual.

Da, Guo dan Jagannathan (2011) nampaknya telah memberikan pencerahan baru mengenai subjek ini dengan menunjukkan bahwa, meskipun CAPM mungkin kurang dalam mengidentifikasi ekspektasi pengembalian saham, CAPM dapat diandalkan dalam memperkirakan beta untuk masing-masing proyek investasi. Oleh karena itu, penggunaan model tersebut untuk memperoleh tingkat diskonto yang akan diterapkan pada proyeksi arus kas peluang investasi bisnis riil sepenuhnya sah.

Hal terbaik yang dapat kami katakan, pada saat ini dalam karier CAPM, adalah validitas praktisnya yang masih belum pasti.

7.9 CAPM – MENGAPA ADA KERAGUAN?

Semua yang telah kita bahas sejauh ini dalam bab ini seharusnya membawa kita pada pertanyaan mengapa pengujian CAPM belum terlalu mendukung kegunaan praktisnya. Model ini tampaknya didasarkan pada logika yang sempurna, namun model ini bergantung pada beberapa asumsi yang jelas-jelas tidak valid. Selain itu, masih banyak asumsi yang perlu dibuat agar model dapat diuji. Di sinilah letak beberapa masalahnya. Asumsi-asumsi yang teridentifikasi bermasalah adalah:

- Investor hanya mementingkan nilai yang diharapkan dan deviasi standar suatu sekuritas. Telah dikemukakan bahwa investor lebih memperhatikan faktor-faktor yang berkaitan dengan keamanan daripada sekadar risiko dan keuntungan. Jika hal ini benar, beta tidak bisa menjadi ukuran risiko yang lengkap.
- Indeks pasar saham yang representatif adalah pengganti yang masuk akal untuk portofolio pasar. Merupakan praktik umum untuk menggunakan informasi imbal hasil dari indeks pasar saham yang diakui, seperti FTSE All-Share Index, sebagai pengganti 'portofolio pasar'. Permasalahannya adalah bahwa 'portofolio pasar' yang sebenarnya berisi lebih dari sekedar saham yang terdaftar di Bursa Efek London: secara teori, portofolio tersebut berisi beberapa dari setiap investasi yang mungkin ada di dunia.
- Pengembalian dari surat berharga pemerintah jangka pendek merupakan pengganti yang masuk akal untuk tingkat bunga bebas risiko. Tidak mungkin untuk melihat tingkat suku

bunga bebas risiko yang sebenarnya, karena tidak ada investasi yang benar-benar bebas risiko.

- CAPM adalah model 'ekspektasi'. Keluaran dari model sebenarnya adalah apa yang diharapkan terjadi. Pengujian model, tentu saja, menilai model berdasarkan apa yang sebenarnya telah terjadi.

Ketidakabsahan tiga poin terakhir berarti bahwa model tersebut belum diuji dengan benar. Artinya model tersebut mungkin berfungsi dengan baik, namun kita tidak tahu apakah model tersebut berfungsi dengan baik atau tidak.

7.10 IMPLIKASI TEORI PORTOFOLIO MODERN DAN CAPM

Untuk investor keamanan

Bagi investor sekuritas, implikasi teori portofolio modern (MPT) dan CAPM tampaknya adalah:

- Investor harus melakukan diversifikasi secukupnya untuk menghilangkan sebagian besar risiko spesifik dari portofolionya. Tampaknya tidak ada imbalan untuk menanggung risiko tertentu.
- Mereka harus memutuskan apakah mereka ingin berinvestasi pada sekuritas berisiko tinggi (beta 7 1), berisiko menengah (beta = 1) atau berisiko rendah (beta 6 1). Terdapat daftar beta ekuitas terkemuka di Bursa Efek yang diterbitkan secara berkala oleh sejumlah organisasi komersial, termasuk Digital Look Ltd (lihat Tabel 7.2) dan London Business School, yang dapat digunakan investor untuk membantu mereka membangun portofolio yang mencerminkan risiko pribadi mereka/ preferensi pengembalian. Beta yang diterbitkan diperbarui setiap triwulan dan diyakini berasal dari perbandingan imbal hasil bulanan lima tahun sebelumnya dengan indeks Bursa Efek yang representatif, yang bertindak sebagai pengganti portofolio pasar. (Organisasi komersial di negara lain menawarkan layanan serupa sehubungan dengan sekuritas yang terdaftar di pasar saham asal mereka.)

Meskipun bukti efisiensi pasar modal menunjukkan bahwa tidak mungkin menentukan pemenang secara sistematis, hal ini tidak berarti bahwa sekuritas suatu perusahaan sama dengan sekuritas perusahaan lain. Bukti mengenai CAPM, meskipun beragam, secara umum menunjukkan bahwa adalah mungkin untuk membedakan antara sekuritas yang kinerjanya akan lebih baik dari rata-rata jika pasar berkinerja baik – dan lebih buruk jika pasar berkinerja buruk – di satu sisi, dan yang memiliki volatilitas yang lebih rendah, risiko yang lebih kecil. sekuritas di sisi lain. Dengan demikian investor dapat memilih tingkat risiko yang sesuai dengan situasi dan kepribadiannya serta mengharapkan imbal hasil yang sepadan dengan tingkat risiko tersebut.

Untuk manajer keuangan dalam memperoleh tingkat diskonto untuk proyek investasi riil.

Pada titik ini, pertanyaan yang muncul adalah bagaimana dunia usaha harus memilih tingkat diskonto terhadap arus kas yang diharapkan dari proyek-proyek investasi riil yang prospektif, untuk mengetahui NPV mereka. Dalam pembahasan kita tentang maksimalisasi kekayaan pemegang saham di Bab 2, kami memperkenalkan gagasan bahwa tingkat diskonto

yang sesuai adalah tingkat bunga pinjaman/pinjaman. Di dunia nyata, pendekatan seperti ini tidak dapat dipertahankan karena alternatif yang sebanding dengan investasi riil bukanlah pinjaman bebas risiko. Peluang yang secara logika harus dibandingkan dengan proyek yang sedang dipertimbangkan adalah peluang yang mempunyai risiko yang sama dengan proyek tersebut.

Mari kita ingatkan diri kita sendiri tentang tiga faktor yang mempengaruhi keputusan tingkat diskonto:

- Nilai suatu bisnis adalah jumlah NPV dari seluruh proyek yang saat ini dijalankan (ditambah nilai opsi riil yang dimilikinya pada saat itu), sehingga proyek baru dengan NPV positif harus dilaksanakan. meningkatkan nilai bisnis sebesar NPV positif (lihat Bab 4).
- Riset efisiensi pasar modal menunjukkan bahwa peristiwa-peristiwa penting secara ekonomi yang terjadi dalam bisnis tercermin dalam harga saham, sehingga mengambil proyek dengan NPV positif seharusnya meningkatkan nilai pasar sekuritas bisnis tersebut (lihat Bab 9).
- CAPM menyatakan bahwa keuntungan yang diharapkan berbanding lurus dengan tingkat risiko setiap investasi individu. Selain itu, satu-satunya bagian risiko yang penting (dengan asumsi investor memiliki portofolio yang efisien) adalah risiko sistematis (diukur dengan beta).

Di antara ketiganya, ketiga hal ini mengarah pada pernyataan bahwa tingkat diskonto logis untuk suatu proyek investasi riil (dan pasti berisiko) harus diturunkan dari CAPM. Nilai beta yang akan digunakan akan mencerminkan kovarians pengembalian yang diharapkan dari proyek dengan investasi berisiko pada umumnya (portofolio 'pasar'). Bagaimanapun, pasar modal adalah pasar di mana komoditas yang diperdagangkan memiliki risiko dan keuntungan yang diharapkan, dan menggunakan harga risiko yang diturunkan dari pasar (seperti yang dilakukan CAPM) tampaknya merupakan cara yang masuk akal untuk menentukan harga investasi riil individu. Hal ini sangat logis ketika memaksimalkan kekayaan pemegang saham adalah tujuan bisnis.

Apakah upaya untuk menilai beta masing-masing proyek investasi riil memang sangat praktis, masih kurang pasti. Cukup sulit untuk memperkirakan arus kas, tanpa mencoba menilai tingkat kovariansnya dengan portofolio pasar. Pendekatan yang lebih praktis mungkin adalah dengan mencoba menggunakan beta karakteristik (rata-rata) untuk industri di mana investasi riil akan dilakukan, untuk mendapatkan tingkat diskonto untuk proyek tersebut. Pada pandangan pertama, hal ini mungkin tampak seperti pendekatan yang terlalu luas karena terdapat risiko yang melekat pada proyek tertentu yang mungkin tidak berlaku untuk bidang kegiatan secara umum. Namun, refleksi singkat akan mengungkapkan bahwa faktor-faktor non-umum tentu saja berhubungan dengan risiko spesifik yang dapat didiversifikasi oleh investor individu. Misalnya, sebuah bisnis, yang sebagian besar investasi riilnya adalah penerbitan surat kabar, bermaksud melakukan investasi riil dalam pembuatan perabot dapur. Untuk mendapatkan tingkat diskonto yang sesuai untuk proyek tersebut, proyek tersebut harus menggunakan beta rata-rata dari bisnis yang sepenuhnya terlibat dalam aktivitas yang sama. Dengan demikian, tingkat diskonto akan mencerminkan persepsi pasar modal terhadap risiko sistematis yang melekat pada manufaktur furnitur dapur.

Karena bisnis berupaya meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya, terutama melalui nilai pasar saham, maka persepsi pasar sangatlah penting. Kita harus mencatat bahwa dengan menganjurkan tingkat diskonto yang diturunkan dari pasar modal, kita mengatakan bahwa kita harus menggunakan tingkat diskonto biaya peluang dengan cara yang sama seperti arus kas yang akan didiskontokan adalah arus kas peluang. Hal ini benar karena alternatif investasi dengan risiko sistematis yang sama dengan investasi riil yang dipertimbangkan adalah membeli saham bisnis lain dengan beta yang sama dengan proyek tersebut. Oleh karena itu, kita hanya perlu bersiap untuk melakukan investasi riil jika kita mengharapkan NPV positif, ketika arus kas yang diharapkan didiskontokan pada tingkat pengembalian yang diharapkan dari alternatif investasi sekuritas.

7.11 KURANGNYA PENGETAHUAN PEMEGANG SAHAM MENGENAI INVESTASI BERISIKO

Pada bab terakhir kami mengidentifikasi masalah yang dihadapi manajer dalam memilih proyek investasi yang berisiko. Masalahnya adalah pemegang saham individu mungkin tidak semua melihat proyek berisiko tertentu dengan cara yang sama. Meskipun proyek tersebut dapat meningkatkan utilitas salah satu pemegang saham, proyek tersebut dapat mengurangi utilitas pemegang saham lainnya. Hal ini mencerminkan tingkat penghindaran risiko yang berbeda-beda di antara para pemegang saham.

Secara teoritis, mendiskontokan arus kas yang diharapkan ([proyeksi arus kas * probabilitas terjadinya masing-masing]) dengan menggunakan tingkat diskonto yang berasal dari CAPM akan mengatasi masalah ini. Semua pemegang saham, terlepas dari sikap masing-masing terhadap risiko (asalkan mereka menghindari risiko), akan sepakat bahwa proyek yang memiliki NPV positif ketika arus kas yang diharapkan didiskontokan pada tingkat yang diturunkan dari CAPM akan meningkatkan utilitas kekayaannya dan, oleh karena itu, , harus dilakukan. Perhatikan bahwa kebulatan suara teoretis ini bergantung pada asumsi bahwa seluruh pemegang saham memegang saham sebagai bagian dari portofolio yang terdiversifikasi dengan baik.

7.12 MENGGUNAKAN CAPM DALAM TINGKAT DISKONTO UNTUK INVESTASI

Ada tiga faktor yang perlu diperkirakan di masa depan agar logika penggunaan CAPM dasar untuk memperoleh tingkat diskonto dapat diterapkan. Sekarang kita akan melihat masing-masing secara bergantian untuk mencoba menilai kesulitan dalam mencapai perkiraan yang masuk akal bagi mereka. Sebenarnya, yang perlu kita tanyakan pada diri kita sendiri adalah apakah masa lalu bisa menjadi panduan yang berguna untuk masa depan dalam kaitannya dengan masing-masing masa lalu dan, jika tampaknya tidak demikian, apa, jika ada, yang bisa kita gunakan sebagai alternatif.

Ukuran risiko (beta)

Hal ini mungkin merupakan faktor yang paling tidak menimbulkan masalah di antara ketiga faktor tersebut karena rata-rata beta untuk saham biasa bisnis di industri tertentu tampaknya cukup stabil dari waktu ke waktu. Tampaknya beta suatu portofolio, yang dihitung selama periode lima tahun, merupakan prediktor yang cukup baik terhadap beta portofolio yang sama selama lima tahun berikutnya (lihat Chi-Cheng, Fuller dan Chen, 2000; Groenewald

dan Fraser, 2000). Dalam istilah praktis, pendekatan yang masuk akal tampaknya adalah memperkirakan atau, lebih mudahnya, menggunakan estimasi beta dari beberapa layanan beta komersial untuk beberapa bisnis yang aktivitas utamanya serupa dengan investasi riil tertentu yang sedang dipertimbangkan. Beta individu ini kemudian harus dirata-ratakan.

Tingkat bebas risiko (rf)

Di sini kita perlu mengidentifikasi aset bebas risiko dan membuat estimasi kemungkinan tingkat pengembaliannya di masa depan. Meskipun tidak ada aset yang bebas risiko, surat utang pemerintah Inggris yang berjangka pendek mungkin merupakan aset yang aman seperti yang bisa kita temukan di dunia nyata. Suku bunga historisnya mudah diakses oleh kami. Masalah kita tetap pada memperkirakan kemungkinan tingkat suku bunga di masa depan. Untungnya, tarif tagihan pemerintah cukup stabil dari tahun ke tahun, dan tampaknya diprediksi dengan cukup akurat oleh para peramal ekonomi terkemuka. Al-Ali dan Arkwright (2000) menemukan bahwa hampir semua bisnis yang menggunakan CAPM mendasarkan tingkat bebas risiko pada tingkat pengembalian historis sekuritas pemerintah. Dimson, Marsh, dan Staunton (2015) menemukan bahwa rata-rata pengembalian sekuritas pemerintah Inggris selama periode 1900 hingga 2014 adalah 0,9 persen per tahun. secara nyata.

Pengembalian yang diharapkan dari portofolio pasar (E(rm))

Ini adalah area masalah. Faktor ini cenderung cukup fluktuatif dari tahun ke tahun dan sulit diperkirakan secara akurat. Kita dapat menggunakan rata-rata keuntungan pada periode-periode yang lalu sebagai pengganti ekspektasi di masa depan, namun seperti yang ditunjukkan oleh Dimson, Marsh, dan Staunton (2015), berdasarkan data di Inggris, hasil yang sangat berbeda dapat diperoleh bergantung pada perusahaan mana yang memulai. titik dipilih, mis. tingkat tahunan sebesar 6,2 persen pada periode 1965 hingga 2014, 5,3 persen pada tahun 1900 hingga 2014, dan 1,0 persen pada tahun 2000 hingga 2014. Dimson et al juga menunjukkan bahwa rata-rata kelebihan pengembalian ekuitas dibandingkan dengan surat utang negara (premi risiko) adalah 4,3 persen per tahun. (secara riil) di Inggris selama periode 1900 hingga 2014, meskipun jumlahnya bervariasi dari tahun ke tahun dan antar negara. Mungkin pendekatan terbaik dalam memperkirakan premi risiko pasar adalah dengan mendasarkannya pada rata-rata jangka panjang sekitar 4,3 persen per tahun. (untuk investasi Inggris).

CAPM dan pajak

Poin yang muncul dengan jelas di Bab 5 adalah, dalam praktiknya, kita harus memperkirakan arus kas setelah pajak perusahaan dan mendiskontokannya pada biaya modal setelah pajak perusahaan. Hal ini menimbulkan pertanyaan krusial, dalam konteks penggunaan CAPM untuk memperoleh tingkat diskonto: apakah tingkat CAPM diperoleh sebelum pajak perusahaan atau setelah pajak perusahaan? Jawabannya adalah, sebagaimana biasanya diperoleh, hal ini terjadi setelah pajak. Hal ini karena ekspektasi pengembalian portofolio pasar, E(rm), yang langsung digunakan dalam CAPM, adalah pengembalian setelah pajak perusahaan. Pengembalian sekuritas individu, dan portofolio sekuritas, dihitung menggunakan dividen (yang dibayarkan dari pendapatan pasca-pajak perusahaan) dan keuntungan modal (yang didasarkan pada ekspektasi dividen di masa depan). Jadi E(rm)

adalah tarif pasca-pajak perusahaan. Tingkat bebas risiko (rf) juga harus dinyatakan dalam istilah setelah pajak perusahaan.

CAPM dan kehidupan nyata

Tidak ada hal yang telah kita bahas sejauh ini dalam bab ini yang dapat membawa kita pada kesimpulan bahwa CAPM adalah gambaran sempurna tentang hubungan nyata antara risiko dan imbal hasil dalam konteks sekuritas yang dapat dipasarkan. Pengujian CAPM telah menemukan beberapa ketidakkonsistenan serius antara fakta dan teori yang tampaknya tidak dapat dijelaskan sepenuhnya, atau bahkan tidak dijelaskan sama sekali, karena kurangnya metode pengujian. Pada saat yang sama, logika derivasi CAPM dan kewajaran asumsi-asumsi utama yang mendasari derivasi tersebut, ditambah kecenderungan umum dari bukti-bukti yang mendukungnya, sangat menunjukkan bahwa prinsip-prinsip dasarnya dapat dibenarkan. Tampaknya masuk akal bagi kita untuk percaya bahwa risiko dibagi menjadi risiko yang spesifik dan rentan untuk dihilangkan, dan risiko yang sistematis dan tidak dapat dihindari. Selain itu, tampaknya ada hubungan yang jelas antara risiko, yang diukur dengan beta, dan keuntungan. Sekalipun CAPM kurang sempurna, pendekatannya yang luas tampaknya layak untuk dipertimbangkan. Mungkin tidak masuk akal untuk mengharapkan model ekonomi, seperti CAPM, lebih dari sekedar perkiraan tentang bagaimana segala sesuatunya terjadi dalam kehidupan nyata.

Tampaknya pihak-pihak yang membuat keputusan investasi nyata dalam praktiknya menggunakan CAPM untuk membantu mereka mendapatkan tingkat diskonto yang sesuai untuk penilaian NPV. Pike (1996) menemukan bahwa meskipun tidak ada responden survei yang menggunakan CAPM pada tahun 1975 dan 1980, 16 persen melaporkan menggunakannya pada tahun 1986 dan pada tahun 1992, 20 persen. Tiga survei dilakukan pada tahun 1997 yang melibatkan bisnis besar di Inggris. McLaney, Pointon, Thomas dan Tucker (2004) melakukan survei melalui pos terhadap sampel 193 dari 1.292 bisnis yang sepenuhnya terdaftar di London Stock Exchange dan menemukan bahwa 47 persen di antaranya menggunakan CAPM. Gregory, Rutterford dan Zaman (1999) mewawancarai manajer keuangan dari 18 dari 100 bisnis terbesar di Inggris dan menemukan bahwa 13 di antaranya (72 persen) menggunakan CAPM. Al-Ali dan Arkwright (2000) postal mensurvei 73 dari 450 bisnis terbesar di Inggris dan menemukan bahwa 85 persen responden menggunakan CAPM. Perbedaan antara temuan-temuan ini mungkin disebabkan oleh besarnya usaha yang terlibat. Dua studi terakhir dari tiga studi ini melibatkan bisnis-bisnis terbesar di Inggris, sedangkan studi pertama melibatkan berbagai ukuran bisnis. Secara umum, penelitian lain menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung lebih canggih dalam melakukan pendekatan terhadap sebagian besar aspek keuangan bisnis. Cohen dan Yagil (2007) menemukan, dalam survei internasional, bahwa penyedia layanan (termasuk penyedia layanan keuangan) adalah jenis bisnis yang paling mungkin menggunakan CAPM. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di industri energi adalah kelompok yang paling kecil kemungkinannya untuk melakukan hal tersebut.

Di AS, Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa 73 persen bisnis besar AS yang disurvei pada tahun 1999 menggunakan CAPM 'selalu atau hampir selalu'. Mereka

menemukan bahwa bisnis besar lebih cenderung menggunakan CAPM dibandingkan bisnis kecil. Cohen dan Yagil (2007) mensurvei bisnis besar di lima negara berbeda: Kanada, Jerman, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat. Mereka menemukan bahwa Inggris adalah negara yang paling mungkin menggunakan CAPM, diikuti oleh Jerman, Jepang, Amerika Serikat dan Kanada, dalam urutan tersebut. Tampaknya CAPM digunakan oleh sebagian besar bisnis besar terlepas dari negara yang bersangkutan. Keberadaan berbagai layanan komersial yang menyediakan beta menambah bobot bukti bahwa CAPM merupakan pendekatan penting dalam praktiknya. Belum ada survei yang diterbitkan baru-baru ini mengenai sejauh mana penggunaan CAPM dalam praktiknya. Menarik untuk melihat tingkat penggunaan CAPM di masa depan.

7.13 MODEL PENETAPAN HARGA ARBITRASE

Fakta bahwa pengujian CAPM menunjukkan beta tidak selalu menjadi indikator yang baik mengenai hubungan antara tingkat risiko dan premi risiko yang diharapkan menyebabkan para peneliti melihat pendekatan lain. Salah satu pendekatan tersebut mengarah pada pengembangan model penetapan harga arbitrase (APM). Logika model ini adalah bahwa tidak ada satu faktor pun yang menjelaskan hubungan risiko/premi risiko, seperti yang disarankan oleh CAPM, namun beberapa faktor. APM, yang dikembangkan oleh Ross (1976), berpendapat bahwa ada empat faktor yang menjelaskan hubungan risiko/premi risiko suatu sekuritas tertentu.

Pada dasarnya, CAPM mengatakan bahwa:
$E(r_i) = r_f + \lambda\beta_i$

dimana l adalah rata-rata premi risiko *[$E(r_m) - r_f$].*
Namun, APM berpendapat bahwa:
$E(r_i) = r_f + \lambda_1\beta_1 + \lambda_2\beta_2 + \lambda_3\beta_3 + \lambda_4\beta_4$

dimana $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3$ dan λ_4 adalah premi risiko rata-rata untuk masing-masing dari empat faktor dalam model dan $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ dan β_4 adalah ukuran sensitivitas keamanan tertentu λ terhadap masing-masing dari empat faktor.

Keempat faktor dalam APM berkaitan dengan faktor makroekonomi di masa depan, termasuk output industri dan tingkat inflasi. Versi lain dari APM juga telah dikembangkan yang memiliki lebih banyak faktor daripada empat faktor dalam versi Ross.

Pengujian yang dilakukan pada APM tampaknya menunjukkan bahwa APM lebih unggul daripada CAPM dalam menjelaskan keuntungan keamanan historis. Namun, ini mengandung empat (atau lebih) faktor, bukan satu. Hal ini membatasi kegunaan praktisnya dalam menentukan tingkat diskonto yang akan diterapkan dalam analisis NPV. APM tampaknya tidak digunakan secara signifikan dalam praktik. Namun, tampaknya penurunan reputasi CAPM akan mendorong para peneliti untuk meninjau kembali APM dan model multi-faktor lainnya.

7.14 DIVERSIFIKASI DALAM BISNIS

CAPM dan prinsip-prinsip yang mendasarinya memberi tahu kita bahwa investor, yang memiliki sekuritas dalam portofolio yang efisien, dapat menghilangkan risiko tertentu. Hal serupa juga terjadi pada APM. Bukti menunjukkan bahwa investor biasanya memiliki portofolio yang terdiversifikasi dengan cukup baik. Karena investor individu atau institusional dalam sekuritas pada umumnya terdiversifikasi (tidak terlalu terekspos terhadap risiko tertentu), tampaknya tidak ada keuntungan bagi pemegang saham dalam bisnis yang mendiversifikasi investasi riil mereka ke berbagai industri. Memang benar, ada argumen bahwa dunia usaha harus melakukan investasi nyata yang mereka tahu cara terbaik untuk mengelolanya (yaitu dalam bidang keahlian mereka sendiri) dan menyerahkan diversifikasi kepada pemegang saham mereka. Argumen teoretis ini sangat didukung oleh bukti yang tersedia. Dos Santos, Errunza dan Miller (2008) mengamati pengambilalihan (di mana suatu perusahaan membeli perusahaan lain) yang dilakukan oleh perusahaan Amerika terhadap perusahaan di luar negeri antara tahun 1990 dan 2000. Mereka menemukan bahwa pengambilalihan yang membawa perusahaan ke bidang di luar keahliannya menyebabkan hilangnya nilai bagi pemegang saham. Hal ini berbeda dengan pengambilalihan yang memperluas pangsa pasar, atau jangkauan geografis, dalam aktivitas yang ada; hal ini cenderung menghasilkan peningkatan nilai pemegang saham. Hal ini mendukung temuan Lamont dan Polk (2002), dengan menggunakan data dari berbagai bisnis Amerika yang telah melakukan diversifikasi, bahwa diversifikasi dalam bisnis cenderung menghancurkan nilai pemegang saham.

Terlepas dari kekuatan bukti yang ada, faktanya masih banyak bisnis yang terdiversifikasi ke berbagai industri. Kontradiksi ini mungkin timbul karena salah satu atau kedua alasan berikut:

- Manajer tidak memahami prinsip-prinsip MPT, dan percaya bahwa kepentingan pemegang saham paling baik dicapai melalui diversifikasi antar industri. Hal ini tampaknya semakin tidak mungkin terjadi karena para manajer semakin akrab dengan MPT dari waktu ke waktu.
- Sulit bagi dunia usaha untuk melakukan ekspansi, setidaknya dengan mengambil alih, wilayah kegiatan mereka yang ada karena otoritas publik mungkin melarang hal tersebut. Sebagian besar negara mempunyai peraturan yang membatasi sejauh mana suatu perusahaan dapat membatasi persaingan berdasarkan dominasinya di pasar tertentu.
- Para manajer, bukan hal yang wajar, khawatir dengan bagaimana risiko mempengaruhi diri mereka sendiri. Meskipun pemegang saham cenderung menyimpan sekuritas dalam portofolionya, hal ini tidak praktis bagi manajer sehubungan dengan pekerjaan mereka. Mereka biasanya hanya mempunyai satu pekerjaan pada satu waktu dan dengan demikian mereka dihadapkan pada risiko spesifik dan sistematis dari bisnis mereka. Bagi pemegang saham individu, kehancuran bisnis ini merupakan hal yang disayangkan namun tidak krusial, karena masing-masing pemegang saham hanya memiliki sekitar 5 persen kekayaannya dalam bisnis tersebut. Bagi para manajer, kegagalan majikan mereka mungkin akan menjadi suatu bencana, bahkan sampai pada tingkat hilangnya pekerjaan.

Poin terakhir ini mengidentifikasi kemungkinan konflik antara kepentingan terbaik pemegang saham dan kepentingan manajer, dan memberikan contoh lain dari masalah keagenan.

Kriteria mean/varians

- Dengan membuat asumsi tertentu, hal yang perlu diketahui tentang suatu investasi adalah nilai pengembalian yang diharapkan dan bagaimana hasil tersebut berkisar pada nilai yang diharapkan.

Diversifikasi

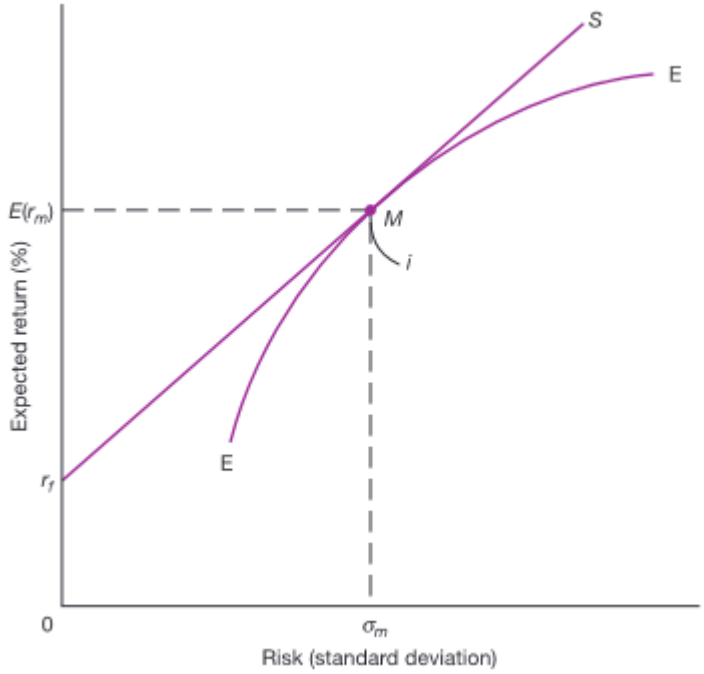
- Diversifikasi dapat menghilangkan risiko spesifik namun tidak menghilangkan risiko sistematis. Dalam praktek:
  - diversifikasi yang sangat kecil (hanya dua atau tiga investasi berbeda dengan nilai yang sama untuk setiap investasi) dapat menghasilkan pengurangan risiko yang besar;
  - ketika portofolio terdiri dari 15 hingga 20 investasi berbeda, maka kecil kemungkinannya untuk mengurangi risiko lebih lanjut.
- Dengan diversifikasi yang memadai, terbentuklah portofolio yang 'efisien', yaitu portofolio tanpa risiko spesifik.
- Tanpa peluang meminjam/meminjamkan, setiap individu akan mempunyai preferensi batas efisien yang berbeda-beda, bergantung pada kegunaan mereka terhadap kekayaan.

Model penetapan harga aset modal (CAPM)

- Jika ada peluang meminjam/meminjamkan pada tingkat 'bebas risiko', semua individu akan memiliki preferensi yang sama mengenai lokasi di garis depan efisien.
- Individu akan mencapai utilitas maksimumnya melalui peminjaman atau peminjaman.
- CAPM menyatakan bahwa keuntungan yang diharapkan dari investasi berisiko sama dengan tingkat bebas risiko (rf) ditambah premi risiko.
- Premi risiko CAPM sama dengan rata-rata premi risiko untuk semua aset berisiko (tingkat pengembalian yang diharapkan untuk semua aset berisiko (rm), dikurangi tingkat bebas risiko (rf)) dikalikan dengan tingkat risiko dari aset tertentu yang bersangkutan relatif terhadap tingkat risiko rata-rata (b).
- CAPM hanya memperhatikan risiko sistematis, artinya CAPM menyatakan bahwa tidak ada imbalan (dalam hal peningkatan keuntungan) jika menanggung risiko tertentu. Hal ini logis karena hal terakhir dapat dihindari dengan diversifikasi.
- Masuk akal untuk melihat profil risiko/imbal hasil ekuitas pasar saham dan menggunakannya untuk menentukan tingkat diskonto untuk proyek-proyek berisiko karena:
  - pasar saham adalah pasar yang bebas dan efisien di mana harga aset dengan profil risiko/imbal hasil yang diketahui dapat diamati;
  - bagi bisnis yang meningkatkan kekayaan pemegang saham, tujuan ini akan tercapai melalui harga pasar.
- Terlepas dari logika teoritisnya, CAPM telah terbukti melalui beberapa pengujian kurang dapat diandalkan dalam menilai risiko dan menunjukkan tingkat pengembalian yang diperlukan untuk menanggung risiko.

- Berdasarkan hasil survei, CAPM dalam praktiknya banyak digunakan oleh bisnis untuk memperoleh tingkat diskonto.
- Model penetapan harga arbitrase mirip dengan CAPM, namun model ini bergantung pada lebih banyak parameter mengenai investasi tertentu dan keadaan dunia. Hal ini terbukti cukup efektif dan kemungkinan akan ditanggapi dengan lebih serius, mengingat adanya kritik serius dari CAPM.
- Manajer yang melakukan diversifikasi dalam bisnis dapat menimbulkan biaya keagenan bagi pemegang saham.

Penurunan CAPM



Garis iM adalah rangkaian berbagai kombinasi keamanan individu i dan portofolio pasar M.

Gambar 7.9 Hubungan sekuritas individu i dengan portofolio pasar (M) dan garis pasar modal

- EE adalah batas efisien aset berisiko;
- r_f adalah tingkat bebas risiko;
- $r_f S$ adalah batas kemungkinan yang efisien setelah aset bebas risiko diperkenalkan; Dan
- iM adalah profil risiko/pengembalian berbagai portofolio yang memuat proporsi masing-masing aset i yang tidak efisien dan portofolio pasar M.

Misalkan adalah proporsi i dalam portofolio (P) dari i dan M. Maka:

$$E(r_P) = \alpha E(r_i) + (1 - \alpha)E(r_m) \qquad \text{(A7.1)}$$

dan

$$\sigma_P = \sqrt{[\alpha^2\sigma_i^2 + (1-\alpha)^2\sigma_m^2 + 2\alpha(1-\alpha)\,\mathrm{Cov}(i,M)]} \qquad \text{(A7.2)}$$

Kemiringan iM pada suatu titik diberikan oleh:

$$\frac{dE(r_P)}{d\sigma_P}$$

yang setara

$$\frac{dE(r_P)}{d\sigma_P} \times \frac{d\alpha}{d\sigma_P}$$

Karena itu:

$$\frac{dE(r_P)}{d\sigma_P} = E(r_i) - E(r_m)$$

Jika kita menetapkan x menjadi ekspresi dalam tanda akar kuadrat pada Persamaan A7.2, maka

$$\frac{d\sigma_P}{d\alpha} = \frac{dx}{d\alpha} \times \frac{d\sigma_P}{dx}$$

Dan

$$\sigma_P = x^{1/2}$$

$$\frac{d\sigma_P}{dx} = \frac{1}{2}x^{-1/2}$$

Atau

$$\frac{1}{2} \times \frac{1}{\sqrt{[\alpha^2\sigma_i^2 + (1-\alpha)^2\sigma_m^2 + 2\alpha(1-\alpha)\,\mathrm{Cov}(i,M)]}}$$

$$\frac{dx}{d\alpha} = 2\alpha\sigma_i^2 + 2\alpha\sigma_m^2 - 2\sigma_m^2 + 2\mathrm{Cov}(i,M) - 4\alpha\mathrm{Cov}(i,M)$$

Jadi

$$\frac{dE}{d\sigma_P} = [E(r_i) - E(r_m)] \times \frac{2\sqrt{[\alpha^2\sigma_i^2 + (1-\alpha)^2\sigma_m^2 + 2\alpha(1-\alpha)\mathrm{Cov}(i,M)]}}{2\alpha\sigma_i^2 - 2\alpha\sigma_m^2 - 2\sigma_m^2 + 2\mathrm{Cov}(i,m) - 4\alpha\mathrm{Cov}(i,M)}$$

Jika pasar berada dalam keseimbangan, maka M sudah memiliki proporsi i yang sesuai sehingga portofolio i dan M tidak akan mengandung i berlebih. Jadi satu-satunya titik pada iM yang diperkirakan akan terjadi adalah M, yaitu titik dimana a = 0.
Ketika a = 0, dE(rP)/dsP (di atas) berkurang menjadi:

$$[E(r_i) - E(r_m)] \times \frac{\sigma_m}{\text{Cov}(i, M) - \sigma_m^2} \qquad \text{(A7.3)}$$

Di M, tali busur iM bersinggungan dengan (memiliki kemiringan yang sama dengan) garis pasar modal rfS. Kemiringan rfS adalah [E(rm) - rf]/sm. Menyamakannya dengan (A7.3) di atas dan menyederhanakannya menghasilkan:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f]\frac{\text{Cov}(i, M)}{\sigma_m^2}$$

Atau

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f]\beta$$

dimana $\beta = \text{Cov}(i, M)/\sigma_m^2$

Ini adalah CAPM, yang menyatakan, pada dasarnya, bahwa pengembalian yang diharapkan dari suatu aset berisiko bergantung pada tingkat bunga bebas risiko, pengembalian yang diharapkan dari portofolio pasar dan tingkat korelasi antara pengembalian aset berisiko dan pengembalian aset tersebut. portofolio pasar.

BAB 8
SUMBER PENDANAAN JANGKA PANJANG

8.1 PENDAHULUAN

Dalam bab-bab sebelumnya kita telah melihat bahwa dunia usaha memperoleh pendanaan jangka panjang baik dari pemegang saham ekuitas atau dari pinjaman. Dalam setiap jenis pembiayaan (ekuitas atau pinjaman) terdapat beberapa sub-jenis. Faktanya, salah satu metode pembiayaan (notes pinjaman konversi) memiliki unsur ekuitas dan pinjaman.

Dalam bab ini kita akan membahas berbagai subtipe. Mengingat tujuan keuangannya adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, kami akan mempertimbangkan masing-masing tujuan tersebut dalam konteks bagaimana hal tersebut akan mempengaruhi kepentingan pemegang saham ekuitas yang ada. Kami juga akan mencoba menilai daya tarik mereka terhadap calon investor.

Pasar modal primer

Kita sebenarnya akan mempertimbangkan pasar modal dalam fungsi utamanya, sebagai pasar modal baru. Pasar modal primer tidak berada di satu lokasi. Ini adalah pasar yang agak samar-samar; pada kenyataannya, setiap titik kontak antara pemasok dan pengguna modal merupakan bagian dari pasar modal primer. Di Inggris, hal ini mencakup London Stock Exchange (LSE) yang, selain mungkin merupakan bagian paling penting dari pasar sekunder (yaitu, pasar untuk saham 'bekas' dan surat utang), yang merupakan peran yang lebih akrab, juga merupakan sektor pasar primer. Namun, pasar primer juga mencakup sejumlah besar institusi dan organisasi lain. Kita akan melihat pasar modal sekunder di Bab 9. Sumber keuangan penting di Inggris modern adalah hibah yang diberikan oleh pemerintah dan Uni Eropa. Oleh karena itu, kami akan mempertimbangkan hal ini secara luas.

Faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan untuk meningkatkan pendanaan baru

Dari sudut pandang bisnis dan pemegang saham yang ada, ada beberapa faktor penting yang berkaitan dengan sumber pendanaan baru tertentu. Ini termasuk:

- biaya administratif dan hukum untuk menggalang dana;
- biaya pelayanan keuangan, misalnya pembayaran bunga;
- sejauh mana kewajiban untuk melakukan bunga atau pembayaran serupa;
- sejauh mana kewajiban untuk membayar kembali pembiayaan tersebut;
- pengurangan pajak atas biaya-biaya yang berkaitan dengan keuangan; Dan
- dampak pendanaan baru terhadap tingkat kendali bisnis oleh pemegang saham lama dan kebebasan bertindak.

Bagi pemasok pembiayaan baru bagi bisnis, hal-hal berikut mungkin merupakan faktor penting:

- tingkat keuntungan yang diharapkan investor;
- besarnya risiko yang terkait dengan keuntungan yang diharapkan;
- potensi likuidasi investasi baik melalui pembayaran langsung oleh pelaku usaha atau melalui pasar sekunder;

- posisi pajak pribadi investor sehubungan dengan keuntungan dari investasinya; Dan
- tingkat kendali atau pengaruh terhadap urusan bisnis yang kemungkinan diperoleh investor sebagai konsekuensi dari investasi.

Dalam bab ini kami akan menilai masing-masing sumber keuangan yang ditinjau, dalam konteks faktor-faktor tersebut. Kita harus mencatat bahwa hal-hal yang berkaitan dengan pemasok pembiayaan lebih dari sekedar kepentingan manajer keuangan bisnis dan pemegang saham yang ada. Faktor-faktor tersebut mempunyai pengaruh yang besar terhadap daya tarik suatu jenis pembiayaan tertentu (sebagai investasi) dan oleh karena itu terhadap kemungkinan keberhasilan upaya untuk menggalang dana baru dengan cara tersebut.

Risiko dan pengembalian

Baik intuisi maupun hasil beberapa penelitian menunjukkan bahwa investor mengharapkan, dan sebenarnya memperoleh, rata-rata, keuntungan yang lebih tinggi jika terdapat risiko yang lebih tinggi. Hubungannya tampak seperti yang digambarkan pada Gambar 8.1.

Bagi pelaku usaha, posisinya bertolak belakang dengan investor: sumber pembiayaan yang relatif berisiko (dari sudut pandang pelaku usaha) cenderung murah dalam hal biaya pelayanan; sumber yang aman cenderung mahal. Tingkat pengembalian yang dibutuhkan oleh pemberi pinjaman yang terjamin relatif rendah, namun keberadaan pinjaman tersebut, sebagaimana akan kita lihat, merupakan potensi ancaman terhadap kesejahteraan pemegang saham. Investor ekuitas mengharapkan imbal hasil yang tinggi, namun menerbitkan saham biasa tambahan cenderung tidak meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham asli.

Semakin tinggi risiko suatu sekuritas, semakin tinggi pula return yang diharapkan. Jadi, misalnya, sekuritas pemerintah Inggris dengan jangka waktu pendek, yang cenderung menimbulkan risiko sangat rendah, hanya mempunyai ekspektasi premi risiko yang sangat kecil dibandingkan tingkat bebas risiko. Saham bisnis komersial (ekuitas perusahaan) cenderung memiliki ekspektasi premi risiko yang cukup tinggi.

Gambar 8.1 Hubungan risiko/pengembalian untuk berbagai jenis sekuritas

8.2 MODAL BIASA (EKUITAS)

Pembiayaan ekuitas merupakan sumber pembiayaan terpenting di sektor swasta korporasi Inggris. Baik dalam hal pengaturan pembiayaan kumulatif maupun peningkatan modal baru, pembiayaan ekuitas cenderung menjadi sumber terbesar. Ekuitas tampaknya menarik banyak investor, baik swasta maupun institusi. (Lihat Tabel 1.1 (di halaman 11), untuk mengetahui kepemilikan saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di LSE.) Pembiayaan ekuitas mendominasi sebagian besar pembiayaan perusahaan. Perlu diingat bahwa sebagian besar pendanaan ekuitas berasal dari bisnis yang menahan laba (daripada membayar semuanya sebagai dividen), bukan dari penerbitan saham baru (Kay, 2012).

Sifat ekuitas

Pemegang saham biasa adalah pemilik bisnis dan, melalui hak suara yang melekat pada saham mereka, mereka menjalankan kendali penuh atas bisnis tersebut. Sebagai pemilik bisnis, pemegang saham biasa menanggung risiko terbesar. Jika bisnis tersebut tidak berhasil diperdagangkan, pemegang saham biasa adalah pihak pertama yang menderita karena kurangnya dividen dan, mungkin, penurunan nilai pasar saham mereka. Jika suatu perusahaan bangkrut (dilikuidasi), maka pemegang saham biasalah yang akan berada di urutan terbawah dengan tuntutan pengembalian investasinya.

Di sisi lain, buah dari kesuksesan bisnis pada prinsipnya menguntungkan pemegang saham biasa; peserta lainnya buruh, pemberi pinjaman, pemasok dan sebagainya – cenderung memperoleh keuntungan yang tidak berhubungan dengan kesuksesan bisnis. Jadi, setelah klaim dari partisipan lainnya dipenuhi, sisa keuntungan menjadi milik pemegang saham biasa.

Nilai nominalnya

Ketika sebuah bisnis pertama kali didirikan, keputusan dibuat tentang berapa banyak pembiayaan ekuitas (undang-undang mengharuskan ada beberapa) yang ingin diperoleh dan berapa banyak saham yang akan dibagi. Jika, misalnya, keputusannya adalah bahwa Rp. 1 Miliyar perlu dikumpulkan, hal ini dapat berupa dua lembar saham dengan nilai nominal (atau nilai nominal) masing-masing Rp. 500.000.000, 1 juta lembar saham seharga Rp. 1.000 masing-masing, 200.000 lembar saham Rp. 5.000 masing-masing, atau (lebih mungkin) 2 juta lembar saham masing-masing Rp. 500. Manakah dari kemungkinan-kemungkinan ini, atau salah satu dari kemungkinan-kemungkinan lain yang jumlahnya hampir tak terhingga, yang diputuskan, merupakan masalah penilaian para pendukung bisnis tersebut.

Dalam mengambil keputusan ini, mungkin faktor utamanya adalah daya jual. Kebanyakan investor tidak akan menganggap saham dengan nilai nominal yang sangat besar sebagai sesuatu yang menarik, karena hal ini akan menyulitkan untuk menginvestasikan jumlah uang yang tepat dalam bisnis tersebut. Jika saham tersebut bernilai nominal Rp. 50.000, investor yang ingin berinvestasi Rp. 275.000 tidak dapat melakukannya. Pilihannya adalah antara lima atau enam saham. Jika saham tersebut memiliki nilai nominal Rp. 10.000, investor dapat mendekati target Rp. 275.000 (27 atau 28 saham). Tampaknya diyakini bahwa saham dengan nilai nominal yang besar tidak mudah dipasarkan dibandingkan dengan saham dengan nilai nominal yang lebih kecil. Tentu saja saham dengan denominasi besar sangat

jarang dalam praktiknya. Hanya sedikit saham biasa yang memiliki nilai nominal masing-masing lebih besar dari Rp. 1.000, dan sebagian besar lebih kecil dari ini.

Setelah perusahaan menginvestasikan modalnya dan mulai berdagang, nilai pasar saham biasa mungkin akan menjauh dari nilai nominalnya, sebagai akibat dari kekuatan pasar. Penerbitan saham biasa selanjutnya biasanya akan diberi harga dengan mengacu pada harga pasar saat ini: yaitu, perusahaan akan berupaya menerbitkan saham biasa lebih lanjut dengan harga tertinggi yang dapat ditanggung pasar. Faktanya, nilai nominal tidak lagi berarti setelah bisnis mulai diperdagangkan. Hal ini dibuktikan dengan fakta bahwa, di AS, yang memiliki pengaturan hukum dan pendanaan perusahaan serupa dengan Inggris, saham yang tidak memiliki nilai nominal (atau tanpa nilai nominal) bukanlah hal yang aneh.

Keputusan mengenai nilai nominal tidak dapat dibatalkan; bisnis selanjutnya dapat membagi atau mengkonsolidasikan nilai nominal. Misalnya, sebuah bisnis yang saham biasanya memiliki nilai nominal masing-masing Rp. 1.000 dapat membaginya menjadi saham seharga Rp. 500 masing-masing. Dalam prakteknya hal ini mudah dicapai. Proses pemisahan ini berpuncak pada setiap pemegang saham biasa yang dikirimi sertifikat saham pengganti, yang menunjukkan dua kali lebih banyak Rp. 500 saham dari jumlah Rp. 1.000 sebelumnya. Seperti yang telah kita lihat, tujuan dari langkah tersebut tampaknya adalah untuk menurunkan harga satuan agar saham lebih mudah dipasarkan.*Pemecahan saham dalam beberapa tahun terakhir relatif sedikit, hal ini mencerminkan kondisi harga saham yang statis; perpecahan cenderung dikaitkan dengan kenaikan harga ekuitas.

Rasio investor

Beberapa rasio digunakan oleh, atau setidaknya tersedia bagi, investor untuk mengukur beberapa aspek kinerja saham biasa. Bagi perusahaan terkemuka, berita ini diterbitkan setiap hari, bersama dengan harga sahamnya, oleh sebagian besar surat kabar nasional yang lebih serius. Tiga rasio utama (yang diperkenalkan pada Bab 3) dijelaskan di bawah ini.

Rasio harga/pendapatan (P/E)

Di sini harga per saham saat ini dinyatakan sebagai kelipatan laba per saham (laba tahun berjalan dibagi dengan jumlah saham biasa yang diterbitkan perusahaan). Angka keuntungan yang digunakan dalam perhitungan rasio adalah tahun yang terakhir dilaporkan. Saham dengan P/E yang besar adalah saham yang dihargai tinggi berdasarkan tingkat pendapatan historisnya, yang menunjukkan keyakinan pasar terhadap masa depan bisnis dan kemampuannya untuk tumbuh.

Hasil dividen (DY)

Hasil dividen menyatakan jumlah kotor dividen per saham yang dibayarkan pada tahun terakhir sebagai persentase dari harga pasar saat ini. Ini memberikan gambaran tentang tingkat pengembalian yang diwakili oleh dividen. Hal ini dapat dibandingkan dengan keuntungan dari investasi lain untuk mencoba menilai bagian tertentu. Sejauh, selama suatu periode, keuntungan dan kerugian modal mungkin sama pentingnya dalam hal jumlah per saham dengan dividen, DY (setidaknya) merupakan ukuran yang tidak lengkap mengenai manfaat kepemilikan saham.

Penutup dividen (DC)

Penutup dividen menyatakan laba per saham, setelah klaim sebelumnya dipenuhi, sebagai kelipatan dari dividen per saham aktual yang dibayarkan dari laba tersebut. Hal ini memberikan beberapa indikasi mengenai sejauh mana keuntungan bisnis dibayarkan sebagai dividen dan sejauh mana keuntungan tersebut dimasukkan kembali ke dalam bisnis.

Masalah mengenai penggunaan rasio

Banyak hal yang telah kita bahas dalam buku ini, mengenai pentingnya risiko, menimbulkan pertanyaan mengenai manfaat mengandalkan rasio-rasio di atas. Namun harus dikatakan bahwa rasio tersebut tersedia secara luas bagi investor dan oleh karena itu, kemungkinan besar digunakan oleh mereka. Kita akan membahas isu-isu yang berkaitan dengan pilihan tingkat dividen di Bab 12.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Oleh Bisnis Dalam Pembiayaan Ekuitas

Biaya penerbitan

Biaya penerbitan sangat bervariasi sesuai dengan metode yang digunakan untuk meningkatkan ekuitas baru dan jumlah yang diperoleh, mulai dari tidak ada sama sekali (dalam kasus laba ditahan) hingga sekitar 4 persen dari pendanaan baru yang diperoleh (Association of British Insurers, 2013). Kami akan mempertimbangkan hal ini secara lebih rinci ketika berhadapan dengan berbagai metode di bagian berikut.

Biaya servis

Pemegang saham mengharapkan imbal hasil yang relatif tinggi dalam hal apresiasi modal dan dividen. Dividen mewakili biaya eksplisit. Apresiasi modal terjadi karena laba yang tidak dibagikan sebagai dividen tetap menjadi milik pemegang saham, meskipun pemegang saham harus menunggu sampai sahamnya dijual atau perusahaan dilikuidasi sebelum mereka dapat mengubah laba ditahan menjadi uang tunai. Dengan demikian, dengan satu atau lain cara, seluruh keuntungan pada akhirnya akan dibayarkan kepada pemegang saham. Selama periode 1900 hingga 2014, rata-rata biaya riil pembiayaan ekuitas (dengan mengabaikan inflasi) di Inggris adalah 5,3 persen (Dimson, Marsh, dan Staunton, 2015).

Kewajiban membayar dividen

Tingkat pembayaran dividen bergantung pada kebijaksanaan direktur dan manajer keuangan. Seperti yang kita lihat pada 'Biaya pelayanan' di atas, pada akhirnya pemegang saham akan menerima uang mereka, namun mereka tidak dapat secara langsung memaksa pembayaran sejumlah dividen tertentu pada tahun tertentu.

Kewajiban untuk menebus investasi

Tidak ada kewajiban seperti itu kecuali (atau sampai) bisnis tersebut dilikuidasi. Oleh karena itu, dan sampai batas tertentu karena fleksibilitas tingkat dividen, pendanaan yang disediakan oleh pemegang saham biasa biasanya tidak membebankan kewajiban arus kas yang dapat ditegakkan secara hukum pada bisnis.

Dividen yang dapat dikurangkan dari pajak

Berbeda dengan pelayanan hampir semua jenis keuangan lainnya, dividen tidak dapat dikurangkan dari pajak untuk menghitung kewajiban pajak perusahaan. Hal ini cenderung membuat dividen lebih mahal dibandingkan pembayaran bunga pinjaman bruto yang setara.

Efek pada kontrol dan kebebasan bertindak

Jika pendanaan ekuitas baru diperoleh selain dari pemegang saham yang ada dengan proporsi yang sama dengan investasi awal mereka, hak suara akan bergeser sampai batas tertentu, mungkin sampai batas tertentu, dan ada kemungkinan bahwa kendali atas bisnis akan ikut bergeser. Hal ini belum tentu merupakan ciri dari semua peningkatan pembiayaan ekuitas. Faktanya, cara paling penting untuk meningkatkan pendanaan ekuitas bagi sebagian besar bisnis, yaitu laba ditahan (dibahas di bawah), dapat menghindari masalah ini.

Hingga baru-baru ini, terdapat keraguan apakah peralihan kekuasaan ini benar-benar menjadi perhatian para pemegang saham biasa, karena mereka tampaknya tidak menggunakan hak suara mereka dalam hal apa pun. Rapat umum tahunan sebagian besar perusahaan ditandai dengan tidak adanya sebagian besar dari mereka yang berhak hadir dan memberikan suara. Namun belakangan ini, investor institusional telah mengambil peran yang lebih aktif sebagai pemegang saham. Terkadang hal ini berarti memberikan tekanan langsung pada dewan direksi. Pengendalian merupakan faktor yang cenderung selalu menjadi perhatian pemegang saham biasa dalam usaha kecil, suatu hal yang akan kita bahas di Bab 16.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Oleh Calon Investor Dalam Pembiayaan Ekuitas

Tingkat pengembalian

Tingkat pengembalian atas pembiayaan ekuitas diperkirakan akan lebih tinggi dibandingkan tingkat pengembalian yang terkait dengan investasi 'aman' seperti surat berharga pemerintah Inggris. Hal ini sudah terjadi secara historis, dengan imbal hasil riil tahunan jangka panjang dari ekuitas Inggris rata-rata sekitar 5,3 persen per tahun, seperti yang kita lihat di atas, berbeda dengan rata-rata imbal hasil riil dari surat berharga pemerintah sekitar 0,9 persen per tahun. Dibandingkan dengan jenis sekuritas lainnya, saham biasa rata-rata memberikan lindung nilai terbaik terhadap inflasi, meskipun seringkali tidak lengkap.

Ekuitas memberikan peluang untuk melakukan investasi di mana keuntungannya terkait langsung dengan kesuksesan komersial. Kepemilikan langsung atas aset suatu bisnis biasanya mengharuskan investor meluangkan waktu untuk mengelola aset tersebut. Hal ini biasanya juga menghadapkan investor pada tanggung jawab yang tidak terbatas. Namun, ekuitas memungkinkan pendelegasian manajemen sehari-hari kepada direktur dan memungkinkan pemegang saham melindungi aset mereka yang lain.

Risiko pengembalian

Pengembalian, baik dalam bentuk keuntungan modal maupun dividen, tidak dapat dipastikan sama sekali. Imbal hasil negatif sangat umum terjadi dalam periode pendek, namun secara historis, imbal hasil positif di atas rata-rata pada periode lain dapat mengimbangi hal ini. Secara teori, suatu periode perdagangan yang merugikan bagi bisnis tertentu dapat menyebabkan nilai saham biasa turun hingga nol, sehingga pemegang saham kehilangan seluruh jumlah yang diinvestasikan dalam saham tersebut. Hilangnya nilai saham perusahaan tertentu secara besar-besaran bukanlah hal yang jarang terjadi. Misalnya, saham pengecer supermarket Tesco plc turun dari £Rp. 4.920 masing-masing pada tanggal 14 November 2007 menjadi hanya Rp. 1.470 pada tanggal 8 Januari 2016 (penurunan sebesar 70 persen). Bahkan baru-baru ini pada 21 Mei 2013, harga sahamnya mencapai Rp. 3.850. Hal ini disebabkan oleh berbagai faktor. Hal ini termasuk skandal akuntansi yang terungkap pada tahun 2015

(disebutkan dalam Bab 3) dan ancaman terhadap pangsa pasar Tesco dari perusahaan diskon Jerman, Lidl dan Aldi.

Kemudahan melikuidasi investasi

Biasanya, ketika investor mengambil bagian dalam penerbitan ekuitas baru suatu bisnis, mereka tidak memiliki pemikiran khusus apakah bisnis tersebut akan membayar kembali investasi tersebut. Namun, rata-rata investor akan enggan mengambil saham kecuali jelas bahwa ada peluang untuk melikuidasi investasi tersebut dengan cara lain. Di sinilah pasar modal sekunder berperan. Perusahaan jelas berkepentingan untuk memperdagangkan sahamnya secara rutin di bursa efek yang diakui agar ada fasilitas untuk melikuidasi investasi tersebut.

Ekuitas dan pajak pribadi

Di Inggris, dividen dikenakan pajak sebagai pendapatan yang berada di tangan pemegang saham, dengan tarif marjinal hingga 45 persen (tergantung pada tingkat pendapatan pemegang saham). Kewajiban ini seluruhnya (bagi mereka yang berpendapatan rendah) atau sebagian diimbangi dengan kredit pajak penghasilan yang menyertai penerimaan dividen. Apresiasi modal dikenakan pajak keuntungan modal dengan tarif hingga 28 persen.

Tingkat kendali

Saham biasa biasanya memiliki hak suara. Hal ini menempatkan pemegang saham pada posisi, mungkin bertindak bersama dengan pemegang saham lainnya, untuk memberikan tekanan pada manajemen senior perusahaan mengenai masalah apa pun yang menjadi perhatiannya.

8.3 METODE PENGGALANGAN DANA EKUITAS TAMBAHAN

Secara umum ada tiga cara untuk meningkatkan pembiayaan ekuitas baru. Hal-hal tersebut adalah: menahan keuntungan dibandingkan membagikannya sebagai dividen; melakukan penerbitan saham baru kepada pemegang saham lama (biasanya melalui right issue); dan menerbitkan saham baru kepada publik. Bukti (Kay, 2012) menunjukkan dominasi yang jelas dari laba ditahan (laba) dibandingkan metode lainnya. Faktanya, untuk bisnis yang terdaftar di LSE, semua ekuitas baru untuk hampir semua bisnis berasal dari laba ditahan.

Laba ditahan

Mungkin mengejutkan jika menyebutkan laba ditahan sebagai sumber pendanaan ekuitas baru. Namun, keuntungan tentu saja menghasilkan peningkatan dana bersih. Menyimpan sebagian atau seluruh dana tersebut, dibandingkan membagikannya sebagai dividen, sebenarnya merupakan cara untuk menggalang dana. Lagi pula, jika seluruh keuntungan dibayarkan sebagai dividen dan kemudian pemegang saham membeli saham baru di bisnis yang sama dengan uang dividen mereka, dampaknya akan sama seperti menahan dana tersebut.

Sumber keuangan gratis?

Pada pandangan pertama, laba ditahan tampaknya merupakan sumber layanan yang tidak memerlukan biaya apa pun. Namun, refleksi sesaat menunjukkan bahwa hal ini tidak benar. Dari sudut pandang pemegang saham biasa, terdapat biaya peluang (opportunity cost) yang jelas, yaitu jika dividen tunai dibayarkan, maka uang tunai tersebut dapat diinvestasikan dengan cara yang menghasilkan pendapatan. Karena perbandingan yang jelas adalah investasi pada ekuitas dengan risiko yang sama dengan bisnis yang sedang dipertimbangkan, maka laba ditahan secara logis memiliki biaya yang serupa dengan biaya saham biasa aslinya.

Saham bonus

Sama seperti bisnis yang dapat dan melakukan pembagian nilai nominal, mereka dapat mengubah laba ditahan menjadi saham biasa, yang dikenal sebagai saham bonus, yang kemudian didistribusikan kepada pemegang saham yang ada secara gratis. Prosedur ini dikenal sebagai masalah bonus.

Contoh 8.1 Berikut ini adalah laporan posisi keuangan yang disingkat dari suatu perusahaan yang telah diperdagangkan selama beberapa periode waktu dan masih mempertahankan setidaknya sebagian keuntungannya.

Laporan posisi keuangan sebelum penerbitan bonus (XX = Miliyar Rupiah)

Aset	**XX**	**Ekuitas dan kewajiban**	**XX**
Aset tidak lancar	5	Saham biasa sebesar Rp. 1.000 masing-masing	4
Modal kerja	4	Laba ditahan	3
		Ekuitas	7
	_	Pinjaman jangka panjang	2
Jumlah aset	9	Jumlah ekuitas dan liabilitas	9

Hal ini terbuka bagi bisnis, dengan hanya sedikit kesulitan administratif, untuk mengkonversi seluruh atau sebagian dari laba ditahan (laba) sebesar Rp. 3 MIliyar menjadi saham, yang dapat diterbitkan secara pro rata kepada pemegang saham biasa. Mari kita asumsikan sebagai contoh bahwa Rp. 2 Miliyar dari Rp. 3 Miliyar laba ditahan dikonversikan. Laporan posisi keuangan yang direvisi akan menjadi

Laporan posisi keuangan setelah penerbitan bonus ***(XX = Miliyar Rupiah)***

Aset	**XX**	**Ekuitas dan kewajiban**	**XX**
Aset tidak lancar	5	Saham biasa sebesar £1 masing-masing	6
Modal kerja	4	Laba ditahan	1
		Ekuitas	7
	_	Pinjaman jangka panjang	2
Jumlah aset	9	Jumlah ekuitas dan liabilitas	9

Perhatikan bahwa konversi laba ditahan menjadi saham tidak mempengaruhi aset sama sekali. Hal ini juga membuat angka total ekuitas sama sekali tidak tersentuh. Dengan kata lain, kontribusi pemegang saham biasa tidak diubah oleh penerbitan bonus. Yang akan terjadi adalah untuk setiap dua saham yang dimiliki sebelum penerbitan bonus, setiap pemegang saham akan memiliki tiga saham setelahnya. Seperti halnya pemisahan, dampak ekonomi dari penerbitan bonus secara logis seharusnya nol. Jika dalam contoh ini harga saham biasa adalah Rp. 1.800 sebelum diterbitkan, maka harga tersebut seharusnya menjadi Rp. 1.200 (yaitu, $1.80 \times \frac{2}{3}$) setelahnya.

Jika hal tersebut tidak mempunyai konsekuensi ekonomi, mengapa dunia usaha melakukan isu bonus? Apakah para direktur percaya bahwa pemegang saham akan tertipu dengan berpikir bahwa mereka mendapatkan sesuatu secara cuma-cuma? Jika ya, maka bukti (yang dibahas pada Bab 9) menunjukkan bahwa para direktur tersebut salah. Bisa ja di masalah bonus dimaksudkan untuk mengirimkan informasi. Kadang-kadang hal ini dianggap menunjukkan kepercayaan pihak manajemen terhadap investasi yang telah dilakukannya. Alasan ketiga yang mungkin adalah, seperti halnya pemisahan, hanya untuk mengurangi harga satuan saham ke (yang mungkin dianggap oleh manajemen sebagai) ukuran yang lebih dapat dipasarkan.

Seperti halnya pemecahan saham, dan karena alasan yang sama – kurangnya pertumbuhan harga saham baru-baru ini, penerbitan bonus saat ini relatif jarang terjadi.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Sehubungan Dengan Penggalangan Dana Dengan Mempertahankan Keuntungan

Apakah kebijakan dividen mempengaruhi kekayaan bersih pemegang saham?

Jika hal ini terjadi, maka mempertahankan satu proporsi laba, dan bukan proporsi lainnya, akan berdampak pada jumlah dividen yang dibayarkan dan harga ex-dividen saham, yaitu kekayaan bersih para pemegang saham. Kami akan meninjau perdebatan dan bukti mengenai topik ini, secara lebih rinci, di Bab 12.

Tidak ada biaya penerbitan

Cara lain untuk meningkatkan ekuitas tambahan mempunyai biaya penerbitan eksplisit yang tidak berlaku untuk laba ditahan.

Keuntungan tidak pasti

Ketika kebutuhan untuk meningkatkan pendanaan lebih lanjut telah teridentifikasi, tidak ada jaminan bahwa keuntungan yang cukup besar akan diperoleh untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Sebaliknya, ketika dana dihasilkan dari laba, keberadaannya pasti dan retensinya hanya bergantung pada keputusan manajemen. Poin terakhir ini berbeda dengan metode lain dalam meningkatkan pendanaan ekuitas.

Tidak ada pengenceran kontrol

Mempertahankan keuntungan tidak mengubah kekuatan suara setiap pemegang saham.

Masalah ekuitas bagi publik

Sebelum kita mulai mempertimbangkan masalah saham secara mendetail, ada baiknya kita membedakan dua jenis masalah ekuitas. Penawaran umum perdana (IPO) adalah penawaran umum perdana yang dilakukan oleh perusahaan yang baru saja dicatatkan di LSE dan melakukan penerbitan saham signifikan pertamanya ke publik. Masalah lebih lanjut yang dilakukan oleh bisnis, beberapa saat setelah pencatatannya, dikenal sebagai penawaran ekuitas berpengalaman (SEO).

Secara teknis ada dua cara untuk membuat isu publik:

- Perusahaan yang menerbitkan saham dapat menjual sahamnya ke lembaga penerbit, biasanya bank dagang yang berspesialisasi dalam pekerjaan tersebut. Penerbit kemudian menjual sahamnya kepada publik. Ini dikenal sebagai penawaran untuk dijual.
- Perusahaan penerbit menjual sahamnya langsung ke publik. Seringkali bisnis seperti itu diberi nasihat oleh bank dagang mengenai hal-hal seperti penetapan harga masalah tersebut. Di sini penawaran tersebut dikenal sebagai penawaran melalui prospektus.

Terlepas dari metode mana yang digunakan, prosedur umumnya sama. Pada dasarnya, saham tersebut diiklankan di surat kabar dan/atau di tempat lain. Iklan tersebut diwajibkan, menurut hukum dan peraturan LSE, untuk memberikan informasi rinci dalam jumlah besar. Persiapannya sangat mahal, termasuk laporan dari akuntan independen dan sejenisnya. Tujuan dari memasukkan informasi yang banyak dan rinci adalah untuk melindungi masyarakat dari jenis klaim yang ceroboh dan, kadang-kadang, penipuan yang dibuat oleh manajemen bisnis pada masa-masa awal LSE.

Seperti yang ditunjukkan pada Tabel 8.1, isu-isu publik tampaknya populer di kalangan perusahaan-perusahaan yang baru tercatat di bursa, hingga tahun 2012. Penerbitan obligasi publik ini menyumbang rata-rata lebih dari 40 persen pembiayaan ekuitas baru untuk grup ini selama periode 2006 hingga 2012, meskipun terdapat variasi yang cukup besar dari tahun ke tahun. Namun baru-baru ini, penempatan, yang akan kita bahas sebentar lagi, telah mendominasi. Salah satu perusahaan tercatat yang baru saja melakukan IPO adalah Worldpay Group plc, yang mengumpulkan Rp. 2,4 Trliyun pada bulan Oktober 2015. Worldpay adalah bisnis pemrosesan pembayaran. Isu-isu publik selalu tidak populer di kalangan bisnis yang sudah berpengalaman.

Penempatan

Ada variasi dalam penerbit yang menjual sahamnya kepada masyarakat umum melalui iklan. Ini dikenal sebagai 'menempatkan'. Di sini penerbit ‘menempatkan’ (yaitu, menjual) saham tersebut kepada beberapa kliennya sendiri, seperti perusahaan asuransi dan dana pensiun. Klien ini dapat mencakup pemegang saham yang ada.

Tabel 8.1 Penerbitan ekuitas oleh perusahaan yang terdaftar di LSE

Masalah yang disebabkan oleh bisnis yang baru terdaftar										
Tahun	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nilai Total	8.415	7.613	6.050	1.059	8.775	11.772	7.315	7.894	9.497	6.846
Yang mana:										
Penawaran umum (%)	38	57	59	35	22	13	77	2	-	-
Penempatan (%)	57	40	41	45	41	14	18	98	95	84

Kombinasi penawaran umum dan penempatan (%)	5	3	-	20	37	73	5	-	5	16
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Masalah yang disebabkan oleh perusahaan terdaftar yang berpengalaman										
Tahun	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nilai Total	12.865	8.840	60.422	75.988	15.140	6.018	4.135	11.615	13.096	17.537
Yang mana:										
Penawaran umum (%)	9	13	1	1	4	1	8	1	2	5
Penempatan (%)	40	71	20	8	27	83	45	28	49	52
Kombinasi penawaran umum dan penempatan (%)	5	8	33	25	2	9	18	8	10	11
Masalah yang benar	46	8	46	66	67	7	29	63	39	32
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Ini masih merupakan isu publik, namun di sini 'publik' tidak memiliki arti yang biasa. Keuntungan bagi bisnis peningkatan pembiayaan ekuitas melalui penempatan adalah bahwa biaya-biaya tertentu, seperti iklan (lihat di atas), dapat dihemat. Namun, masih terdapat kebutuhan untuk menyediakan informasi yang luas dan mahal mengenai isu-isu publik yang lebih tradisional. Pada bulan Februari 2015, bisnis telekomunikasi BT Group plc mengumpulkan Rp. 1 Triliyun melalui penempatan. Ekuitas yang diterbitkan mewakili sekitar 3 persen dari ekuitas yang diterbitkan segera setelah penempatan. Dana yang terkumpul digunakan sebagian untuk mendanai pengambilalihan bisnis telepon seluler, EE Ltd (Orange dll.).

Seperti yang dapat kita lihat pada Tabel 8.1, penempatan merupakan sarana yang semakin penting dalam menerbitkan saham baru, baik sebagai IPO maupun SEO. Selama periode 2006 hingga 2012, penempatan saham mempunyai peran yang signifikan, namun tidak dominan, dalam IPO, namun sejak tahun 2013, penempatan saham telah menjadi sumber dana ekuitas yang paling penting bagi perusahaan-perusahaan yang baru tercatat di bursa. Penawaran umum mengalami kerugian yang sepadan. Penempatan tetap signifikan bagi bisnis yang sudah berpengalaman. Namun dalam beberapa tahun, bagi perusahaan yang sudah berpengalaman, penempatan tenaga kerja tampaknya tidak lagi sejalan dengan isu hak asasi manusia (yang akan segera kita bahas). Ada variasi yang luar biasa dari tahun ke tahun.

Masalah penetapan harga kepada masyarakat

Penetapan harga penerbitan saham biasa kepada publik merupakan hal yang sangat penting bagi pemegang saham yang ada. Jika saham baru tersebut dihargai dengan diskon terhadap nilai saham lama, kecuali jika pemegang saham lama mengambil setidaknya sejumlah saham baru sehingga mereka dapat mempertahankan proporsi yang sama atau lebih besar dari jumlah saham yang mereka miliki sebelumnya. , hal ini akan menyebabkan pemegang saham baru memperoleh keuntungan dibandingkan pemegang saham lama.

Karena penerbitan kepada publik cenderung terjadi ketika perusahaan memperluas basis ekuitasnya secara signifikan, kecil kemungkinannya bahwa pemegang saham yang ada akan dapat mengambil saham baru dalam jumlah yang cukup untuk menghindari sanksi atas penerbitan dengan harga diskon.

Ada bukti bahwa harga IPO mungkin terlalu rendah. Levis (2008) meneliti 1.735 IPO terpisah yang dilakukan melalui LSE selama periode 1995 hingga 2006. Penelitian tersebut antara lain melihat kinerja (kenaikan harga saham dan dividen, jika ada) selama 12 bulan setelahnya. tanggal terbitan baru. Saham IPO bernasib sekitar 13 persen lebih baik dibandingkan rata-rata investasi ekuitas bursa. Dengan kata lain, seorang investor yang melakukan semua IPO antara tahun 1995 dan 2006 dan menahannya selama satu tahun akan mendapatkan keuntungan 13 persen lebih baik dibandingkan investor yang membeli saham di berbagai perusahaan lain yang terdaftar di bursa saham dan menahannya selama 1 tahun. tahun. Hal ini tidak berarti bahwa semua IPO mewakili investasi satu tahun yang menguntungkan. Artinya, dalam kasus tersebut investor IPO akan mengalami kerugian lebih sedikit dibandingkan investor lainnya.

Yang menjadi masalah penilaian adalah seberapa baik harga penerbitan saham mencapai keseimbangan antara menarik jumlah maksimum uang tunai per saham, di satu sisi, dan menghindari kegagalan yang sangat mahal dalam mengumpulkan dana yang dibutuhkan, setelah menghabiskan sejumlah besar uang untuk promosi. di sisi lain. Ada dua cara untuk mengatasi masalah harga. Salah satunya adalah dengan menjaminkan sahamnya. Dengan imbalan tertentu, penjamin emisi akan menjamin untuk mengambil saham yang tidak dibeli oleh masyarakat. Hal ini memastikan keberhasilan masalah ini. Biaya atau komisi penjamin emisi ditetapkan oleh mereka berdasarkan berapa banyak saham yang mereka tanggung, harga penawaran, dan tentu saja, seberapa besar keyakinan penjamin emisi bahwa kemungkinan beberapa saham tidak akan diambil alih oleh publik. Pada hakikatnya, penjamin emisi adalah perusahaan asuransi. Sebagian besar isu yang ditujukan kepada publik ditanggung. Biaya penjaminan emisi cenderung berada di kisaran 4 persen dari modal yang diperoleh.

Cara kedua untuk mengatasi masalah harga adalah dengan membuka tender saham. Hal ini mirip dengan lelang dimana saham dijual kepada penawar tertinggi, biasanya dengan harga cadangan yang telah ditentukan sebelumnya (yaitu, harga di bawah harga tersebut tidak akan diterima). Ketika seluruh penawaran telah diterima (tanggal penutupan penawaran telah tercapai), perusahaan atau penerbit akan menilai berapa harga tertinggi untuk seluruh saham dapat diterbitkan. Hal ini mungkin paling baik dijelaskan dengan contoh sederhana.

Contoh 8.2 Sebuah perusahaan ingin menerbitkan 10 juta saham melalui tender. Setelah menerbitkan iklan dalam bentuk yang diperlukan, ia menerima penawaran sebagai berikut:

1 juta saham seharga Rp. 5.000 per saham (yaitu, penawaran untuk 1 juta saham seharga Rp. 5.000 per saham)

1 juta saham seharga Rp. 4.500 masing-masing

2 juta lembar saham seharga Rp. 4000 masing-masing

2 juta saham seharga Rp. 3.500 masing-masing

3 juta lembar saham seharga Rp. 3.000 masing-masing

5 juta saham seharga Rp. 2.500 masing-masing

10 juta saham seharga Rp. 2.000 masing-masing

Harga tertinggi di mana seluruh 10 juta saham dapat diterbitkan namun setiap penawar diharuskan membayar harga yang sama per saham adalah Rp. 2.500. Ini dikenal sebagai harga yang mencolok. Ini adalah harga di mana seluruh 10 juta saham akan diterbitkan: 9 juta untuk mereka yang menawarkan di atas Rp. 2.500 dan 1 juta lainnya untuk beberapa dari mereka yang menawarkan tepat £2.500. Perhatikan bahwa seluruh 10 juta saham diterbitkan dengan harga £2.500 masing-masing. Penerbitan ekuitas melalui tender sepertinya tidak begitu populer. Namun, hal ini cukup umum terjadi pada penerbitan surat berharga pemerintah Inggris.

Bagikan isu-isu di pasar yang tertekan

Beberapa pengamat berpendapat bahwa tidak adil menjual saham baru kepada publik ketika harga pasar modal secara umum, atau saham suatu bisnis tertentu, sedang tertekan. Hal ini karena hal ini akan memungkinkan pihak luar untuk membeli saham 'dengan harga murah' dengan mengorbankan pemegang saham yang ada. Hal ini nampaknya merupakan pandangan yang tidak logis mengingat bukti efisiensi pasar modal, yang akan diulas pada bab berikutnya. Bukti tersebut sangat mendukung hipotesis bahwa harga pasar suatu saham saat ini merupakan pandangan konsensus mengenai nilainya pada saat itu. Tidak ada alasan untuk percaya bahwa karena baru-baru ini nilainya turun, maka nilai tersebut akan meningkat, lebih dari itu akan menyebabkan kita merasa bahwa nilai tersebut akan mengalami penurunan nilai lebih lanjut atau tetap statis.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Sehubungan Dengan Masalah Ekuitas Kepada Publik

Biaya penerbitan

Biaya penerbitan sangat besar, diperkirakan sekitar 4 persen dari hasil penerbitan senilai Rp. 200 Miliyar di Inggris dan sekitar 7 persen di Amerika Serikat (Association of British Insurers, 2013). Sebagian besar biaya penerbitan bersifat tetap, berapa pun besarnya penerbitan, sehingga biayanya bisa lebih besar secara proporsional, berdasarkan persentase dana yang dikumpulkan, untuk penerbitan kecil.

Selain biaya eksplisit IPO, ada biaya tambahan. Untuk menarik investor dalam jumlah yang cukup agar IPO berhasil, biasanya saham perlu ditawarkan dengan harga diskon dari harga yang biasanya diharapkan untuk diperdagangkan. Hal ini karena isu tersebut kemungkinan besar cukup besar sehingga berdampak buruk terhadap harga. Bursa Efek London (2006) memperkirakan diskon IPO ini antara 10 dan 15 persen.

Pada tingkat biaya ini, dampaknya terhadap biaya ekuitas sangat besar. Kita telah melihat sebelumnya bahwa rata-rata biaya ekuitas selama abad kedua puluh rata-rata sekitar 5,3 persen per tahun. Ini berarti Rp. 5,300 untuk setiap Rp. 100,000 ekuitas. Jika biaya penerbitan eksplisit, katakanlah, Rp. 4.000, dan diskon IPO tambahan Rp. 10.000, maka hasil bersihnya hanya Rp. 86.000. Jadi biaya ekuitas efektif adalah Rp. 5,300/Rp. 86.000, atau 6,2 persen. Hal ini mungkin menjelaskan sedikitnya jumlah permasalahan publik, terutama jika terdapat alternatif lain. Isu publik cenderung terjadi ketika opsi right issue dan laba ditahan tidak tersedia.

Ketidakpastian masalah publik

Kepastian relatif akan keberhasilan yang terkait dengan isu-isu hak asasi manusia tidak ada pada isu-isu yang dipublikasikan kepada publik. Seperti yang telah kita diskusikan, penggunaan penjamin emisi dan/atau penerbitan melalui tender sampai batas tertentu dapat mengatasi masalah ini, namun ada biayanya.

Masalah penetapan harga sangatlah penting

Jika kepentingan pemegang saham biasa ingin dilindungi, maka pertanyaan mengenai harga merupakan salah satu hal yang sangat penting. Penerbitan melalui tender, sampai batas tertentu, dapat mengatasi permasalahan tersebut. Efisiensi pasar modal menunjukkan bahwa penawaran tender yang 'menang' akan memberikan harga yang rasional dan adil terhadap isu tersebut.

Pengenceran kontrol

Jelasnya, dilusi kendali bagi pemegang saham yang ada akan terjadi jika ada permasalahan yang dihadapi publik. Ini mungkin merupakan harga yang harus dibayar oleh pemegang saham asli untuk mendapatkan akses terhadap pendanaan ekuitas tambahan ketika penerbitan hak dan laba ditahan tidak memungkinkan.

Catatan tentang tempat isu-isu publik dalam penggalangan dana untuk bisnis

Bukti (Kay, 2012) menunjukkan bahwa dana yang dikumpulkan melalui isu-isu publik, oleh perusahaan-perusahaan Inggris yang terdaftar di LSE, jarang digunakan untuk ekspansi bisnis. Sebagian besar bisnis tersebut mampu mengumpulkan semua pendanaan yang mereka perlukan untuk ekspansi dari laba ditahan. Apabila terdapat isu publik, hal ini biasanya terjadi karena perusahaan tersebut go public dan saham yang diterbitkan tidak dikeluarkan oleh perusahaan itu sendiri, namun oleh pemegang saham utama yang ingin merealisasikan seluruh atau, biasanya sebagian, investasinya. . Bisnis luar negeri yang terdaftar di LSE cenderung menggunakan isu-isu publik untuk mengumpulkan dana guna ekspansi.

Masalah hak

Rights issue adalah penawaran kepada pemegang saham biasa untuk mengambil saham tambahan, secara tunai, dengan harga yang biasanya jauh di bawah harga pasar saat ini dari saham yang sudah ada. Pada bulan Februari 2016, Chemring Group plc melakukan right issue untuk mengumpulkan Rp. 81 Miliyar. Chemring adalah bisnis global yang menyediakan serangkaian produk dan layanan teknologi canggih untuk pasar kedirgantaraan, pertahanan, dan keamanan. Saham tersebut ditawarkan kepada pemegang saham lama berdasarkan empat saham baru untuk setiap sembilan saham yang sudah dimiliki dengan harga Rp. 940, yang merupakan diskon sebesar 47 persen dari harga saham sesaat sebelum penerbitan. Sekitar 96 persen saham yang ditawarkan kepada pemegang saham telah diambil alih, dan sisanya diserahkan kepada penjamin emisi untuk ditangani. Dana baru ini sebagian diperlukan untuk mengurangi pinjaman bisnis.

Permasalahan hak asasi manusia secara umum merupakan metode penting dalam meningkatkan pendanaan ekuitas baru di Inggris selama beberapa tahun terakhir. Tabel 8.1 menunjukkan bahwa mereka rata-rata menyumbang sekitar 40 persen SEO antara tahun 2006 dan 2015. Untuk bisnis yang tidak memiliki musim, sebenarnya tidak ada pilihan untuk melakukan penawaran umum terbatas (rights issue) karena bisnis tersebut biasanya tidak

memiliki basis pemegang saham yang cukup besar untuk melakukan penawaran umum terbatas (rights issue).

Undang-undang mensyaratkan, dalam keadaan normal, bahwa setiap penerbitan ekuitas baru harus ditawarkan terlebih dahulu kepada pemegang saham lama sesuai proporsi kepemilikan saham masing-masing; artinya, hal tersebut harus merupakan masalah hak (rights issue). Namun, pemegang saham dapat melepaskan 'hak memesan efek terlebih dahulu' ini dan beberapa perusahaan meminta pemegang sahamnya untuk menyetujui hal tersebut. Keberadaan hak memesan efek terlebih dahulu terkadang dipandang sebagai pembatasan kemampuan direksi untuk memanfaatkan sumber pendanaan ekuitas lainnya.

Setelah perusahaan memutuskan jumlah pendanaan yang dibutuhkan dan menetapkan harga, perusahaan hanya menawarkan saham kepada pemegang saham yang ada. Jumlah saham baru yang berhak diambil oleh setiap pemegang saham tergantung pada jumlah saham yang sudah dimiliki.

Jika pemegang saham tidak ingin mengambil hak ini, hak tersebut dapat dijual kepada seseorang yang ingin mengambil hak tersebut (terlepas dari apakah pembelinya adalah pemegang saham lama atau tidak). Biasanya hak dapat dijual di pasar modal. Pembelinya memperoleh hak yang sama untuk mengambil saham tersebut seperti yang diperoleh pemegang saham yang awalnya diberikan.

Contoh 8.3 Sebuah perusahaan mempunyai 4 juta saham biasa senilai Rp. 1.000 yang harga pasarnya saat ini adalah Rp. 1,800 per saham. Ia ingin mengumpulkan Rp. 1,2 Miliyar melalui penerbitan saham terbatas dengan harga £1,50 per saham. Jumlah saham yang akan diterbitkan adalah 800.000 (yaitu, £1,2 juta/£1,50). Oleh karena itu, penawaran ini akan ditawarkan dengan basis 1-untuk-5 kepada pemegang saham biasa yang ada. Misalnya, seorang pemegang saham yang memiliki 200 saham akan diberikan hak untuk membeli 40 saham tambahan. Dalam Contoh 8.3, nilai seluruh ekuitas perusahaan sesaat sebelum right issue adalah Rp. 7,2 Miliyar (4 juta * Rp. 1,80). Segera setelah penerbitan ini, jumlah ini akan meningkat sebesar Rp. 1,2 Miliyar (jumlah uang baru yang dikumpulkan). Nilai total ekuitas seharusnya menjadi Rp. 8,4 Miliyar (4 juta + 800.000 = 4,8 juta saham) atau Rp. 1,750 per saham (Rp. 8,4 Miliyar/4,8 Miliyar).

Ini adalah harga dimana saham harus diperdagangkan segera setelah right issue, dengan asumsi semua hal lainnya tetap sama. Jadi, nilai hak untuk membeli satu saham kemungkinan besar adalah Rp. 250, yaitu selisih antara harga penerbitan hak dan harga ex-rights. Kekuatan pasar cenderung memastikan bahwa hal ini secara umum benar, karena, jika tidak, hal ini berarti bahwa di satu sisi, ada kemungkinan untuk memperoleh keuntungan yang tidak normal dengan membeli hak, atau tidak ada orang yang bersedia membelinya. di sisi lain.

Perusahaan biasanya memberi harga penerbitan saham dengan harga sekitar 30 dan 40 persen di bawah harga teoritis saham ex-rights (Association of British Insurers, 2013). Seperti disebutkan di atas, penawaran umum terbatas (rights issue) oleh Chemring Group plc mendapat diskon sebesar 47 persen dari harga saham pada saat perusahaan tersebut mengumumkan niatnya untuk melakukan penawaran umum terbatas dan 38,2 persen dari harga teoritis ex-rights. Seperti yang telah kita lihat, melakukan hal ini seharusnya tidak

menguntungkan pemegang saham. Namun, karena membiarkan hak tersebut tidak berlaku lagi akan merugikan pemegang saham, maka penerbitan saham baru (rights issue) dengan harga diskon memberikan tekanan pada mereka untuk melakukan penerbitan saham tersebut atau menjual hak tersebut. Apa pun kasusnya, hal ini kemungkinan besar akan menyebabkan keberhasilan penerbitan saham dalam hal seluruh saham diambil dan jumlah uang yang diinginkan dapat dikumpulkan.

Alasan lain untuk menentukan harga penerbitan saham baru (rights issue) dengan harga diskon adalah untuk mencoba memastikan adanya kemungkinan penurunan harga pasar saham yang telah diterbitkan, antara tanggal pengumuman penerbitan saham baru (dan harga penerbitan saham baru) dan tanggal pengumuman. tanggal penerbitan, masih menyisakan harga right issue di bawah harga pasar. Jika, pada tanggal penerbitan, harga saham lebih murah untuk dibeli di pasar modal dibandingkan dengan mengambil haknya, maka penerbitan tersebut hampir pasti gagal.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Sehubungan Dengan Masalah Hak Asasi Manusia.

Rights issue adalah cara yang relatif murah untuk meningkatkan pendanaan ekuitas

Diperkirakan biaya penerbitannya rata-rata 2,5 hingga 3 persen dari dana yang dikumpulkan (Association of British Insurers, 2013). Perhatikan bahwa sebagian besar biaya penerbitan ini bersifat tetap, artinya biaya tersebut sama terlepas dari jumlah dana yang diperoleh dari penerbitan tersebut. Akibatnya, biayanya (sebagai proporsi dari nilai dana yang dikumpulkan) akan lebih besar untuk isu-isu kecil dan lebih sedikit untuk isu-isu besar.

Masalah penetapan harga bukanlah faktor penting

Seperti yang telah kita lihat, pemegang saham yang menjual atau mengambil haknya mempunyai posisi yang kurang lebih sama dalam hal kekayaan, terlepas dari harga penerbitannya.

Masalah hak asasi manusia cukup pasti

Dalam praktiknya, jarang sekali terjadi kegagalan dalam right issue. Hal ini merupakan faktor penting karena banyak biaya penerbitan yang dibayarkan di muka dan hilang jika penerbitan gagal.

Pemegang saham lama terpaksa menambah atau melikuidasi sebagian kepemilikan sahamnya. Bagi pemegang saham yang diberi hak untuk mengambil saham tambahan, tidak melakukan apa pun bukanlah pilihan yang masuk akal. Untuk mempertahankan kekayaannya, mereka harus mengambil saham tersebut, lalu meningkatkan investasi mereka dalam bisnis tersebut, atau menjual haknya, sehingga pada dasarnya melikuidasi sebagian dari investasi mereka. Tak satu pun dari hal ini mungkin menarik bagi sebagian pemegang saham. Hal ini dapat menyebabkan saham-saham perusahaan yang sering melakukan right issue menjadi tidak populer, sehingga berdampak buruk pada nilai pasarnya.

Tentu saja, setiap pemegang saham selalu terbuka untuk menjual sebagian haknya guna memperoleh uang tunai yang cukup untuk mengambil sisanya. Hal ini masih memerlukan tindakan dari pihak pemegang saham. Dalam praktiknya, pemegang saham yang ada mempunyai sebagian besar haknya (diperkirakan sekitar 90 persen).

Pengenceran kontrol

Dilusi pengendalian tidak perlu terjadi melalui penerbitan saham baru (rights issue) karena pemegang saham yang ada diberikan kesempatan, yang biasanya diterima, untuk mempertahankan hak suara yang sama setelah penerbitan saham tersebut seperti sebelumnya.

Beberapa pemegang saham mungkin tidak memiliki dana untuk melakukan right issue

Hal ini dapat menjadi masalah khusus bagi perusahaan yang sahamnya tidak dicatatkan di bursa efek yang diakui, karena mungkin sulit untuk menjual haknya kepada pihak ketiga.

Pasar Investasi Alternatif

Bisnis kecil mungkin tidak ingin tunduk pada ketatnya, dan biaya yang menyertainya, untuk mendapatkan pencatatan penuh di LSE untuk saham mereka. Untuk bisnis seperti itu, LSE menyediakan pasar tersendiri di mana saham dapat diperdagangkan. Ini adalah Pasar Investasi Alternatif (AIM), yang cenderung melayani bisnis yang sahamnya memiliki total nilai pasar sekitar £50 juta, meskipun banyak di antaranya yang jauh lebih besar atau lebih kecil dari ini.

Fakta bahwa sekuritas suatu perusahaan tertentu diperdagangkan di AIM harus memperingatkan calon investor bahwa persyaratan untuk memperoleh, dan mempertahankan, pencatatan saham secara penuh belum dipenuhi, meskipun persyaratan yang kurang ketat telah dipenuhi. Hal ini berarti bahwa sekuritas tersebut mewakili investasi yang lebih berbahaya dibandingkan dengan bisnis serupa yang telah mencatatkan sahamnya secara penuh. AIM telah dilihat sebagai langkah menuju bisnis untuk mendapatkan listing penuh. Namun baru-baru ini, beberapa bisnis yang terdaftar sepenuhnya telah mengalihkan pencatatannya ke AIM. Tujuannya jelas adalah untuk menghemat biaya tahunan yang lebih besar agar dapat terdaftar secara penuh dan, mungkin, untuk menghindari biaya dan ketidaknyamanan dalam memenuhi persyaratan yang lebih ketat untuk melakukan pencatatan secara penuh. AIM dibahas secara lebih rinci, dalam konteks usaha kecil, di Bab 16.

8.4 SAHAM PREFEREN

Saham preferen merupakan bagian dari kepemilikan bisnis yang menanggung risiko, namun pemegang saham preferensi biasanya mempunyai hak atas bagian pertama (dengan ukuran yang telah ditentukan) dari setiap dividen yang dibayarkan. Saham preferen biasanya bersifat kumulatif. Artinya, jika dividen saham preferen tidak dipenuhi seluruhnya pada tahun tertentu, maka pemegang saham biasa tidak berhak atas dividen pada tahun berikutnya sampai dividen saham preferen telah diperbarui. Karena perlakuannya yang baik terhadap dividen, saham preferen memiliki risiko yang lebih kecil, dari sudut pandang investor, dibandingkan saham biasa. Oleh karena itu, ekspektasi investor terhadap imbal hasil saham preferen lebih rendah dibandingkan ekspektasi investor saham biasa dalam bisnis yang sama.

Secara historis, saham preferen telah menjadi sumber pendanaan perusahaan yang signifikan. Baru-baru ini, dana tersebut tampaknya tidak lagi disukai dan cenderung diabaikan sebagai sumber pendanaan baru. Namun, banyak bisnis yang sebagian dibiayai oleh saham preferen yang diterbitkan beberapa tahun lalu. Salah satu perusahaan yang saat ini menerbitkan saham preferen adalah Rolls-Royce Holdings plc, produsen mesin. Ini

menawarkan pemegang saham biasa kesempatan untuk menerima saham preferen sebagai pengganti dividen, dengan nilai yang setara.

Nilai nominal

Saham preferen mempunyai nilai nominal, namun seperti halnya saham biasa, ukurannya biasanya tidak terlalu penting. Namun, dividen preferensi biasanya dinyatakan dalam persentase dari nilai nominal (walaupun tidak perlu dinyatakan dalam persentase).

Rasio investor

Hasil dividen dan cakupan dividen merupakan rasio penting bagi pemegang saham preferen. Dividen biasanya merupakan bagian terpenting dari imbal hasil saham preferen, sehingga tingkat bunga efektif dan keamanannya merupakan hal yang penting.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Oleh Bisnis Mengenai Pembiayaan Saham Preferen

Biaya penerbitan

Biaya penerbitan serupa dengan biaya yang terkait dengan peningkatan pendanaan ekuitas baru dan juga bervariasi berdasarkan metode yang digunakan.

Biaya servis

Biaya pelayanan cenderung lebih rendah dibandingkan dengan saham biasa, karena saham preferen memberikan risiko yang lebih kecil kepada pemegangnya.

Kewajiban membayar dividen

Saham preferen tidak membebankan kewajiban hukum pada bisnis untuk membayar dividen. Namun, mereka memberlakukan kewajiban untuk memenuhi dividen preferensi sebelum dividen apa pun dapat dibayarkan kepada pemegang saham biasa. Jika saham preferen bersifat kumulatif, tunggakan dividen preferen yang belum dibayarkan juga harus dilunasi sebelum pemegang saham biasa dapat berpartisipasi dalam dividen. Dalam praktiknya, meski tidak ada kewajiban hukum, dunia usaha tampaknya enggan melewatkan pembayaran dividen preferensi.

Kewajiban menebus saham preferen

Beberapa saham preferen secara tegas diterbitkan sebagai dapat ditebus. Jika hal ini terjadi, dunia usaha harus menyadari perlunya membiayai penebusan ini. Tidak semua saham preferen dapat ditebus dan, jika tidak, posisinya sama dengan saham biasa. Apabila pemegang saham preferen tidak dapat meminta penebusan, jenis pembiayaan ini relatif aman dari sudut pandang pemegang saham biasa.

Dividen saham preferen yang dapat dikurangkan dari pajak

Sistem perpajakan Inggris tidak membedakan antara dividen biasa dan dividen preferensi, sehingga dividen preferensi, seperti dividen saham biasa, tidak dapat dikurangkan dari laba untuk keperluan pajak perusahaan.

Efek pada kontrol dan kebebasan bertindak

Biasanya, saham preferen tidak memberikan banyak batasan pada pemegang saham biasa. Banyak saham preferen memberikan pemegangnya hak untuk memilih hanya jika dividen mereka menunggak. Umumnya pemegang saham preferen tidak mempunyai hak suara.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Oleh Calon Investor Mengenai Kepemilikan Saham Preferen

Tingkat pengembalian

Tingkat pengembalian kepada pemegang saham preferen cenderung rendah, jauh di bawah tingkat pengembalian ekuitas pada bisnis yang sama. Pengembaliannya juga cenderung seluruhnya dalam bentuk dividen karena saham preferen biasanya tidak mengalami perubahan nilai yang signifikan.

Risiko pengembalian

Biasanya, risiko ini terletak antara risiko yang melekat pada saham biasa dan surat utang. Hal ini terutama karena dividen preferensi memiliki prioritas dibandingkan dividen biasa.

Kemudahan melikuidasi investasi

Apabila saham preferen dapat ditebus dan/atau diperdagangkan di pasar modal, likuidasi dapat dilakukan. Kegagalan setidaknya salah satu dari hal ini biasanya akan membuat investor enggan untuk mengambil penerbitan saham preferen.

Saham preferensi dan pajak pribadi

Dividen dikenakan pajak sebagai pendapatan.

Tingkat kendali

Kecuali jika dividen menunggak, pemegang saham preferen biasanya tidak memiliki hak suara dan karenanya tidak memiliki kekuasaan nyata.

Metode peningkatan modal saham preferen

Metode yang digunakan untuk meningkatkan modal saham preferen kurang lebih sama dengan metode yang tersedia pada saham biasa, termasuk penerbitan bonus kepada pemegang saham biasa yang dihasilkan dari laba ditahan. Dalam praktiknya, penerbitan saham preferen tampaknya merupakan metode penerbitan saham preferen yang paling populer.

8.5 SURAT UTANG DAN SURAT HUTANG

Banyak bisnis meminjam dengan menerbitkan sekuritas dengan tingkat bunga tetap yang dibayarkan berdasarkan nilai nominal atau nilai nominal sekuritas (dikenal sebagai tingkat kupon) dan tanggal penebusan yang telah ditentukan sebelumnya. Sekuritas semacam itu dikenal sebagai nota pinjaman, surat utang, obligasi, atau saham pinjaman. Biasanya diterbitkan untuk jangka waktu antara 10 sampai 25 tahun, meskipun ada juga yang diterbitkan untuk jangka waktu di luar rentang tersebut. Memang benar, surat pinjaman abadi (tidak ada tanggal penebusan) memang ada. Popularitas surat utang, sebagai sarana untuk menggalang dana jangka panjang, tampaknya berfluktuasi secara drastis dari tahun ke tahun. Banyak bisnis memperoleh daftar pasar modal untuk nota pinjaman mereka, sehingga calon pemberi pinjaman dapat membeli sebagian pinjaman bisnis dari pemberi pinjaman sebelumnya. Pemilik baru surat utang, sejak tanggal perolehannya, akan menerima pembayaran bunga serta pembayaran modal jika surat utang tersebut disimpan sampai tanggal penebusan.

Surat pinjaman menarik semua jenis investor yang mencari keuntungan dengan risiko yang relatif rendah. Investor institusional khususnya tertarik pada mereka, terutama institusi yang membutuhkan penerimaan kas rutin untuk memenuhi kewajiban pembayaran berulang, misalnya dana pensiun. Seperti kebanyakan jenis pinjaman, sebagian besar surat pinjaman dijamin, baik pada aset tertentu dari bisnis peminjaman atau pada aset secara umum. Misalnya, bisnis penerbangan International Airlines Group plc (British Airways, Aer Lingus, dan Iberia), menurut laporan tahunannya pada tahun 2014, telah menjanjikan €1.169 juta dari nilai (biaya) pesawatnya sebagai jaminan atas pinjaman.

Alternatifnya, pemberi pinjaman mungkin hanya memiliki jaminan yang diberikan oleh hukum kontrak kepada kreditur tanpa jaminan untuk melaksanakan pembayaran bunga atau pokok jika bisnisnya gagal bayar. Aman atau tidaknya surat pinjaman menentukan di mana antrian pembayaran pemegang surat pinjaman akan berdiri jika terjadi likuidasi bisnis peminjaman. Karena biasanya tidak praktis bagi pemegang surat pinjaman individu untuk memantau keamanan mereka setiap saat, wali sering kali ditunjuk oleh bisnis untuk melakukan hal ini untuk mereka. Dunia usaha akan siap melakukan hal ini sehingga masalah ini akan menarik pemberi pinjaman.

Peringkat nota pinjaman (obligasi).

Apabila surat utang terdaftar di LSE, surat utang tersebut cenderung dinilai oleh tiga penilai independen, yaitu Moody's, Standard and Poor's, dan Fitch Ratings, yang semuanya merupakan penyedia jasa keuangan komersial. Peringkat tersebut menunjukkan pendapat penilai mengenai kualitas surat utang ditinjau dari prospek komersial dan keuangan dari usaha yang menerbitkan surat utang tersebut. Peringkat tersebut mempertimbangkan berbagai hal dari sudut pandang calon investor. Oleh karena itu, kemampuan perusahaan yang bersangkutan untuk membayar bunga dan menebus surat pinjaman, secara penuh, pada tanggal kontrak, merupakan faktor kuncinya. Para penilai terus-menerus meninjau ulang peringkat surat utang mereka dan mengubahnya seiring dengan perubahan keadaan. Bisnis dengan peringkat tinggi akan relatif mudah untuk meminjam dan/atau dapat meminjam dengan lebih murah. Semua penilai ini menilai surat pinjaman ke dalam salah satu dari sejumlah kelas. Tabel 8.2 menunjukkan klasifikasi Standar dan Buruk. Standard and Poor's melihat garis demarkasi antara surat pinjaman BBB dan BB sebagai salah satu hal yang penting. BBB dan yang lebih tinggi dipandang sebagai surat pinjaman 'tingkat investasi' dan secara umum mewakili investasi yang aman. BB ke bawah dianggap berisiko dan spekulatif. BB ke bawah sering disebut obligasi sampah.

Tabel 8.2 Peringkat kredit surat utang Standard and Poor's

Peringkat	Penjelasan
AAA	Kapasitas perusahaan penerbit untuk memenuhi kewajibannya sangat tinggi
A A	Nilainya sedikit lebih rendah dibandingkan 'triple-A' (AAA), namun masih sangat tinggi
A	Lebih rentan terhadap perubahan bisnis/lingkungan dibandingkan surat pinjaman 'double-A', namun tetap memiliki peringkat yang tinggi
BBB	Surat utang seperti ini cukup aman, namun masih lebih rentan terhadap perubahan yang merugikan dibandingkan surat utang 'single-A'

BB	Ketidakpastian besar mengenai keamanannya jika terjadi perubahan buruk terhadap lingkungan bisnis/ekonomi
B	Lebih berisiko dibandingkan surat utang 'double-B', namun saat ini mampu memenuhi komitmennya
CCC	Saat ini rentan terhadap tidak terbayarnya kewajibannya. Bergantung pada kondisi bisnis/ekonomi yang menguntungkan
CC	Sangat rentan terhadap non-pembayaran
C	Saat ini besar kemungkinannya tidak dapat memenuhi kewajibannya
SD dan D	Saat ini tidak memenuhi kewajibannya

Pada bulan Desember 2015, Moody's memangkas peringkat kredit perusahaan pertambangan terbesar ketiga di dunia, Glencore plc, ke satu tingkat di atas status sampah. Moody's membenarkan penilaian ulangnya dengan mengidentifikasi jatuhnya harga pasar mineral yang ditambang. Lembaga pemeringkat mendapat kritik keras karena gagal mengidentifikasi risiko yang melekat pada pinjaman sub-prime sekitar tahun 2008, sebuah poin yang akan segera kita bahas ketika kita membahas sekuritisasi. Hal ini menimbulkan keraguan mengenai keandalan penilaian mereka.

Rasio investor

Karena profitabilitas tidak menjadi kepentingan langsung bagi pemegang surat utang, rasio yang berkaitan dengan tingkat bunga efektif (hasil) cenderung menjadi perhatian lebih bagi mereka.

Dua rasio yang cenderung banyak diberitakan di media adalah:

- Hasil datar. Ini hanyalah piutang bunga kotor yang dinyatakan sebagai persentase dari nilai pasar saat ini dari jumlah pinjaman yang relevan.
- Hasil penebusan. Jika, seperti biasanya, surat utang dapat ditebus, keuntungan efektif dari kepemilikan surat utang tersebut dapat mencakup sejumlah keuntungan atau bahkan kerugian modal. (Kerugian modal akan timbul jika harga pasar saat ini berada di atas nilai penebusan. Hal ini cenderung terjadi jika suku bunga yang berlaku berada di bawah tingkat kupon surat utang.)

Hasil penebusan kotor (r) akan diberikan oleh ekspresi berikut:

$$\text{Nilai pasar saat ini} = \sum_{t=1}^{n} I/(1+r)^t + \text{RV}/(1+r)^n$$

dimana I adalah pembayaran bunga kotor tahunan, RV adalah nilai penebusan dan n adalah sisa umur (dalam tahun) surat utang. Menggunakan pembayaran bunga bersih (pajak) tahunan seperti I dalam ekspresi akan memberikan hasil penebusan bersih. Hal ini, pada dasarnya, adalah IRR dari surat pinjaman, dengan mempertimbangkan harga pasar saat ini, pembayaran bunga selama sisa umur surat pinjaman dan jumlah yang akan diterima pada saat penebusan. Contoh perhitungan yang melibatkan persamaan ini diberikan dalam Bab 10.

Metode penerbitan nota pinjaman

Surat pinjaman dapat diterbitkan dengan beberapa cara, termasuk diterbitkan secara langsung kepada masyarakat melalui iklan di surat kabar dan sebagainya. Seringkali,

perusahaan yang ingin menerbitkan surat pinjaman akan mendekati lembaga penerbit dan memintanya untuk mencoba menyampaikan permasalahan tersebut kepada kliennya, seringkali klien institusi.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Oleh Bisnis Mengenai Pembiayaan Melalui Nota Pinjaman

Biaya penerbitan

Biaya penerbitan cenderung relatif rendah; mungkin kurang dari 2 persen dari nilai uang tunai yang dikumpulkan dari penerbitan Rp. 2 Miliyar.

Biaya servis

Karena nota pinjaman mewakili investasi dengan risiko yang relatif rendah bagi investor, tingkat pengembalian yang diharapkan cenderung lebih rendah dibandingkan dengan yang biasanya dicari oleh pemegang saham. Secara historis, hal ini tercermin dalam keuntungan aktual. Seperti yang telah kita lihat, rata-rata pengembalian ekuitas Inggris dari tahun 1900 hingga 2014 adalah 5,3 persen per tahun. Sebaliknya, hal ini hanya terjadi 1,6 persen untuk surat pinjaman korporasi (atau obligasi) (Dimson, Marsh dan Staunton, 2015).

Kewajiban membayar bunga

Pemegang surat pinjaman mempunyai hak dasar berdasarkan hukum kontrak untuk mengambil tindakan guna menegakkan pembayaran bunga dan pembayaran kembali modal pada tanggal jatuh tempo, jika pembayaran tersebut tidak dilakukan. Dalam banyak kasus, pemegang surat utang mempunyai hak kontraktual untuk mengambil tindakan yang lebih langsung (seperti penyitaan aset secara efektif yang menjadi jaminan pinjaman mereka) apabila perusahaan peminjam gagal membayar utangnya. Kewajiban yang jelas untuk membayar bunga, yang berpotensi menimbulkan akibat buruk jika gagal bayar, dapat membuat pembayaran utang menjadi beban berat bagi bisnis peminjaman.

Kewajiban menebus nota pinjaman

Terlepas dari apakah nota pinjaman diterbitkan sebagai dapat ditebus atau tidak, bisnis selalu terbuka untuk membeli nota pinjamannya sendiri, di pasar terbuka, dan membatalkan apa yang dibelinya. Dengan demikian, nota pinjaman menawarkan tingkat fleksibilitas yang tidak tersedia pada saham biasa dan saham preferen. Di sisi lain, jika surat pinjaman diterbitkan sebagai surat utang yang dapat ditebus dengan tanggal penebusan yang telah ditentukan, yang biasanya terjadi, perusahaan mempunyai kewajiban kontraktual untuk menebusnya. Hal ini dapat menempatkan bisnis pada posisi arus kas yang sulit karena tanggal jatuh tempo pelunasan semakin dekat.

Pengurangan pajak atas bunga surat pinjaman

Bunga dapat dikurangkan sepenuhnya dari laba untuk keperluan perpajakan perusahaan. Hal ini cenderung membuat pembayaran bunga pinjaman lebih murah, pound demi pound, dibandingkan dividen saham biasa dan saham preferen. Ini adalah poin yang akan kita bahas kembali di Bab 11.

Efek pada kontrol dan kebebasan bertindak

Beratnya konsekuensi dari kegagalan memenuhi pembayaran bunga dan pembayaran kembali modal dapat sangat membatasi kebebasan bertindak perusahaan. Meskipun kendali, dalam arti hak suara, biasanya tidak terkait dengan pembiayaan surat utang, penerbitan surat

utang bisa secara serius mengikis kendali dalam artian perusahaan mampu mengelola urusannya tanpa hambatan.

Adalah umum bagi mereka yang meminjamkan uang untuk memaksakan persyaratan atau perjanjian pada bisnisnya. Kegagalan untuk memenuhi persyaratan ini, tergantung pada kontrak yang tepat antara pemberi pinjaman dan perusahaan, dapat memberikan hak kepada pemberi pinjaman untuk segera membayar kembali pinjamannya.

Perjanjian yang umum meliputi:

- Pembatasan tingkat dividen;
- Pemeliharaan rasio minimum aset lancar/kewajiban lancar;
- Pembatasan hak perusahaan untuk melepaskan aset tidak lancarnya; dan
- Pembatasan tingkat pendanaan (modal).

Babcock International Group plc, bisnis teknik, berdasarkan perjanjian yang terkait dengan pinjamannya, diwajibkan untuk menjaga laba operasional tahunannya, sebelum penyusutan, minimal empat kali lipat kewajiban bunga pinjaman tahunannya. Meskipun hal ini tidak terjadi pada Babcock, ada banyak bisnis yang terpaksa bertindak dengan cara yang biasanya tidak mereka pilih, untuk menghindari masalah yang dapat diakibatkan oleh pelanggaran perjanjian. Pada Bab 11, kita akan mengeksplorasi secara lebih mendalam dampaknya terhadap posisi pemegang saham biasa ketika pinjaman meningkat.

Faktor-Faktor Yang Perlu Dipertimbangkan Oleh Calon Investor Pada Surat Pinjaman

Tingkat Pengembalian

Pengembalian dari surat utang cenderung rendah dibandingkan dengan yang diharapkan dari ekuitas dan saham preferen.

Risiko pengembalian

Meskipun tingkat risiko yang terkait dengan gagal bayar oleh bisnis peminjam cenderung rendah, pemegang surat utang biasanya dihadapkan pada risiko lain, yaitu risiko suku bunga. Ini adalah risiko kerugian modal yang disebabkan oleh perubahan tingkat suku bunga secara umum.

Contoh 8.4 Seorang investor mempunyai nilai nominal £100 dari surat utang yang bersifat abadi (yang tidak dapat ditebus), yang memiliki tingkat kupon (tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan peminjam berdasarkan nilai nominal surat utang tersebut) sebesar 6 persen. Suku bunga yang berlaku dan tingkat risiko yang melekat pada surat utang tertentu menyebabkan pasar modal mencari keuntungan sebesar 6 persen dari surat utang tersebut. Karena pengembalian surat pinjaman atas nilai nominalnya adalah 6 persen, pasar modal akan menilai kepemilikannya sebesar Rp. 100.000 (nilai nominal).

Jika tingkat suku bunga secara umum ditingkatkan sehingga pasar modal kini mencari keuntungan sebesar 7,5 persen dari surat pinjaman ini, nilainya akan turun menjadi Rp. 80.000 (yaitu, jumlah bunga 6 persen dari Rp. 100.000). mewakili pengembalian 7,5 persen). Dengan demikian pemegang surat pinjaman kita akan menjadi lebih miskin sebesar Rp. 20.000.

Jika surat pinjaman tersebut tidak bersifat abadi tetapi dapat ditebus dengan harga Rp. 100.000 pada suatu waktu di masa depan, harganya mungkin tidak akan turun hingga Rp. 80.000 karena perubahan suku bunga. Semakin dekat tanggal penebusan, semakin kecil kerugiannya; namun terlepas dari posisi penebusan, akan terjadi kehilangan nilai. Jelasnya,

investor juga akan mendapatkan keuntungan yang sama dari penurunan suku bunga secara umum, namun investor yang menghindari risiko (dan sebagian besar investor tampaknya menghindari risiko) akan lebih peduli dengan potensi kerugian dibandingkan dengan potensi keuntungan.

Risiko suku bunga yang relatif rendah yang terkait dengan surat utang jangka pendek cenderung berarti bahwa pengembalian yang tersedia dari surat utang tersebut lebih rendah dibandingkan dengan surat utang yang belum jatuh tempo untuk ditebus dalam jangka waktu tertentu.

Kemudahan melikuidasi investasi

Bisnis yang ingin menerbitkan nota pinjaman kepada publik harus mencari listing di pasar modal jika mereka ingin memiliki harapan sukses yang serius. Surat pinjaman yang diterbitkan secara publik dapat dilikuidasi dengan cara dijual di pasar.

Catatan pinjaman dan pajak pribadi

Bunga dikenakan pajak penghasilan di tangan pemegang nota pinjaman perorangan. Keuntungan modal juga dikenakan pajak. Karena semua, atau hampir seluruh, keuntungan dari surat utang biasanya dalam bentuk bunga, keuntungan modal cenderung tidak signifikan.

Tingkat kendali

Surat pinjaman tidak memberikan pemegangnya kendali apa pun atas bisnis tersebut, kecuali hal tersebut diperlukan untuk menegakkan pembayaran iuran mereka jika bisnis gagal bayar dan untuk menegakkan perjanjian pinjaman apa pun.

Eurobond

Eurobonds adalah surat pinjaman tanpa jaminan dalam mata uang selain mata uang dalam negeri perusahaan yang menerbitkannya. Itu adalah pinjaman mata uang asing. Dunia usaha didorong untuk menerbitkan Eurobond untuk memanfaatkan ketersediaan pinjaman pembiayaan di luar negeri. Selain itu, Eurobonds dapat menawarkan fitur-fitur inovatif yang menjadikannya lebih menarik, baik bagi pemberi pinjaman maupun bagi bisnis penerbit. Poin terakhir ini muncul dari kenyataan bahwa obligasi diperdagangkan di pasar yang tidak diatur. Terlepas dari namanya, Eurobonds tidak terkait dengan Eropa atau mata uang euro. Itu hanyalah obligasi internasional. Bisnis penerbangan International Airlines Group plc adalah contoh bisnis LSE dengan pinjaman Eurobond yang besar, menurut laporan tahunannya tahun 2014.

Swap suku bunga

Suatu bisnis mungkin meminjam uang jika kontraknya menetapkan tingkat bunga mengambang, yaitu tingkat bunga yang bervariasi sesuai dengan tingkat suku bunga umum dalam perekonomian. Mereka mungkin lebih memilih pinjaman dengan tingkat bunga tetap namun tidak mampu menegosiasikan pengaturan tersebut. Dalam keadaan seperti ini, mungkin saja perusahaan tersebut mencari bisnis lain yang mempunyai permasalahan sebaliknya, yaitu dengan pinjaman dengan suku bunga tetap namun lebih memilih pinjaman dengan suku bunga mengambang. Setelah mengidentifikasi satu sama lain, masing-masing bisnis mungkin setuju untuk membayar pinjaman satu sama lain. Dalam prakteknya mereka mungkin akan melakukan kontak terlebih dahulu dan kemudian menerbitkan nota pinjaman atau melakukan peminjaman dalam bentuk lain.

Pertukaran suku bunga mempunyai relevansi praktis karena bisnis yang berbeda mempunyai peringkat kredit yang berbeda. Seseorang mungkin dapat menegosiasikan pinjaman dengan suku bunga mengambang dengan suku bunga yang wajar, namun tidak pada suku bunga tetap. Bisnis lain mungkin berada pada posisi sebaliknya. Swap adalah contoh lain dari derivatif. Bisnis supermarket Tesco plc menggunakan swap suku bunga untuk membatasi eksposurnya terhadap risiko suku bunga. Dalam laporan tahunannya pada tahun 2015, perusahaan tersebut mengatakan bahwa kebijakannya adalah menempatkan sekitar 40 persen pinjaman jangka panjangnya dengan suku bunga tetap.

8.6 SURAT PINJAMAN YANG DAPAT DIKONVERSI

Surat utang yang dapat dikonversi (convertible loan note) adalah surat berharga yang memiliki seluruh fitur surat utang yang baru saja kita bahas, kecuali bahwa pada tanggal yang telah ditentukan sebelumnya, surat utang tersebut dapat dikonversi oleh pemegangnya, atas kebijakannya sendiri, menjadi saham biasa pada bisnis yang sama. Tingkat konversi biasanya dinyatakan dalam jumlah saham biasa yang ditukarkan dengan nilai nominal nota pinjaman sebesar Rp. 100.000. Jika ada pemecahan atau penerbitan bonus saham biasa selama umur surat pinjaman, hak konversi biasanya disesuaikan dengan memperhitungkannya. Surat pinjaman yang dapat dikonversi adalah contoh lain dari derivatif keuangan.

J Sainsbury plc, supermarket Inggris, memiliki pinjaman sebesar Rp. 450 Miliyar melalui obligasi konversi. Obligasi tersebut memiliki tingkat bunga tahunan sebesar 1,25 persen, namun dapat dikonversi menjadi saham biasa Sainsbury yang disetor penuh. Mereka dapat dikonversi kapan saja hingga 21 November 2019 dengan harga Rp. 3,530 per saham. Harga konversi saham tersebut sekitar 36 persen di atas harga saham pada tanggal penerbitan obligasi (November 2014), namun di bawah harga saham di masa lalu. Isu-isu yang dapat dikonversi belum populer dalam beberapa tahun terakhir, meskipun sejumlah bisnis sebagian dibiayai oleh isu-isu tersebut. Karena obligasi konvertibel adalah gabungan antara surat utang dan ekuitas, faktor-faktor penting bagi bisnis penerbit dan calon investor pada dasarnya adalah faktor-faktor yang telah kita pertimbangkan. Namun, ada beberapa fitur mobil konvertibel yang patut disebutkan.

Biaya penerbitan

Fakta bahwa surat pinjaman lebih murah untuk diterbitkan dibandingkan dengan ekuitas berarti bahwa obligasi konvertibel mungkin merupakan cara yang ekonomis untuk menerbitkan saham biasa, terutama jika bisnis ingin mendapatkan sejumlah pembiayaan pinjaman dalam hal apa pun.

Pinjaman bersifat self-likuidasi

Bisnis tidak perlu mencari uang tunai untuk menebus surat pinjaman karena ditebus dengan saham biasa. Tentu saja hal ini tidak membuat mereka bebas. Menerbitkan saham untuk menebus surat pinjaman merupakan biaya peluang bagi bisnis dan pemegang saham yang ada. Surat pinjaman yang dapat dikonversi cenderung digunakan untuk menggalang dana di mana investor lebih memilih untuk memiliki jaminan surat pinjaman, dengan opsi untuk mengkonversi ke ekuitas jika bisnis berjalan dengan baik.

8.7 WARAN

Pada dasarnya, waran adalah opsi yang diberikan oleh perusahaan yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk memesan saham biasa dalam jumlah tertentu, dengan harga tertentu, pada, atau setelah, waktu tertentu – biasanya beberapa tahun setelah penerbitannya.

Perusahaan biasanya menerbitkan waran dengan salah satu dari dua cara berikut:

- Menjualnya, sehingga akan memperoleh arus kas masuk; atau
- Melampirkannya pada penerbitan surat pinjaman sebagai 'pemanis' atau insentif bagi investor untuk mengambil surat pinjaman tersebut.

Apabila suatu perusahaan melampirkan waran pada surat pinjaman, yang mungkin merupakan cara yang paling umum untuk menerbitkannya, pengaturannya sangat mirip dengan surat utang yang dapat dikonversi, hanya saja surat pinjaman tersebut berlanjut setelah surat perintah tersebut digunakan untuk memesan saham. Artinya, pemegang waran harus membayar tunai untuk saham terkait, dibandingkan menukar surat pinjaman dengan saham tersebut. Oleh karena itu, surat utang, tidak seperti surat utang konversi, tidak dapat melikuidasi dirinya sendiri. Seperti surat pinjaman konversi, waran adalah derivatif keuangan. Dalam banyak hal, waran sangat mirip dengan obligasi konvertibel sehingga faktor pentingnya hampir sama.

8.8 PINJAMAN BERJANGKA

Pinjaman berjangka dinegosiasikan antara bisnis peminjaman dan lembaga keuangan seperti bank kliring, bisnis asuransi, atau bank dagang. Pembiayaan semacam ini sangat penting, mungkin mencakup 25 persen pendanaan baru yang diperoleh bisnis selain melalui laba ditahan.

Dalam banyak hal, pinjaman berjangka seperti nota pinjaman di mana jaminan biasanya diberikan kepada pemberi pinjaman dan pinjaman diberikan hingga jangka waktu 20 tahun. Mereka berbeda dari nota pinjaman karena biasanya tidak ditransfer dari pemberi pinjaman ke pemberi pinjaman seperti biasanya nota pinjaman. Mereka tidak diperdagangkan di pasar modal. Beberapa pinjaman berjangka dibayar kembali secara angsuran sehingga setiap pembayaran bulanan atau tahunan terdiri dari sebagian bunga, sebagian pembayaran modal, dengan cara yang mirip dengan pembayaran pinjaman hipotek yang dilakukan oleh pembeli rumah pribadi melalui pembayaran kembali hipotek. Pinjaman berjangka cenderung sangat murah untuk dinegosiasikan, yaitu biaya penerbitannya sangat rendah karena bisnis peminjaman hanya berhubungan dengan satu pemberi pinjaman (setidaknya untuk setiap pinjaman) dan terdapat ruang untuk lebih banyak fleksibilitas dalam persyaratan pinjaman. daripada yang biasanya mungkin dilakukan dengan penerbitan surat utang.

Murahnya dan fleksibilitas pinjaman berjangka menjadikannya sangat populer di kalangan bisnis dari semua ukuran. Bagi sebagian besar bisnis, pendanaan yang diperoleh melalui pinjaman berjangka jauh melebihi jumlah yang diperoleh melalui nota pinjaman. Pinjaman berjangka merupakan sumber utama pendanaan jangka menengah dan panjang. Jelasnya, pinjaman berjangka sangat mirip dengan surat utang sehingga, dengan pengecualian poin-poin mengenai biaya penerbitan, kemampuan pengalihan dan kemungkinan penyebaran

pembayaran modal, faktor-faktor yang mempengaruhi peminjam dan pemberi pinjaman hampir sama dengan faktor-faktor yang kami ulas dalam artikel ini. dari nota pinjaman.

8.9 PEMBIAYAAN BERAGUN ASET (SEKURITISASI)

Jika suatu bisnis mempunyai ekspektasi terhadap aliran arus kas positif di masa depan, maka bisnis tersebut secara efektif memiliki suatu aset, yang nilainya merupakan nilai kini (yang didiskontokan) dari arus kas tersebut. Dimungkinkan untuk mengubah aset ini menjadi sekuritas dan menjualnya kepada investor untuk mengumpulkan dana. Hal ini dikenal sebagai sekuritisasi. Contoh aliran arus kas tersebut adalah pembayaran bulanan yang dilakukan oleh mereka yang meminjam uang untuk membeli rumah dari pemberi pinjaman hipotek. Sekuritisasi telah menjadi praktik populer pemberi pinjaman hipotek AS pada awal tahun 2000an. Di sini pembayaran bulanannya 'disekuritisasi' dan dijual ke banyak bank besar, khususnya di AS. Sayangnya, banyak dari pinjaman hipotek yang diberikan kepada masyarakat berpenghasilan rendah yang tidak memiliki risiko kredit yang baik (pinjaman sub-prime). Ketika peminjam mulai gagal memenuhi kewajibannya, disadari bahwa surat berharga, yang kini dimiliki oleh bank, nilainya jauh lebih rendah dibandingkan dengan pembayaran yang dibayarkan bank kepada pemberi pinjaman hipotek. Hal ini menyebabkan apa yang disebut krisis 'sub-prime' yang memicu masalah-masalah ekonomi besar di seluruh dunia yang masih dialami pada saat artikel ini ditulis. Mungkin secara adil telah diklaim bahwa sekuritas sub-prime tidak akan mudah dijual ke bank jika banyak dari sekuritas tersebut tidak diberi peringkat teratas (AAA) oleh lembaga pemeringkat kredit. Peringkat ini diberikan meskipun pinjaman hipotek yang mendasarinya bersifat subprime.

Tidak ada alasan khusus mengapa pembiayaan beragun aset dan sekuritisasi menjadi sebuah masalah dan sangat disayangkan bahwa praktik ini mungkin terkait dengan kesulitan-kesulitan sub-prime. Ini adalah cara yang sah dan praktis bagi bisnis untuk mengumpulkan dana. Arsenal (Arsenal Football Club plc) melakukan sekuritisasi kuitansi gerbangnya dari Stadion Arsenal Emirates, markas mereka, dan menerbitkan surat berharga mengambang yang pengembaliannya kepada investor didasarkan pada kuitansi tersebut. Pada bulan Juli 2015, obligasi ini diberi peringkat BBB oleh Fitch Ratings.

8.10 PENYEWAAN

Mungkin terasa aneh melihat sewa guna usaha disebut sebagai sumber pembiayaan jangka panjang, namun sebenarnya sangat mirip dengan pinjaman yang dijamin.

Sewa dapat dibagi menjadi dua jenis:

- Sewa operasi. Sering kali dimungkinkan untuk menyewa suatu aset, misalnya suatu unit pabrik yang mungkin hanya diperlukan sesekali, daripada membelinya. Biasanya, pemilik melakukan segala pemeliharaan yang diperlukan. Keputusan apakah akan membeli aset atau menyewakannya mungkin akan dipengaruhi oleh pertimbangan pendanaan. Namun pada dasarnya, ini adalah keputusan operasional, yang akan dibuat berdasarkan pendekatan mana yang lebih murah.
- Sewa pembiayaan. Di sini calon pengguna mengidentifikasi aset yang ingin diinvestasikannya, dan menegosiasikan harga, pengiriman, dan sebagainya. Kemudian

mencari pemasok pembiayaan untuk membeli aset tersebut. Setelah mengatur agar aset tersebut dibeli, pengguna menyewakannya dari pembeli. Tentu saja, pembayaran sewa harus cukup untuk membenarkan pengeluaran pemilik, baik dalam hal pembayaran modal maupun bunga.

Sifat sewa pembiayaan

Sewa pembiayaanlah yang menjadi perhatian kita di sini karena merupakan pinjaman berjangka dengan modal yang dapat dibayar kembali secara mencicil. Ini merupakan sumber pendanaan yang penting, yang telah menyediakan sekitar 25 persen dari total pendanaan untuk belanja modal baru oleh dunia usaha di Inggris selama beberapa tahun terakhir (Finance and Leasing Association, 2015).

Operator maskapai penerbangan tanpa embel-embel easyJet plc menggunakan sewa pembiayaan untuk mendanai sebagian armada pesawatnya, menurut laporan tahunannya pada tahun 2015. Pada tanggal 30 September 2015, dari 241 unit pesawat, 163 diantaranya dimiliki langsung, 11 merupakan subjek sewa pembiayaan dan 67 merupakan sewa operasi. Selama bertahun-tahun, beberapa manfaat penting yang terkait dengan sewa pembiayaan telah hilang. Perubahan dalam undang-undang perpajakan menjadikan bentuk pendanaan ini tidak lagi efisien dalam hal perpajakan, dan perubahan dalam persyaratan pengungkapan akuntansi berarti bahwa bentuk 'pinjaman' ini tidak lagi dapat disembunyikan dari investor. Meskipun demikian, popularitas sewa pembiayaan terus berlanjut. Oleh karena itu, harus ada alasan lain bagi dunia usaha untuk mengadopsi bentuk pembiayaan ini. Alasan-alasan tersebut antara lain sebagai berikut:

- **Kemudahan meminjam.** Sewa dapat diperoleh dengan lebih mudah dibandingkan bentuk pembiayaan jangka panjang lainnya. Pemberi pinjaman biasanya memerlukan suatu bentuk keamanan dan rekam jejak yang menguntungkan sebelum melakukan kemajuan dalam suatu bisnis. Namun, lessor mungkin bersedia untuk menyewakan aset kepada bisnis baru tanpa rekam jejak dan menggunakan aset yang disewakan sebagai jaminan atas jumlah terhutang.
- **Biaya.** Perjanjian sewa dapat ditawarkan dengan biaya yang wajar. Karena aset yang disewakan digunakan sebagai jaminan, pengaturan sewa standar dapat diterapkan dan pemeriksaan kredit rinci terhadap penyewa mungkin tidak diperlukan. Hal ini dapat mengurangi biaya administrasi bagi lessor dan, dengan demikian, membantu dalam menyediakan sewa sewa yang kompetitif.
- **Fleksibilitas.** Penyewaan dapat membantu memberikan fleksibilitas ketika terjadi perubahan teknologi yang cepat. Jika opsi untuk membatalkan dapat dimasukkan ke dalam sewa, perusahaan mungkin dapat menggunakan opsi ini dan berinvestasi pada teknologi baru saat teknologi tersebut tersedia. Hal ini akan membantu bisnis menghindari risiko keusangan. Namun, menghindari risiko ini akan menimbulkan kerugian bagi lessee, karena risiko tersebut diteruskan ke lessor.
- **Arus kas.** Menyewa, dibandingkan membeli suatu aset secara langsung, berarti arus kas keluar dalam jumlah besar dapat dihindari. Opsi sewa memungkinkan arus kas keluar diperlancar selama umur aset. Dalam beberapa kasus, dimungkinkan untuk mengatur pembayaran sewa yang rendah untuk dilakukan pada tahun-tahun awal umur aset, ketika

arus kas masuk mungkin rendah, dan meningkat seiring berjalannya waktu karena aset menghasilkan arus kas positif.

Menyewakan atau tidak menyewakan – keputusan pendanaan

Ketika sebuah bisnis sedang mempertimbangkan akuisisi suatu aset, ia harus memperkirakan arus kas yang diharapkan timbul dari kepemilikannya. Hal ini kemudian harus didiskontokan pada tingkat yang mencerminkan tingkat risiko yang terkait dengan arus kas tersebut. Jika NPV positif maka aset tersebut harus diperoleh; jika negatif, seharusnya tidak demikian, setidaknya dari sudut pandang finansial. Apakah aset tersebut harus dibiayai melalui sewa pembiayaan atau dengan cara lain merupakan keputusan yang sepenuhnya terpisah. Yang pertama adalah keputusan investasi, yang kedua adalah keputusan pendanaan. Hanya secara kebetulan tingkat diskonto yang sesuai akan sama dengan tingkat yang melekat dalam sewa pembiayaan. Suku bunga yang terakhir ini cenderung mencerminkan sifat risiko yang relatif rendah dari pembiayaan sewa guna usaha dari sudut pandang pemberi pinjaman. Bagi pengguna aset, tingkat risiko kemungkinan besar lebih besar daripada risiko yang ditanggung oleh pemberi pinjaman. Oleh karena itu, tidak logis untuk mendiskontokan arus kas yang berasal dari aset pada tingkat yang tersirat dalam sewa pembiayaan. Kita akan membahas lebih lengkap di Bab 11 tentang pentingnya memisahkan keputusan investasi dan pendanaan. Sewa pembiayaan memiliki dampak praktis yang sangat mirip dengan pinjaman yang dijamin sehingga faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan oleh 'peminjam' dan 'pemberi pinjaman' hampir sama dalam kaitannya dengan masing-masing faktor tersebut.

Dijual dan disewakan kembali

Jual dan sewa kembali adalah variasi dari sewa pembiayaan. Jika suatu bisnis membutuhkan pendanaan, dan memiliki aset yang sesuai, maka bisnis tersebut dapat menjual aset tersebut kepada pemodal, dengan kesepakatan sewa kembali sebagai bagian dari kontrak penjualan. Dengan demikian, bisnis tetap menggunakan aset tersebut namun memperoleh dana tambahan. Sekali lagi ini sangat mirip dengan pinjaman yang dijamin. Tanah dan bangunan sering kali menjadi subjek transaksi jual dan sewa kembali. Baru-baru ini, beberapa bisnis besar di Inggris telah menjual properti hak milik dengan cara ini. Banyak supermarket dan jaringan rumah publik serta hotel di Inggris telah menjual dan menyewakan kembali beberapa properti hak milik mereka selama beberapa tahun terakhir. Ini sekarang menjadi sumber keuangan yang signifikan bagi banyak bisnis. Menurut laporan tahunannya pada tahun 2015, Wm Morrison Supermarkets plc sedang dalam proses menjual dan menyewakan kembali sebagian propertinya, namun dengan tujuan mempertahankan 80 persen propertinya dengan basis hak milik.

Cara pembelian mengangsur

Sewa beli adalah suatu bentuk kredit yang digunakan untuk memperoleh aset tidak lancar (tetap). Berdasarkan ketentuan perjanjian sewa beli (HP), pembeli membayar aset secara mencicil selama jangka waktu yang disepakati. Biasanya, pelanggan akan membayar setoran awal (uang muka) dan kemudian melakukan pembayaran angsuran secara berkala (mungkin bulanan) hingga saldo terutang telah dilunasi. Pembeli biasanya akan mengambil kepemilikan aset tersebut setelah pembayaran setoran awal, meskipun kepemilikan sah atas aset tersebut tidak akan dialihkan hingga cicilan terakhir telah dibayarkan.

Perjanjian sewa beli sering kali melibatkan tiga pihak:

- Pemasok,
- Pembeli, dan
- Lembaga keuangan.

Meskipun pemasok akan menyerahkan aset tersebut kepada pelanggan, lembaga keuangan akan membeli aset tersebut dari pemasok dan kemudian mengadakan perjanjian sewa beli dengan pembeli. Peran perantara yang dimainkan oleh lembaga keuangan ini memungkinkan pemasok menerima pembayaran segera atas aset tersebut namun juga memberikan pelanggan perpanjangan jangka waktu kredit. Perjanjian HP mirip dengan sewa pembiayaan sepanjang perjanjian tersebut memungkinkan pelanggan untuk segera memiliki aset tanpa membayar seluruh biayanya. Namun berdasarkan ketentuan perjanjian HP, pelanggan pada akhirnya akan menjadi pemilik sah atas aset tersebut, sedangkan berdasarkan ketentuan sewa pembiayaan, kepemilikan akan tetap berada di tangan lessor. Meskipun HP mungkin dianggap sebagai bentuk pembiayaan yang lebih banyak digunakan oleh bisnis kecil, HP juga digunakan oleh bisnis besar: misalnya, klub Liga Utama Inggris, Everton Football Club Company Limited, mempunyai komitmen HP kecil menurut laporan tahunannya pada tahun 2015.

8.11 HIBAH DARI DANA PUBLIK

Di Inggris terdapat banyak hibah atau sumber pendanaan berbeda yang diberikan dengan sedikit atau tanpa biaya langsung kepada dunia usaha. Sebagian besar pendanaan tersebut berasal dari sumber pemerintah Inggris atau dari Uni Eropa. Masing-masing hibah diformulasikan untuk mendorong dunia usaha agar bertindak dengan cara tertentu.
Contoh tindakan tersebut meliputi:

- Investasi pada pabrik baru;
- Pengembangan industri mikroelektronika;
- Pelatihan dan pelatihan ulang staf;
- Konservasi energi; dan
- Penelitian dan pengembangan.

Banyak dari hibah yang tersedia hanya berlaku, atau khususnya, untuk bisnis yang berlokasi di wilayah tertentu di Inggris.

Karena terdapat begitu banyak skema yang berbeda, dan karena skema tersebut cenderung sering berubah, mungkin tidak ada gunanya kita melihat skema satu per satu di sini. Namun harus ditekankan bahwa jumlah yang dapat diklaim oleh masing-masing perusahaan bisa sangat besar, dan bahwa setiap upaya harus dilakukan oleh para manajer keuangan untuk memahami dana hibah yang tersedia dan bagaimana cara mengklaimnya. Departemen Bisnis, Inovasi dan Keterampilan akan memberikan informasi tentang sebagian besar sumber pendanaan hibah. Bantuan pemerintah dalam hal pembiayaan cenderung berkaitan dengan usaha kecil dan kita akan membahas beberapa inisiatif yang relevan di Bab 16.

8.12 KEUANGAN ISLAM

Meningkatnya kepentingan ekonomi individu yang menganut agama Islam telah menyebabkan lebih banyak perhatian diberikan pada kebutuhan khusus mereka dalam hal penyediaan pembiayaan untuk bisnis. Banyak dari orang-orang ini adalah warga negara negara-negara Islam, namun banyak pula yang merupakan warga negara negara-negara lain, misalnya Amerika Serikat dan negara-negara Eropa Barat, khususnya Inggris dan Perancis.

Mungkin ciri utama keuangan Islam adalah keyakinan, berdasarkan ajaran kitab suci Islam (Al-Quran), bahwa mengenakan bunga murni adalah hal yang salah. Hal ini bermula dari anggapan bahwa memperoleh penghasilan (dalam bentuk bunga) hanya karena uang dipinjamkan adalah tindakan yang tidak bermoral. Hukum syariah (serangkaian prinsip yang memandu praktik Islam) mensyaratkan bahwa pendapatan investasi hanya boleh diperoleh melalui perusahaan yang berani mengambil risiko. Tidak ada kesan bahwa Syariah menentang kapitalisme perusahaan bebas; masalahnya adalah kurangnya pengambilan risiko. Namun harus dikatakan bahwa Syariah juga menentang spekulasi murni. Mungkin adil untuk mengatakan bahwa syariah lebih mengutamakan keuntungan yang diperoleh melalui kerja keras dan usaha, namun menghindari keuntungan dari spekulasi dan pembiayaan murni.

Semua hal di atas berarti bahwa pinjaman yang dikenakan bunga kepada dunia usaha, baik itu pinjaman berjangka, nota pinjaman atau jenis pinjaman langsung lainnya, bertentangan dengan prinsip-prinsip hukum Syariah. Untuk mengatasi hal ini, semua investor, tidak hanya pemegang saham, perlu menanggung sebagian risiko yang melekat dalam menjalankan bisnis. Jenis obligasi khusus telah muncul untuk mengatasi masalah ini. Bisnis supermarket yang berbasis di Inggris, Tesco plc, menerbitkan obligasi syariah di Malaysia (dalam mata uang ringgit, mata uang lokal).

Hukum syariah juga melarang investasi pada bisnis yang kegiatannya bertentangan dengan prinsip Islam, seperti bisnis yang memproduksi minuman beralkohol, pornografi, tembakau dan sebagainya. Namun hal ini tidak berbeda dengan investasi etis yang dipraktikkan oleh banyak investor non-Islam, misalnya Gereja Inggris.

8.13 KESIMPULAN MENGENAI KEUANGAN JANGKA PANJANG

Keberadaan pasar modal yang efisien, ditambah dengan bukti hubungan antara risiko dan keuntungan yang diharapkan, menunjukkan bahwa dunia usaha tidak akan mendapatkan keuntungan yang signifikan dengan memilih satu jenis pembiayaan dibandingkan jenis pembiayaan lainnya. Peningkatan pembiayaan ekuitas, yang tidak membuat pemegang saham biasa menghadapi peningkatan risiko, cenderung mahal. Pembiayaan pinjaman yang terjamin, yang membuat mereka menghadapi peningkatan risiko, cenderung murah. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada keuntungan atau kerugian bagi pemegang saham biasa dalam meningkatkan pendanaan lebih lanjut dengan satu cara dibandingkan dengan cara lain. Salah satu metode mungkin dapat meningkatkan ekspektasi imbal hasil pemegang saham biasa, namun kemungkinan besar juga akan meningkatkan risiko mereka secara sepadan.

Namun, situasi dalam kehidupan nyata mungkin tidak seperti yang ditunjukkan pada Gambar 8.1. Terdapat anomali di pasar modal primer yang dapat berarti bahwa penggunaan satu bentuk pembiayaan dibandingkan bentuk pendanaan lainnya dapat menguntungkan

pemegang saham. Misalnya, pembiayaan pinjaman memberikan keringanan pajak, sedangkan pembiayaan ekuitas tidak. Konversi mungkin merupakan cara yang lebih murah untuk menerbitkan saham biasa dibandingkan dengan penawaran langsung ekuitas kepada publik. Poin-poin ini dan poin-poin yang akan dibahas dalam konteks perdebatan mengenai gearing dan dividen di bagian selanjutnya dalam buku ini menjelaskan mengapa kita menemukan bahwa dunia usaha tampaknya mencurahkan banyak upaya untuk memutuskan cara yang paling tepat untuk menggalang dana jangka panjang. Mungkin secara umum kita dapat menyimpulkan bahwa dunia usaha harus mengkaji semua metode yang mungkin untuk menggalang dana jangka panjang. Mereka harus mencari anomali seperti yang disebutkan di atas dan kemudian berupaya mengeksploitasinya sejauh mungkin, mengingat keadaan khusus bisnis tersebut.

Risiko dan imbal hasil merupakan isu utama dalam pembiayaan

- Bagi dunia usaha (yaitu pemegang saham) sumber-sumber yang murah dalam hal biaya pembayaran (misalnya pinjaman) cenderung berisiko; yang tidak terlalu berisiko (misalnya, ekuitas) cenderung mahal.
- Bagi penyedia pembiayaan, risiko dan imbalan mempunyai hubungan positif, artinya, imbal hasil yang tinggi berarti risiko yang tinggi dan sebaliknya.

Saham biasa

- Kepemilikan pemilik (pemegang saham) dalam bisnis.
- Unsur terbesar dalam pembiayaan usaha, sebagian besar berasal dari laba ditahan.
- Berisiko bagi pemegang saham, risiko rendah bagi bisnis; tingkat pengembalian yang tinggi yang diharapkan oleh investor, mahal bagi bisnis.
- Biasanya tidak ada kewajiban hukum atau kontraktual dalam bisnis baik untuk membayar dividen atau menebus saham.
- Dividen tidak dapat dikurangkan dari pajak bagi bisnis, namun dapat dikenakan pajak di tangan pemegang saham.
- Laba ditahan bisa berjalan lambat dan tidak pasti, namun tidak menimbulkan biaya penerbitan.
- Permasalahan yang dihadapi publik:
  1) Relatif jarang terjadi dalam kehidupan bisnis pada umumnya.
  2) Premi IPO merupakan biaya yang signifikan bagi bisnis penerbit.
  3) Biaya penerbitannya cukup besar, mungkin sebesar 4 persen dari dana yang dikumpulkan, meskipun terdapat skala ekonomi.
  4) Penempatan saham kini merupakan pendekatan penting dalam penerbitan saham.
  5) Penetapan harga merupakan isu penting.
  6) Tidak selalu berhasil, meskipun penjamin emisi (yang sebenarnya adalah perusahaan asuransi) dapat digunakan.
  7) Kendali dapat berpindah dari pemegang saham lama ke pemegang saham baru.
- Rights issue = penerbitan kepada pemegang saham lama dengan harga diskon dari nilai pasar saat ini. Saham ditawarkan secara pro rata terhadap kepemilikan yang ada.
  1. Penggalangan dana memerlukan biaya sekitar 3 persen dari dana yang dihimpun,

namun terdapat skala ekonomi.
2. Masalah harga bukanlah masalah besar.
3. Cenderung sukses.
4. Kendali tetap berada di tangan yang sama jika pemegang saham lama mengambil haknya.
5. Pemegang saham yang tidak ingin mengambil alih dapat menjual haknya.

- Saham mudah dilikuidasi jika tercatat di bursa; jika tidak, akan sangat sulit.

Saham utama

- Saham yang mempunyai hak atas bagian pertama dari setiap dividen yang dibayarkan, sampai batas maksimum.
- Relatif sedikit digunakan dalam beberapa tahun terakhir.
- Resiko yang relatif rendah bagi pemegang saham, beberapa risiko bagi pemegang saham biasa karena pemegang saham preferen biasanya berhak atas simpanan dividen serta hak untuk tahun berjalan sebelum dividen saham biasa dapat dibayarkan.
- Biaya bisnis yang relatif rendah dan keuntungan yang rendah bagi pemegang saham preferen.
- Rasio yang digunakan oleh investor preferensi adalah hasil dividen dan cakupan dividen.
- Biasanya tidak ada kewajiban hukum atau kontraktual dalam bisnis untuk membayar dividen, namun terkadang ada kewajiban yang dapat dilaksanakan untuk menebus saham tersebut.
- Dividen tidak dapat dikurangkan dari pajak bagi bisnis, namun dapat dikenakan pajak di tangan pemegang saham.
- Metode penerbitan dan biaya serupa dengan ekuitas.
- Saham mudah dilikuidasi jika tercatat di bursa; jika tidak, akan sangat sulit.

Surat utang dan surat hutang

- Pinjaman jangka panjang, dengan pembayaran bunga berdasarkan kontrak dan biasanya juga pembayaran penebusan, meskipun beberapa pinjaman bersifat abadi.
- Biasanya merupakan sumber keuangan yang penting.
- Biasanya risikonya sangat rendah bagi pemberi pinjaman, dan risikonya tinggi bagi bisnis; rendahnya tingkat return yang diharapkan investor, murah bagi dunia usaha.
- Bunga dapat dikurangkan dari pajak bagi bisnis (membuatnya tampak lebih murah) dan dikenakan pajak di tangan pemberi pinjaman.
- Diterbitkan kepada masyarakat melalui periklanan atau perantara investasi, seperti pialang saham, dengan biaya hingga sekitar 2 persen dari dana yang dikumpulkan.
- Keberadaan pinjaman pembiayaan dapat sangat membatasi kebebasan bertindak suatu bisnis.
- Surat pinjaman mudah dilikuidasi jika tercatat di bursa efek; jika tidak maka akan sulit.
- Perjanjian (atau pembatasan) pinjaman mungkin terlibat.

Catatan pinjaman yang dapat dikonversi

- Surat utang yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk melakukan konversi menjadi saham biasa pada atau setelah tanggal tertentu dengan tingkat konversi tertentu.
- Bukan sumber pendanaan yang sangat penting dalam beberapa tahun terakhir.
- Cenderung digunakan ketika investor lebih menyukai kepastian pinjaman, dengan opsi untuk melakukan konversi jika ekuitas berkinerja baik – ini merupakan opsi untuk melakukan konversi, bukan kewajiban.
- Pinjaman dapat melikuidasi dirinya sendiri; mereka tidak memerlukan arus kas keluar dari bisnis.
- Biaya penerbitan surat utang yang relatif rendah berarti bahwa, pada akhirnya, obligasi konvertibel merupakan cara yang murah untuk menerbitkan ekuitas.
- Faktor-faktor lain yang serupa dengan pinjaman sebelum konversi dan ekuitas setelahnya.

Surat perintah

- Opsi yang dijual oleh, atau dilampirkan pada nota pinjaman yang diterbitkan oleh perusahaan. Mereka memberikan hak kepada pemegangnya untuk memesan saham baru yang diterbitkan oleh bisnis dengan harga tertentu pada, atau setelah, tanggal tertentu.

Pinjaman berjangka

- Pinjaman yang dinegosiasikan antara dunia usaha dan lembaga keuangan, misalnya bank kliring.
- Sumber keuangan yang sangat penting bagi semua ukuran bisnis.
- Murah untuk dinegosiasikan – biaya penerbitannya sangat rendah.
- Biasanya dapat dinegosiasikan agar sesuai dengan kebutuhan bisnis peminjam.
- Sebagian besar aspek pinjaman berjangka sama dengan nota pinjaman.

Pembiayaan beragunan aset (sekuritisasi)

- Mengumpulkan dana dengan menjual hak atas arus kas masa depan dalam bentuk surat berharga.

Sewa pembiayaan

- Suatu perjanjian dimana lembaga keuangan membeli suatu aset yang kemudian disewakan kepada pengguna selama sebagian besar umur aset tersebut.
- Sumber keuangan yang cukup penting.
- Pada dasarnya ini adalah pinjaman yang dijamin atas aset yang bersangkutan dan faktor-faktor yang terkait dengan pembiayaan pinjaman berlaku untuk sewa pembiayaan.

Dijual dan disewakan kembali

- Perjanjian dengan lembaga keuangan yang akan membeli aset yang sudah dimiliki oleh bisnis dan menyewakannya kembali.
- Sumber keuangan yang cukup penting.
- Hal ini juga mirip dengan pinjaman yang dijaminkan atas aset yang bersangkutan dan faktor-faktor yang berkaitan dengan pembiayaan pinjaman juga berlaku untuk sewa pembiayaan.

Cara pembelian mengangsur

- Suatu perjanjian untuk membeli suatu aset dengan cara mencicil, dimana kepemilikan

segera berpindah ke tangan pembeli, namun kepemilikan sah tidak berpindah sampai cicilan terakhir dibayar.

Hibah dari dana publik

- Terutama dari pemerintah atau UE.
- Ditujukan untuk mendorong dunia usaha agar bertindak dengan cara tertentu.
- Skema sering berubah.

Keuangan Islam

- Ajaran agama Islam melarang investor menerima bunga murni atas jumlah yang diinvestasikan dalam bisnis; mereka juga memusuhi investor yang hanya memperoleh keuntungan spekulatif.
- Jenis sarana investasi khusus telah dirancang untuk mencoba memastikan bahwa keuntungan yang diperoleh semua investor mematuhi hukum Syariah.

BAB 9
PASAR MODAL SEKUNDER (BURSA EFEK) DAN EFISIENSINYA

9.1 PENDAHULUAN

Pasar modal adalah sebutan yang diberikan kepada pasar tempat pendanaan jangka panjang dikumpulkan oleh dunia usaha dan pemerintah daerah dan nasional. Dunia usaha memperoleh pendanaan jenis ini melalui penerbitan ekuitas (saham) dan utang (surat utang, surat utang, atau obligasi) kepada masyarakat dan lembaga investasi (unit trust, bisnis asuransi, dan sebagainya), biasanya dengan imbalan uang tunai. Ini juga merupakan pasar di mana kepemilikan ekuitas atau utang (sekuritas) dapat ditransfer dari satu investor ke investor lainnya. Pasar pembiayaan baru disebut pasar modal primer, sedangkan pasar yang memperdagangkan surat berharga bekas disebut pasar modal sekunder. Kita telah membahas peran utama ini di Bab 8. Dalam bab ini kita akan membatasi diri pada pertimbangan aspek sekunder.

Pasar modal sekunder

Pasar modal sekunder yang paling penting di seluruh dunia cenderung merupakan bursa saham atau pasar saham resmi nasional. Namun, hal tersebut tidak terjadi secara keseluruhan di pasar modal sekunder tentunya tidak terjadi di Inggris, seperti yang akan kita lihat nanti di bab ini. Meskipun demikian, bursa saham resmi dunia merupakan forum utama untuk memperdagangkan sekuritas lokal dan internasional. Sebagian besar bursa saham resmi ini memenuhi fungsi primer dan sekunder.

Keberadaan pasar modal sekunder sangat penting bagi bisnis yang ingin memperoleh pendanaan jangka panjang. Calon investor jangka panjang umumnya tidak akan siap untuk menerbitkan saham atau surat utang kecuali ada peluang untuk melikuidasi investasi mereka kapan saja. Karena tidak praktis bagi dunia usaha untuk terus-menerus menyimpan uang tunai untuk menebus surat berharga, maka perlu adanya pasar modal sekunder di mana pemegang surat berharga dapat menjual investasinya. Ketiadaan fasilitas pasar sekunder cenderung membuat penggalangan dana jangka panjang tidak mungkin dilakukan atau, paling banter, sangat mahal dalam hal imbal hasil yang diminta oleh investor. Beberapa pengamat berpendapat bahwa negara-negara terbelakang sering kali terhambat dalam pengembangan industri dan komersialnya karena kurangnya pasar modal sekunder yang mapan dan, oleh karena itu, kurangnya pendanaan investasi jangka panjang.

Efisiensi harga

Calon investor tidak hanya membutuhkan adanya kesempatan untuk melikuidasi sekuritasnya kapan pun mereka mau; mereka juga akan tertarik pada apakah investasi mereka dihargai secara efisien. Efisiensi, dalam konteks penetapan harga, menyiratkan bahwa, setiap saat, semua informasi yang tersedia tentang prospek suatu bisnis sepenuhnya dan rasional tercermin dalam harga sekuritas bisnis tersebut. Artinya, harga pasar suatu sekuritas tertentu adalah nilai sekarang dari manfaat ekonomi masa depan yang akan diberikan sekuritas

tersebut kepada pemiliknya. Hal ini akan menarik minat investor karena mereka umumnya lebih suka jika harga, pada saat tertentu, ditetapkan secara rasional dan bukan sekedar kebetulan belaka. Mungkin yang lebih penting adalah fakta bahwa, karena pasar modal merupakan penghubung antara manajer dan investor, efisiensi berarti bahwa keputusan keuangan yang dibuat oleh manajer akan tercermin dalam harga sekuritas bisnis sehingga mempunyai dampak langsung pada kekayaan pemegang saham. Karena maksimalisasi kekayaan pemegang saham secara umum diterima sebagai kriteria utama dalam pengambilan keputusan manajemen, refleksi tindakan manajemen ini merupakan hal yang penting dan memiliki beberapa implikasi.

Dalam bab ini kita akan melihat secara singkat mekanisme London Stock Exchange (LSE) dalam peran sekundernya sebelum melanjutkan untuk melihat bahwa secara umum mekanisme tersebut tampak efisien. Setelah itu, kami akan mempertimbangkan implikasi terhadap investor dan manajer keuangan terhadap efisiensi (atau sebaliknya) LSE. Pembahasan kami mengenai LSE tidak dimaksudkan untuk mewakili panduan komprehensif mengenai cara kerja pasar tersebut. Sebaliknya, ini dimaksudkan untuk memberikan gambaran luas tentang cara kerjanya. Dapat dikatakan bahwa sebagian besar bursa saham dunia beroperasi dengan cara yang sama seperti LSE.

9.2 BURSA EFEK LONDON

Seperti semua pasar modal yang mempunyai peran sekunder, LSE hanyalah sebuah pasar di mana sekuritas perusahaan swasta dan badan publik dapat dibeli dan dijual.

Anggota LSE

Meskipun di banyak jenis pasar, anggota masyarakat dapat langsung membeli dan menjual atas nama mereka sendiri, namun di LSE mereka dilarang masuk. Hanya anggota LSE yang mempunyai akses langsung untuk membeli dan menjual sekuritas. Ketika anggota masyarakat investor ingin membeli atau menjual sekuritas melalui LSE, mereka hanya dapat melakukannya dengan menggunakan anggota sebagai agen.

Aturan yang mengatur perilaku para anggota ditetapkan dan dilaksanakan oleh Dewan yang dipilih oleh anggota. Salah satu fungsi Dewan adalah untuk mengesahkan sekuritas tertentu yang sesuai untuk diperdagangkan di LSE. Sekuritas resmi (tercatat) adalah sekuritas yang memenuhi sejumlah kriteria yang ditetapkan oleh Dewan. Tujuan dari penyaringan sekuritas sebelum mengesahkannya adalah untuk mencoba mencegah anggota masyarakat investor kehilangan uang karena membeli sekuritas yang sangat berbahaya.

Saat ini terdapat sekitar 2.000 perusahaan yang sahamnya dicatatkan di LSE, dan hanya 149 di antaranya yang menyumbang sekitar 83 persen dari total nilai saham seluruh bisnis tersebut (London Stock Exchange, 2016). Anggota LSE memiliki dua peran. Yang pertama adalah sebagai pembuat pasar atau pedagang, yang pada prinsipnya setara dengan pedagang di pasar kaki lima. Setiap bisnis transaksi mengkhususkan diri pada kelompok sekuritas tertentu, sama seperti pedagang di pasar jalanan yang cenderung mengkhususkan diri pada buah-buahan, daging, atau ikan. Peran kedua adalah sebagai agen masyarakat yang ingin membeli atau menjual melalui LSE (broker).

Berurusan di LSE

Dealer

Dealer biasanya akan siap untuk membeli atau menjual terlepas dari apakah mereka dapat segera mencapai kesepakatan. Oleh karena itu, dealer biasanya siap untuk menjual sekuritas yang pada saat itu tidak mereka miliki (short sell) atau membeli sekuritas yang tidak mempunyai pelanggan langsung. Hanya dengan sekuritas yang sangat jarang diperdagangkan dan dengan pesanan yang sangat besar maka dealer mungkin tidak siap untuk bertransaksi baik sebagai pembeli atau penjual. Keengganan pihak bisnis transaksi untuk membuat pasar dalam sekuritas tertentu pada kesempatan tertentu dapat merusak reputasi dealer. Hal ini dapat berdampak buruk pada perdagangan dealer tersebut di masa depan. Oleh karena itu, terdapat sanksi terhadap dealer yang gagal memenuhi fungsinya sebagai pembuat pasar.

Pada waktu tertentu, bisnis transaksi tertentu biasanya akan menyimpan inventaris perdagangan, baik positif maupun negatif, dari beberapa sekuritas yang diperdagangkan. Jika posisi persediaan positif, maka bisnis dikatakan mempunyai posisi bullish dalam sekuritas tersebut. Jika sekuritas telah terjual namun dealer belum membelinya, maka dikatakan posisi bearish.

Dealer adalah pembuat pasar yang berani mengambil risiko. Ketika dealer membeli beberapa sekuritas, mereka menilai bahwa mereka selanjutnya dapat menjualnya dengan harga lebih tinggi. Demikian pula, ketika mereka menjual sekuritas yang tidak mereka miliki (di mana mereka mengambil posisi bearish), penilaian mereka adalah bahwa mereka dapat membeli sekuritas yang wajib mereka serahkan, dengan harga yang lebih rendah. Jika mereka salah dalam penilaian ini, ini bisa menjadi kesalahan yang mahal, karena mereka mungkin harus menawarkan harga yang sangat tinggi untuk mendorong penjual masuk ke pasar. Anggota yang hanya bertindak sebagai dealer mencari nafkah melalui keuntungan dari perdagangan.

Proses transaksi

Hingga pertengahan tahun 1980-an, hampir seluruh transaksi LSE dilakukan di lantai LSE. Di sini, setiap bisnis dealer akan memiliki 'kios' sendiri di mana broker dapat bertransaksi atas nama klien mereka. Untuk melakukan transaksi pada harga yang paling menguntungkan, broker perlu mengunjungi semua kios, atau setidaknya sebagian besar dealer yang menangani sekuritas tertentu, untuk membandingkan harga. Saat ini, 'landasan' LSE adalah sistem transaksi yang terkomputerisasi, meskipun pada dasarnya proses transaksinya tetap sama. Sistem Penawaran Otomatis Bursa Efek (SEAQ) memungkinkan dealer untuk menampilkan harga mereka kepada pihak yang berkepentingan, baik anggota maupun non-anggota, dan terus memperbarui harga tersebut. Hal ini juga memungkinkan anggota LSE untuk bertransaksi secara langsung menggunakan terminal yang terhubung dengan SEAQ, tanpa meninggalkan kantor mereka.

Ketika anggota masyarakat investor ingin membeli atau menjual sekuritas tertentu, mereka biasanya mengirim email atau menelepon broker mereka. Broker dapat langsung mengakses tampilan harga yang siap diperdagangkan oleh berbagai dealer. Harga ini biasanya akan berbeda dari satu dealer ke dealer lainnya. Hal ini dikarenakan perkiraan nilai sekuritas yang bersangkutan akan berbeda-beda dari satu dealer ke dealer lainnya. Posisi 'penahanan

persediaan' dari dealer tertentu, pada saat tertentu, juga akan mempengaruhi harga yang ditawarkan. Dealer dengan posisi bearish mungkin bersedia membayar harga yang lebih tinggi untuk membeli sekuritas tertentu dibandingkan dealer dengan posisi bull. Sehubungan dengan keamanan tertentu dan dealer tertentu, layar SEAQ akan menampilkan dua harga. Pada harga yang lebih rendah, dealer siap untuk membeli dan pada harga yang lebih tinggi untuk menjual. Informasi yang sama tersedia untuk semua anggota dan orang lain yang ingin berlangganan. Broker dapat memberi tahu klien berapa harga terbaik dalam sekuritas berdasarkan apakah klien adalah pembeli potensial atau penjual potensial. Klien kemudian dapat segera menginstruksikan broker untuk mengeksekusi perdagangan pada harga terbaik atau tidak melakukan apa pun. Jika klien ingin melanjutkan transaksi, broker segera mengeksekusi transaksi dan tanpa kontak langsung dengan bisnis dealer terkait (menggunakan terminal SEAQ). Kontak efektif antara broker dan dealer adalah melalui SEAQ. Sistem secara otomatis memberi tahu dealer terkait bahwa perdagangan telah terjadi dan memberikan catatan rincian transaksi. Meskipun siapa pun dapat diberikan informasi SEAQ, hanya anggota LSE yang dapat menggunakan informasi tersebut secara langsung untuk berdagang melalui SEAQ.

Pendekatan ‘quote-driven’, dimana SEAQ merupakan perwujudan modernnya, telah lama menjadi cara standar LSE beroperasi. Namun pendekatan ini dikritik oleh investor dengan alasan bahwa, karena dealer berusaha mendapatkan keuntungan dari setiap transaksi, biaya tambahan dan tidak perlu harus ditanggung oleh investor. Ada argumen bahwa, karena pada akhirnya setiap penjualan sekuritas oleh investor mengarah dari pembuat pasar ke investor pembeli, akan lebih murah bagi pembeli dan penjual untuk bertransaksi langsung satu sama lain, tanpa melibatkan dealer.

Pada tahun 1997 LSE memperkenalkan sistem 'berbasis pesanan', Sistem Perdagangan Elektronik Bursa Efek (SETS), yang sekarang dijalankan bersama SEAQ. Di sini, calon pembeli dan penjual saham suatu bisnis tertentu memasukkan (melalui broker masing-masing) informasi tentang keinginan mereka di layar elektronik untuk saham tersebut. Informasi yang tidak menunjukkan identitas calon pembeli dan penjual ini mencakup jumlah saham yang ingin dibeli atau dijual serta harga maksimum dan minimum yang ingin mereka perdagangkan. Jika SETS dapat mencocokkan dua entri, maka secara otomatis akan mempengaruhi transaksi. Tentu saja, calon penjual tertentu mungkin tidak ingin menjual saham dalam jumlah yang sama seperti yang ingin dibeli oleh calon pembeli. Di sini SETS akan melakukan transaksi untuk jumlah yang lebih rendah dari dua kuantitas ini dan membiarkan saldo terutang ditampilkan di layar.

Kritik terhadap pendekatan SETS berpendapat bahwa intervensi dealer memastikan bahwa selalu ada pembeli atau penjual untuk saham tertentu, yaitu dealer. Akan tetapi, ada pendapat yang menyatakan bahwa dalam praktiknya, membeli atau menjual saham tertentu pada waktu tertentu akan sulit dilakukan, meskipun terdapat dealer. Terlepas dari apakah transaksi dilakukan melalui SEAQ atau SETS, broker harus dilibatkan. Hanya anggota LSE yang dapat berdagang. Broker membebankan komisi kepada kliennya, yang merupakan sumber pendapatan mereka. Biaya transaksi ini cenderung besar, khususnya pada transaksi kecil,

meskipun biaya tersebut biasanya menjadi lebih rendah secara proporsional pada transaksi besar.

Pialang menawarkan klien mereka berbagai layanan profesional yang berkaitan dengan investasi, jarang melihat peran mereka dalam arti sempit sebagai agen jual beli. Tentu saja mereka saling bersaing memperebutkan bisnis investor. Mereka yang memberikan layanan terbaik, dalam hal nasihat dan bimbingan, kemungkinan besar akan menarik sebagian besar komisi transaksi.

Derivatif

Investor tidak hanya dapat membeli dan menjual sekuritas, mereka juga dapat membeli dan menjual derivatif yang terkait dengan harga sekuritas. Investor dapat, misalnya, membeli dan menjual opsi keamanan. Mereka dapat membeli hak (tetapi bukan kewajiban) untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu dengan harga yang telah ditentukan sebelum tanggal yang ditentukan. Jika, misalnya, seorang investor yakin bahwa saham Vodafone Group plc akan mengalami kenaikan harga, opsi untuk membeli dalam jumlah tertentu pada harga tertentu sebelum tanggal yang ditentukan dapat dibeli. Ini dikenal sebagai opsi 'panggilan'. Harga opsi tersebut akan bergantung pada kuantitas, harga penarikan, dan tanggal pelaksanaan. Jika, pada tanggal pelaksanaan, harga pasar saham Grup Vodafone berada di atas harga pembelian, investor akan mengambil opsi untuk membeli saham tersebut. Opsi yang memberikan hak untuk menjual dikenal sebagai opsi 'put'. Dalam sekuritas tertentu, opsi itu sendiri bahkan dapat dibeli dan dijual (opsi yang diperdagangkan). Opsi saham adalah contoh lain dari derivatif (lihat Bab 1). Ada banyak derivatif yang terkait dengan harga sekuritas.

Tempat LSE di pasar sekunder Inggris

Tidak ada persyaratan hukum di Inggris yang menyatakan bahwa semua aktivitas pasar sekunder harus dilakukan melalui LSE. Meskipun LSE sudah lama dan masih mendominasi pasar sekunder Inggris dalam hal transaksi bisnis, terdapat pasar lain, meskipun terbatas. Misalnya, ada organisasi komersial yang mengoperasikan pasar over-the-counter (OTC), di mana organisasi tersebut bertindak sebagai pembuat pasar dalam berbagai sekuritas. Sekuritas dibeli dari dan dijual kepada masyarakat investor, sama seperti furnitur bekas dibeli dan dijual oleh dealer, tanpa melibatkan agen. Terdapat beberapa bukti – misalnya, munculnya pasar OTC – yang menunjukkan bahwa anggota masyarakat investor akan dengan mudah mencari tempat lain jika mereka merasa bahwa LSE tidak menyediakan layanan yang mereka perlukan, dengan harga yang mereka siapkan. membayar.

9.3 EFISIENSI PASAR MODAL

Ketika harga sekuritas sepanjang waktu secara rasional mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan, maka pasar di mana sekuritas tersebut diperdagangkan dikatakan efisien dalam hal harga. Hal ini berarti bahwa setiap informasi baru yang muncul mengenai bisnis tertentu akan dimasukkan ke dalam harga pasar sekuritas dengan cepat dan rasional, dalam hal ukuran dan arah pergerakan harga sekuritas.

Mengatakan bahwa pasar modal sekunder efisien tidak berarti bahwa pasar tersebut ‘sempurna’ dalam pengertian para ekonom, meskipun untuk menjadi efisien pasar harus

menampilkan sebagian besar ciri-ciri pasar sempurna sampai tingkat tertentu. Penting juga untuk dicatat bahwa efisiensi tidak berarti kemampuan prediksi investor yang sempurna. Artinya, harga suatu sekuritas saat ini merupakan estimasi terbaik atas nilai ekonomisnya berdasarkan bukti yang tersedia. Perhatikan bahwa 'efisien' dalam pengertian saat ini tidak berhubungan dengan 'efisien' dalam arti tidak mempunyai risiko tertentu (lihat Bab 7). Sangat disayangkan bahwa kata yang sama menjadi istilah standar untuk menggambarkan dua konsep yang sangat berbeda.

Mengapa pasar modal harus efisien?

Harga ditentukan di pasar modal oleh kekuatan penawaran dan permintaan. Jika pandangan konsensus dari mereka yang aktif di pasar adalah bahwa harga saham suatu bisnis tertentu terlalu rendah, maka permintaan akan mendorong harga naik.

Di pasar modal sekunder seperti LSE, harga sekuritas diamati oleh banyak orang, banyak dari mereka terampil dan berpengalaman. Hampir semua orang-orang ini tergerak untuk mengamati pasar karena motivator hebat tersebut – keuntungan finansial. Informasi mengenai bisnis sampai kepada para pengamat ini dalam berbagai cara. Dari bisnis itu sendiri muncul laporan keuangan, siaran pers, dan kebocoran (disengaja atau tidak). Informasi mengenai industri dan perekonomian di mana bisnis beroperasi juga akan relevan dengan penilaian nilai sekuritas tertentu. Informasi industri dan ekonomi tersebut akan muncul dari berbagai sumber.

Ketika para pengamat melihat apa yang mereka anggap sebagai harga yang tidak rasional, sehubungan dengan penilaian mereka terhadap proyeksi dividen di masa depan, mereka cenderung mengambil keuntungan dari hal tersebut atau menyarankan pihak lain untuk melakukan hal tersebut. Misalnya, seorang analis investasi yang dipekerjakan oleh unit trust mungkin menilai nilai saham Tesco plc sebesar £2,00 tetapi perhatikan bahwa harga saham saat ini adalah £1,75. Analis kemudian dapat menghubungi manajer investasi untuk menyarankan pembelian beberapa saham ini dengan dasar bahwa harga saham tersebut saat ini terlalu rendah dan ada keuntungan yang bisa diperoleh. Peningkatan permintaan yang disebabkan oleh pembelian skala besar cenderung menaikkan harga saham. Analis kami hanyalah salah satu dari sejumlah besar pakar yang terus-menerus membandingkan harga pasar saham Tesco dengan penilaian mereka sendiri terhadap nilai saham tersebut. Sebagian besar pakar ini akan mengambil tindakan sendiri atau menyebabkan tindakan tersebut diambil oleh orang-orang yang mereka nasihati jika mereka melihat adanya perbedaan. Harga pasar saham setiap saat mewakili pandangan konsensus. Jika masyarakat merasa yakin bahwa harga ini tidak rasional, mereka akan mengambil langkah-langkah untuk mengambil manfaat dari keyakinan mereka: semakin besar persepsi mereka terhadap irasionalitas tersebut, semakin dramatis langkah yang akan mereka ambil.

Efisiensi dan konsensus: memprediksi hasil sepak bola Amerika – tanyakan kepada penonton atau telepon teman

Efisiensi telah ditafsirkan oleh sebagian orang sebagai persyaratan bahwa setidaknya ada satu orang yang aktif di pasar yang memiliki pengetahuan, keterampilan, dan penilaian yang baik. Hal ini tidak perlu terjadi. Beaver (1998) menunjukkan bahwa yang diperlukan untuk efisiensi adalah banyaknya pengamat yang sebagian besar memiliki persepsi rasional

meskipun persepsi mereka yang lain tentang keamanan salah arah. Ia berpendapat bahwa persepsi yang salah arah itu bersifat acak dan mungkin tidak dimiliki oleh orang lain. Persepsi rasional, sebaliknya, akan menjadi hal yang umum, mungkin tidak bagi semua orang, namun tetap saja bagi sejumlah besar pengamat. Karena harga sekuritas mencerminkan rata-rata tertimbang dari persepsi semua pihak yang aktif di pasar terhadap sekuritas tertentu, maka kesalahpahaman, karena bersifat acak, akan cenderung saling menghilangkan (akan terdiversifikasi) sehingga tidak berdampak secara keseluruhan. berpengaruh pada harga. Persepsi yang lebih rasional tidak akan terjadi secara acak sehingga tidak akan saling meniadakan dan oleh karena itu, akan tercermin dalam harga saham.

Beaver mengilustrasikan dan mendukung poin ini dengan apa yang pada pandangan pertama merupakan laporan yang tidak relevan tentang beberapa prediksi hasil (menang, kalah atau seri) pertandingan sepak bola Amerika. Chicago Daily News, setiap hari Jumat selama periode 1966 hingga 1968, melaporkan prediksi masing-masing dari 14 atau 15 staf olahraganya mengenai hasil pertandingan yang akan dimainkan pada akhir pekan mendatang. Surat kabar tersebut juga menerbitkan pandangan konsensus staf olahraga, yaitu pandangan paling populer tentang setiap pertandingan. Ketika keberhasilan prediksi tersebut dirangkum selama tiga tahun, hasilnya seperti ditunjukkan pada Tabel 9.1.

Tabel 9.1 Kinerja peramal pertandingan sepak bola Amerika

	1966	1967	1968
Jumlah peramal	15	15	16
(termasuk konsensus)			
Jumlah prakiraan per peramal	180	220	219
Peringkat peramal terkemuka:			
J.Carmichael	1 (tie)	8	16
D.Burung Bulbul	1 (tie)	11	5
A.Biondo	7	1	6
H. Bebek	8	10	1
Peringkat konsensus	1 (tie)	2	2

Menarik untuk dicatat bahwa pandangan konsensus memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan semua individu dalam tiga tahun terakhir. Memang benar, konsensus tersebut mengungguli semua orang, kecuali satu atau dua individu pada tahun tertentu (konsensus ini sama dengan dua individu pada tahun 1966 dan dikalahkan oleh satu individu pada tahun 1967 dan 1968). Tabel ini menunjukkan dengan jelas bahwa kinerja orang-orang sukses tidak konsisten, hal ini menunjukkan adanya unsur keberuntungan pada tahun kesuksesan mereka. Keberuntungan mungkin bukan satu-satunya alasan kesuksesan ini, karena Biondo tampil lebih baik dari rata-rata dalam tiga tahun terakhir. Namun meskipun ada kemungkinan adanya keterampilan pada satu individu, dalam tiga tahun konsensus dengan mudah mengalahkan semuanya.

Tampaknya beberapa peramal lebih terampil dibandingkan yang lain. Tampaknya konsensus juga berkinerja lebih baik daripada individu terbaik. Hal ini terlepas dari kenyataan

bahwa konsensus tersebut menggabungkan perkiraan semua individu, baik yang terampil maupun tidak. Bukannya berdampak menurunkan kualitas prakiraan dari individu-individu terbaik, menggabungkan prakiraan untuk mencapai konsensus, justru meningkatkan kualitas prakiraan. Beaver berpendapat bahwa hal ini terjadi karena faktor-faktor khusus (seperti loyalitas pribadi terhadap tim sepak bola tertentu), yang mungkin memengaruhi ramalan cuaca bahkan dari peramal terbaik sekalipun, cenderung hilang ketika sejumlah besar individu terlibat dalam pembentukan konsensus. Oleh karena itu, konsensus tersebut mewakili perkiraan yang lebih jelas dan obyektif dibandingkan yang dapat diberikan oleh individu mana pun, secara konsisten. Hal ini mirip dengan efek portofolio dari investasi ekuitas yang kita temui di Bab 7. Dalam konteks portofolio, faktor-faktor acak (risiko spesifik, dalam kasus investasi) dihilangkan, sehingga hanya menyisakan faktor umum (risiko sistematis).

Beaver (1998) juga mengacu pada dampak serupa dengan prediksi produk domestik bruto Inggris yang dilakukan oleh 30 ekonom. Di sini konsensus mengalahkan angka 29 dan sama dengan salah satu ekonom. Contoh lain dari hal ini nampaknya muncul dalam konteks acara kuis TV Who Wants To Be A Millionaire? Menurut Surowiecki (2004), 'teman' (yang dipilih oleh kontestan berdasarkan keahliannya) menjawab dengan benar 65 persen, sedangkan penonton (masing-masing merupakan pilihan acak yang terdiri dari sejumlah besar orang) memberikan jawaban yang benar. jawaban yang benar terhadap 91 persen pertanyaan yang diajukan kepada mereka. Hal ini sekali lagi dijelaskan oleh efek portofolio. Mungkin para kontestan memilih untuk mengajukan pertanyaan yang lebih mudah dan jelas kepada penonton, namun perbedaan tingkat keberhasilan ini masih mencolok.

Efisiensi dan kecepatan reaksi

Efisiensi tidak hanya mengharuskan harga bereaksi secara rasional terhadap informasi baru, namun juga bereaksi dengan cepat. Tentu saja, kecepatan penerimaan dan analisis data, serta pengiriman, penerimaan, dan tindakan analisis, melalui pembelian atau penjualan, sangatlah cepat. Karena terdapat banyak pengamat yang memiliki informasi dan motivasi tinggi yang mampu mengambil tindakan cepat, kami memiliki alasan kuat untuk meyakini bahwa pasar modal sekunder yang canggih seperti LSE akan efisien dalam menentukan harga sekuritas. Pertanyaannya sekarang adalah: apakah praktiknya efisien?

9.4 PENGUJIAN EFISIENSI PASAR MODAL

Bentuk efisiensi

Upaya untuk menilai efisiensi tidak hanya membahas apakah pasar modal efisien atau tidak, namun lebih pada pertanyaan sejauh mana pasar modal efisien. Roberts (1967) menyarankan bahwa efisiensi dan pengujiannya harus ditangani dalam tiga judul:

- **Bentuk lemah.** Jika pasar efisien pada tingkat ini, informasi apa pun yang mungkin terkandung dalam pergerakan harga di masa lalu sudah tercermin dalam harga sekuritas.
- **Bentuk setengah kuat**. Bentuk efisiensi ini menyiratkan bahwa semua informasi relevan yang tersedia untuk umum dimasukkan ke dalam harga sekuritas.
- **Bentuk yang kuat**. Jika pasar bersifat efisien bentuk kuat, hal ini berarti bahwa semua informasi yang relevan, termasuk informasi yang hanya tersedia bagi mereka yang memiliki posisi istimewa (misalnya, manajer bisnis yang sahamnya dicatatkan),

sepenuhnya tercermin dalam harga sekuritas.

Ini adalah tingkat efisiensi yang menaik sehingga, jika suatu pasar efisien dalam bentuk kuat, maka pasar tersebut juga harus efisien dalam bentuk semi-kuat dan lemah.

Pendekatan yang dilakukan dengan tes

Proposisi seperti yang berkaitan dengan efisiensi pasar modal tidak dapat diuji secara langsung. Bagaimana kita menguji apakah semua informasi yang tersedia tercermin dalam harga sekuritas? Peneliti mungkin secara pribadi tidak memiliki semua informasi yang tersedia atau bahkan mengetahui bahwa sebagian informasi tersebut ada. Namun kita dapat menguji apakah perilaku harga sekuritas konsisten dengan efisiensi atau tidak. Umumnya tes yang telah dilakukan sudah mencoba melakukan hal tersebut.

Pengujian tersebut bertujuan untuk menilai apakah mungkin menghasilkan keuntungan abnormal dengan mengeksploitasi segala kemungkinan inefisiensi. Pengembalian abnormal, dalam konteks ini, berarti pengembalian yang melebihi pengembalian yang dapat diperoleh, dalam periode yang sama saat pengujian dilakukan, dari sekuritas dengan risiko serupa. Pengembalian biasanya berarti keuntungan modal ditambah dividen yang diterima selama suatu periode, yang dinyatakan sebagai persentase harga sekuritas pada awal periode tersebut.

Tes jenis ini menimbulkan beberapa masalah metodologis. Begitu banyaknya faktor yang bertindak secara simultan terhadap harga suatu sekuritas tertentu sehingga sulit untuk mengetahui sejauh mana harga dipengaruhi oleh faktor spesifik yang menjadi perhatian peneliti dan sejauh mana faktor lain terlibat. Untuk tujuan kita saat ini, marilah kita menerima apa yang diyakini oleh sebagian besar pengamat yang berkualifikasi, bahwa para peneliti besar di bidang ini, yang sebagian karyanya akan kita bahas, telah mengatasi permasalahan praktis dengan cukup baik sehingga hasilnya dapat dianggap memberikan wawasan yang signifikan. Jika hal ini tampaknya tidak terjadi, kita akan membahasnya. Pembaca yang tertarik untuk melihat permasalahan metodologis secara rinci harus mengambil beberapa referensi yang diberikan selama dan di akhir bab ini.

Pengujian efisiensi bentuk lemah

Analisis teknis

Sudah lama diyakini bahwa harga sekuritas bergerak dalam siklus atau pola yang dapat diprediksi oleh mereka yang mempelajari masalah ini dengan cermat. Banyak orang merasa bahwa pola perilaku harga sekuritas di masa lalu terulang kembali, sehingga jika terulang kembali, hal ini dapat menempatkan investor pada posisi untuk menghasilkan keuntungan investasi yang sangat besar. Tidak mengherankan, penganut filosofi ini menggunakan grafik dan bagan harga sekuritas masa lalu untuk memfasilitasi pengenalan pola tersebut sejak dini agar dapat mengambil manfaat darinya. Orang-orang ini sering disebut sebagai chartist.

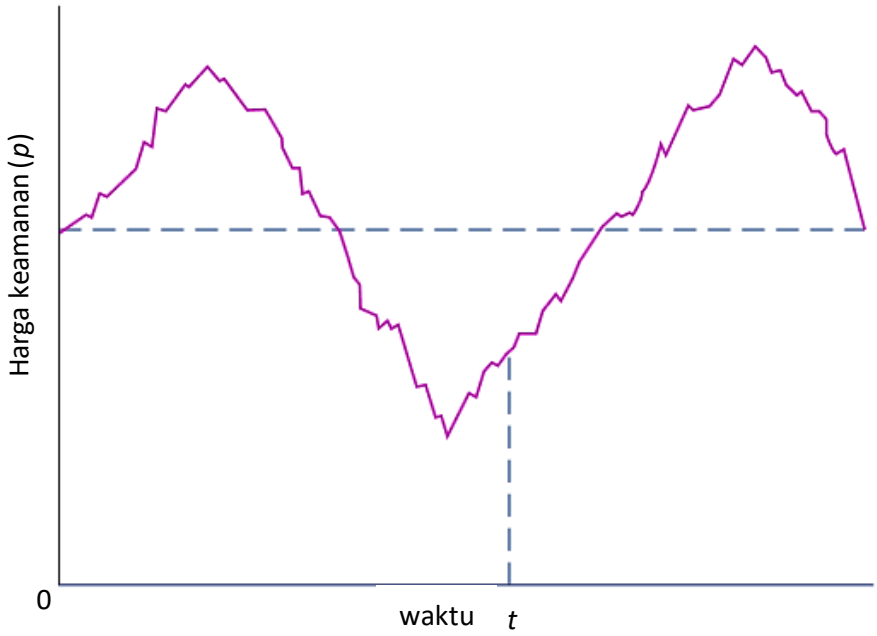
Yang lain berusaha mengembangkan aturan perdagangan yang mungkin lebih mudah diterapkan dibandingkan aturan para pembuat grafik. Misalnya, beberapa orang percaya bahwa harga sekuritas tertentu cenderung berkisar pada nilai tertentu, jarang sekali menyimpang lebih dari persentase kecil. Jika harga mulai keluar dari kisaran x persen, mereka yakin bahwa ini menyiratkan pergerakan besar akan segera terjadi. Mereka yakin, hal ini bisa dimanfaatkan dengan membeli atau menjual sesuai arah breakout. Aturan transaksi seperti

ini biasanya disebut aturan filter. Secara lebih umum, penggunaan teknik seperti aturan filter dan grafik dikenal sebagai analisis teknis.

Jika pasar efisien, ini berarti tidak ada keuntungan yang dapat diperoleh dari analisis teknis. Hal ini karena banyaknya pengamat yang bekerja sehingga jika ada informasi yang terkandung dalam pergerakan harga di masa lalu, maka informasi tersebut akan tertahan dalam harga saat ini sebagai akibat dari jual beli. Hanya informasi baru yang akan mempengaruhi harga saham. Karena informasi baru bersifat acak, harga sekuritas diperkirakan akan mengikuti jalur acak atau berjalan acak. Informasi baru harus acak atau itu bukan informasi baru. Bahwa penjualan produsen kartu Natal lebih besar menjelang akhir tahun dibandingkan waktu-waktu lainnya bukanlah informasi baru. Pola ini cenderung terjadi setiap tahun dan dapat diprediksi.

Menemukan pola yang berulang

Misalkan harga sekuritas tertentu mengikuti pola siklus yang ditunjukkan pada Gambar 9.1 selama beberapa tahun. Jelas ada pola yang teratur di sini. Apa yang harus kita lakukan jika kita melihat pola ini pada waktu t? Tentunya kita harus membeli beberapa sekuritas dan menahannya hingga puncak berikutnya, menjualnya dan membeli lagi pada harga terendah berikutnya dan seterusnya sampai kita bosan menghasilkan uang! Tampaknya terlalu bagus untuk menjadi kenyataan dan, tentu saja, memang demikian. Dalam kehidupan nyata kita seharusnya tidak menjadi satu-satunya orang yang melihat pengulangan puncak dan lembah ini; sebenarnya akan banyak sekali di antara kita yang menyadarinya. Saat kami mencoba menjual pada puncaknya, yang lain juga akan melakukan hal yang sama. Karena hanya sedikit calon pembeli yang tertarik dengan harga puncak, harga akan turun. Menyadari hal ini, kita semua harus menjual lebih awal untuk mencoba mengatasi penurunan harga, yang hanya akan menyebabkan penurunan harga terjadi lebih awal. Kesimpulan logisnya adalah harga sebenarnya tidak akan pernah naik ke puncaknya. Dengan mengharapkan titik terendah tercapai dan tidak ingin melewatkannya, kita harus membeli lebih awal dan lebih awal, sehingga menjaga harga tetap tinggi dan memastikan bahwa titik terendah juga tidak pernah tercapai. Hasil akhir dari semua ini adalah jika terdapat cukup banyak investor yang mengikuti pola harga masa lalu dan berupaya mengeksploitasi pengulangan pola harga tersebut, maka pengulangan tersebut tidak akan terjadi. Dalam praktiknya, profil harga sekuritas tersebut kemungkinan besar akan mendekati garis putus-putus horizontal yang ditunjukkan pada Gambar 9.1.



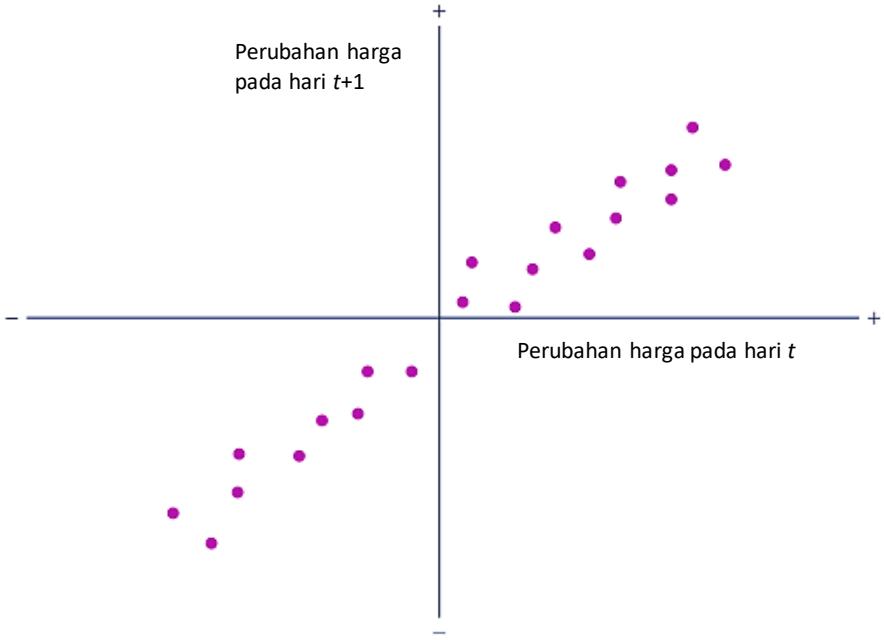
Jika pola ini diharapkan terjadi, maka investor melalui aksi jual belinya akan menyebabkan pola tersebut tidak terjadi.

Gambar 9.1 Grafik harga saham harian terhadap waktu untuk sekuritas hipotetis

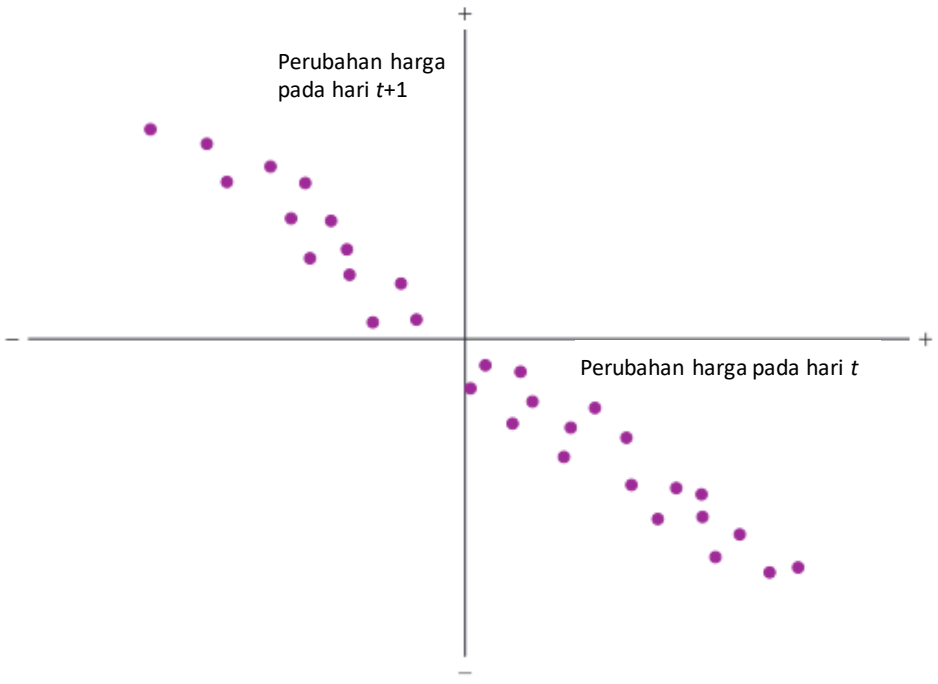
Hasil uji efisiensi bentuk lemah

Penemuan keacakan pertama yang tercatat dalam pasar kompetitif dilakukan oleh Bachelier ketika ia mengamatinya sebagai karakteristik harga komoditas di Bursa Paris sejak tahun 1900. Penemuannya tidak begitu diketahui hingga minat terhadap topik tersebut muncul kembali beberapa tahun kemudian. Kendall (1953), menerima pandangan populer saat itu bahwa harga sekuritas LSE bergerak dalam siklus yang teratur, mencoba mengidentifikasi polanya, namun ternyata tidak ada pola tersebut; harga tampak bergerak secara acak.

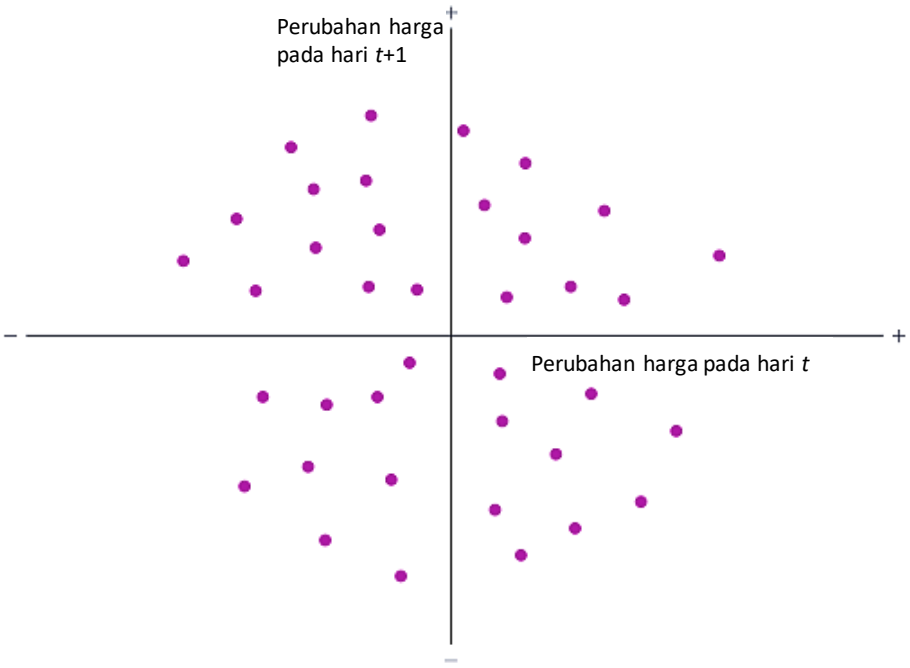
Efisiensi dan keacakan menyiratkan bahwa tidak boleh ada korelasi sistematis antara pergerakan harga pada suatu hari dan hari lainnya. Misalnya, beberapa pengamat tampaknya percaya bahwa jika harga suatu sekuritas naik hari ini, kemungkinan besar harga tersebut akan naik lagi besok: dengan kata lain, ada tren harga. Demikian pula, ada orang-orang yang merasa bahwa yang terjadi justru sebaliknya dan bahwa kenaikan harga hari ini berarti penurunan harga di masa depan. Tentu saja sikap-sikap ini tidak mencerminkan keyakinan akan efisiensi. Gambar 9.2, 9.3 dan 9.4 menggambarkan sebaran pergerakan harga suatu hari (t) diplot terhadap hari berikutnya (t + 1) untuk sekuritas tertentu selama suatu periode.



Gambar 9.2 Grafik harga suatu sekuritas pada suatu hari (hari t) terhadap hari berikutnya (hari t + 1) dimana kedua pergerakan tersebut berkorelasi positif



Gambar 9.3 Grafik harga suatu sekuritas pada suatu hari (hari t) terhadap hari berikutnya (hari t + 1) dimana kedua pergerakan tersebut berkorelasi negatif



Gambar 9.4 Grafik harga suatu sekuritas pada suatu hari (hari t) terhadap hari berikutnya (hari t + 1) dimana kedua pergerakan tersebut tidak berkorelasi

Masing-masing titik pada grafik adalah pergerakan harga satu hari untuk sekuritas tertentu, dibandingkan dengan pergerakan harga hari berikutnya untuk sekuritas yang sama. Gambar 9.2 mencerminkan korelasi positif, yaitu menunjukkan bahwa kenaikan harga sekuritas pada suatu hari akan diikuti oleh kenaikan lainnya pada hari berikutnya. Gambar 9.3 menunjukkan adanya korelasi negatif sehingga kenaikan harga pada suatu hari berarti penurunan pada hari berikutnya dan sebaliknya. Gambar 9.4 menunjukkan apa yang diharapkan jika sekuritas diperdagangkan di pasar efisien bentuk lemah: tampaknya ada keacakan antara pergerakan harga suatu hari dan pergerakan harga hari berikutnya. Kadang kenaikan diikuti kenaikan, kadang penurunan, tapi tidak ada polanya.

Banyak pengujian yang berupaya mengidentifikasi hubungan antara pergerakan harga dalam dua hari atau minggu berturut-turut atau lebih. Pengujian ini cenderung tidak menemukan hubungan yang signifikan, baik positif maupun negatif. Penelitian ini menunjukkan bahwa pergerakan harga sekuritas sangat mirip dengan pola yang muncul dari generator angka acak. Mungkin tes korelasi serial yang paling dihormati dilakukan oleh Fama (1965), berdasarkan harga saham AS. Brealey (1970) dan Cunningham (1973) melakukan pengujian serupa terhadap harga sekuritas di LSE dan menemukan bukti efisiensi bentuk lemah.

Sebagian besar aturan yang digunakan oleh analis teknikal telah diuji. Misalnya, Alexander (1961) menggunakan aturan filter dan menemukan bahwa abnormal return dapat terjadi, namun segera setelah biaya transaksi dianggap, keuntungan tersebut akan hilang. Dryden (1970), dengan menggunakan tes filter pada harga sekuritas Inggris, sampai pada kesimpulan serupa.

Bukti tandingan mengenai efisiensi bentuk lemah

Terdapat semakin banyak bukti mengenai kecenderungan investor untuk bereaksi berlebihan terhadap informasi baru. Misalnya, terdapat bukti bahwa penerbitan berita yang menurunkan harga saham tertentu cenderung menyebabkan harga turun lebih dari yang wajar. Reaksi berlebihan ini kemudian terkoreksi dengan kenaikan harga yang kecil namun signifikan. Tampaknya investor yang mengeksploitasi kecenderungan untuk bereaksi berlebihan dengan, misalnya, membeli saham segera setelah adanya berita 'buruk', dapat memperoleh keuntungan yang sangat besar ketika reaksi berlebihan tersebut dikoreksi (lihat, misalnya, Dissanaike, 1997, 1999).

Terdapat juga bukti mengenai efek 'akhir pekan' atau 'Senin', dimana terdapat keuntungan yang jauh lebih tinggi jika membeli saham pada Senin pagi dan menjualnya pada Senin malam, atau menjualnya pada pagi hari dan membelinya kembali pada hari Senin. malam hari, dibandingkan ekspektasi pengembalian normal saham dalam satu hari (lihat, misalnya, Mehdian dan Perry, 2001; Sun dan Tong, 2002; Brusa, Liu dan Schulman 2003, 2005). Masalah dalam menghasilkan keuntungan abnormal dari eksploitasi kelemahan yang tampak ini adalah bahwa efeknya tampak tidak konsisten. Pada beberapa periode (dan untuk saham-saham pada beberapa ukuran bisnis) returnnya positif, namun pada periode lain (dan untuk ukuran bisnis yang berbeda) returnnya negatif. Meskipun Monday effect tampaknya merupakan sebuah anomali, hal ini tidak memberikan bukti kurangnya efisiensi pasar. Picou (2006) dan Coakley, Jing-Ming dan Wood (2012) menunjukkan anomali serupa di sekitar periode liburan.

Fama (1998) menegaskan bahwa beberapa anomali yang terlihat mungkin disebabkan oleh penggunaan 'model yang buruk'. Jika para peneliti mengatakan bahwa keuntungan abnormal dihasilkan dari teknik investasi tertentu, mereka membandingkan keuntungan dari penggunaan teknik tersebut dengan keuntungan yang diharapkan dari sekuritas tertentu. Biasanya, model penetapan harga aset modal (CAPM) akan digunakan untuk menentukan pengembalian yang diharapkan. Seperti yang kita bahas di Bab 7, Fama dan French (2004) menunjukkan bahwa CAPM bukanlah model yang sempurna dalam praktiknya.

Park dan Irwin (2007) meninjau lebih dari 130 pengujian efisiensi bentuk lemah yang telah dipublikasikan sejak tahun 1950an. Sebagian besar dari hal ini cenderung menunjukkan bahwa pasar saham secara umum efisien. Namun Park dan Irwin benar-benar meragukan kualitas sebagian besar metodologi penelitian.

Kesimpulan tentang efisiensi bentuk lemah

Kesimpulan umum dari pengujian bentuk lemah adalah bahwa bukti di pasar modal, termasuk LSE, konsisten dengan efisiensi bentuk lemah. Meskipun terdapat sedikit inefisiensi, namun secara umum hal tersebut tidak mempunyai signifikansi ekonomi karena cenderung tidak ada lagi ketika biaya transaksi diperhitungkan.

Penting untuk dicatat bahwa keacakan tidak berarti bahwa harga ditetapkan secara tidak rasional. Sebaliknya, karena informasi baru tersedia secara acak, refleksinya dalam harga sekuritas juga harus acak jika pasar efisien. Setelah pergerakan harga tertentu, dimungkinkan untuk menjelaskan, dengan mengacu pada kejadian nyata, mengapa pergerakan tersebut terjadi. Di sini keacakan tidak boleh disamakan dengan kesewenang-wenangan. Harga yang

bergerak mengikuti tren dan mengulangi pola masa lalu menunjukkan bahwa informasi yang tersedia tidak sepenuhnya tercermin dalam harga-harga tersebut, sehingga menyebabkan inefisiensi dan penetapan harga yang sewenang-wenang.

Pengujian efisiensi bentuk semi-kuat

Pengujian efisiensi bentuk semi-kuat berpusat pada pertanyaan apakah informasi baru, yang diperkirakan dapat mempengaruhi harga sekuritas, benar-benar berdampak:

- ke arah yang diharapkan;
- berdasarkan jumlah yang diharapkan; Dan
- dengan kecepatan yang diharapkan.

Area yang subur untuk menguji apakah harga sekuritas bereaksi secara rasional terhadap informasi baru adalah ketika beberapa tindakan manajemen mungkin tampak menunjukkan sesuatu yang, jika diteliti lebih dekat, ternyata tidak demikian. Jika harga sekuritas tampaknya mencerminkan pandangan dangkal atas tindakan tersebut, dan bukan pandangan rasional, hal ini berarti bahwa pasar tidak efisien (dalam bentuk semi-kuat) karena kenaifan investor. Dengan kata lain, hal ini berarti bahwa para manajer dapat mengelabui investor dengan melakukan aktivitas window dressing.

Masalah pembagian bonus

Masalah kapitalisasi, atau saham bonus, hanya melibatkan entri pembukuan yang memberikan peningkatan kepemilikan saham kepada pemegang saham yang ada tanpa menambah porsi kepemilikan bisnis masing-masing individu. Misalnya, seorang investor yang memiliki 100 saham biasa dalam suatu bisnis yang memiliki total 1 juta saham yang diterbitkan memiliki sepersepuluh ribu nilai ekuitas bisnis tersebut. Jika perusahaan melakukan penerbitan bonus satu untuk dua, pemegang saham kita sekarang mempunyai 150 saham, namun karena jumlah total saham yang diterbitkan sekarang adalah 1.500.000, jumlah ini masih mewakili sepersepuluh ribu ekuitas. Karena nilai total ekuitas tidak berubah akibat penerbitan bonus, secara logis harga saham harus disesuaikan sehingga tiga saham setelah penerbitan tersebut bernilai sama dengan dua saham sebelumnya. Investor yang naif mungkin merasa bahwa saham bonus menawarkan keuntungan nyata dan melihat harga dua pertiga dari harga pra-penerbitan pasca-penerbitan sebagai harga yang benar-benar murah. Hal ini akan menyebabkan mereka masuk ke pasar sebagai pembeli sehingga memaksa harga naik. Penelitian yang dilakukan di LSE oleh Firth (1977a) dan di Wall Street oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) tidak menemukan kenaifan seperti itu; ditemukan bahwa harga sekuritas bereaksi dengan cara yang logis.

Perubahan prosedur akuntansi

Contoh lain di mana penafsiran dangkal atas suatu peristiwa bisa saja salah adalah ketika laba tampak meningkat akibat perubahan dalam prosedur akuntansi. Sunder (1973) mengamati sejumlah bisnis di Amerika yang telah mengubah metode penilaian persediaan mereka sehingga mereka tampak menunjukkan keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan jika metode lama diterapkan. Tampaknya hal ini merupakan jebakan sempurna untuk menangkap investor yang naif, karena dampak ekonomi dari perubahan tersebut akan merugikan karena beban pajak perusahaan (yang didasarkan pada laba akuntansi) akan meningkat. Secara rasional, perubahan kebijakan akuntansi seharusnya menyebabkan

penurunan harga saham bagi bisnis-bisnis tersebut karena perubahan tersebut akan berdampak buruk pada arus kas mereka (peningkatan pembayaran pajak). Sunder menemukan bahwa alasan yang masuk akal adalah, bagi bisnis-bisnis ini, perubahan tersebut berdampak buruk pada harga saham. Sunder juga mengambil sampel dari sekelompok bisnis yang telah mengubah metode penilaian inventaris mereka dengan cara yang berlawanan dan menemukan bahwa hal ini, sesuai dengan tuntutan logika, menyebabkan dampak sebaliknya pada harga saham.

Dengan menggunakan data Inggris, Morris (1975) menemukan bahwa harga saham telah disesuaikan dengan memperhitungkan pengurangan angka pendapatan untuk menyesuaikan dengan inflasi, bahkan sebelum penyesuaian tersebut dipublikasikan.

Kecepatan reaksi

Efisiensi hanya dapat dikatakan terjadi jika informasi baru segera, atau setidaknya secara cepat, mempengaruhi harga sekuritas. Dann, Mayers dan Raab (1977) melakukan beberapa penelitian tentang pengaruh perdagangan sejumlah besar saham suatu bisnis tertentu di pasar AS. Perdagangan ini jauh lebih besar dalam hal jumlah saham yang terlibat dibandingkan transaksi pasar saham pada umumnya. Para peneliti antara lain mencatat bahwa turbulensi yang disebabkan oleh perdagangan semacam itu, periode di mana pasar menilai dampak perdagangan, berlangsung paling lama sekitar lima belas menit. Artinya, peristiwa yang tidak terduga, meskipun peristiwa tersebut terjadi di jantung pasar modal (dalam kasus ini Wall Street), telah dinilai dan tercermin dalam harga baru dalam waktu seperempat jam. Perdagangan blok besar dirasakan memiliki konten informasional karena pembelian atau penjualan sekuritas dalam jumlah besar mungkin menyiratkan bahwa investor yang memulai perdagangan memiliki beberapa informasi baru yang memicu tindakan tersebut.

Baru-baru ini, Busse dan Green (2002) menemukan bahwa kabar baik biasanya terkandung dalam harga saham yang relevan dalam waktu satu menit. Berita buruk bisa memakan waktu hingga 15 menit sebelum benar-benar tercermin. 'Berita' dalam kasus ini adalah opini para analis yang disiarkan di televisi selama jam perdagangan normal Wall Street.

Kesimpulan efisiensi bentuk setengah kuat

Dari penelitian-penelitian yang telah kami ulas di sini, yang hasilnya serupa dengan kesimpulan yang diambil dari penelitian yang dilakukan di pasar modal sekunder dunia, bukti-buktinya tampak konsisten dengan pandangan bahwa harga sekuritas menyesuaikan diri secara rasional dan cepat terhadap informasi baru. Yang juga penting adalah mereka tampaknya mengabaikan informasi baru yang palsu, yaitu data yang tampak relevan namun pada kenyataannya tidak relevan. Dengan demikian, kesimpulan umumnya adalah pasar modal, termasuk LSE, efisien dalam bentuk semi kuat.

Pengujian efisiensi bentuk kuat

Efisiensi bentuk kuat akan menyiratkan bahwa tidak ada informasi pribadi dalam konteks informasi yang relevan dengan penetapan harga sekuritas. Segera setelah informasi tersedia bagi seseorang atau kelompok mana pun, informasi tersebut tercermin dalam harga sekuritas atau sekuritas tertentu yang terkait dengannya.

Mereka yang mungkin memiliki akses terhadap informasi yang tidak tersedia secara umum meliputi:

- orang dalam yang mempunyai posisi istimewa sehubungan dengan informasi tersebut (ini mungkin termasuk manajer, staf, auditor, dan penasihat profesional lainnya); Dan
- investor ahli dan profesional.

Intuisi menunjukkan bahwa manajer yang memiliki informasi yang belum tersedia untuk umum dapat mengubah pengetahuan ini menjadi keuntungan investasi yang sangat tinggi dibandingkan dengan investor yang tidak memiliki informasi tersebut. Demikian pula, kita mungkin berharap bahwa manajer dana investasi akan lebih sukses, mengingat pengalaman dan sumber daya penelitian mereka, dibandingkan jika mereka memilih investasi secara acak.

Orang dalam

Di Inggris, transaksi orang dalam tidak disukai oleh opini publik, hukum, dan standar etika badan profesional. Oleh karena itu, jika transaksi orang dalam terus terjadi, maka hal tersebut dilakukan secara sembunyi-sembunyi dan oleh karena itu tidak dapat langsung diamati oleh para peneliti. Di AS, sikap yang berbeda biasanya diambil (sampai tahun 1960an) terhadap transaksi orang dalam, meskipun orang dalam diharuskan untuk mendaftarkan status mereka ketika melakukan transaksi. Pengujian terhadap keberhasilan insider transaksi di Wall Street telah dilakukan. Baik Jaffe (1974) dan Finnerty (1976) menemukan bahwa orang dalam secara konsisten dapat memperoleh keuntungan yang tidak normal sebagai akibat dari akses mereka yang lebih besar terhadap informasi.

Profesional

Mengenai investor profesional, banyak penelitian telah dilakukan mengenai kinerja unit dan perwalian investasi. Ini adalah organisasi yang menarik dana dari masyarakat investor, yang kemudian diinvestasikan terutama pada surat berharga. Studi-studi ini, termasuk yang dilakukan oleh Firth (1977b) terhadap kinerja unit trust di Inggris selama periode 1965 hingga 1975, tidak menemukan kinerja yang unggul. Beberapa peneliti telah menemukan bahwa hasil investasi yang dilakukan oleh para ahli ini pada kenyataannya kurang baik dibandingkan dengan hasil strategi investasi yang didasarkan pada pemilihan sekuritas secara acak. Misalnya, Blake dan Timmermann (1998) mengamati kinerja 2.300 dana investasi yang dikelola secara profesional di Inggris selama periode 23 tahun. Mereka menemukan bahwa rata-rata dana mempunyai kinerja kurang baik, dalam hal hasil investasi, dibandingkan yang diharapkan untuk tingkat risiko yang terlibat.

Nasihat dari penasihat investasi profesional juga telah dinilai dan ditemukan secara umum tidak menghasilkan keuntungan abnormal secara konsisten.

Kesimpulan tentang efisiensi bentuk kuat

Kesimpulan dari efisiensi bentuk kuat adalah bahwa orang dalam yang memiliki informasi baru yang asli dapat memanfaatkannya untuk mendapatkan keuntungan, sehingga menunjukkan adanya inefisiensi di pasar modal. Namun, mereka yang tidak memiliki akses terhadap informasi tersebut tidak akan mampu mencapai tingkat pengembalian yang lebih baik dari rata-rata, terlepas dari apakah mereka 'ahli' atau tidak. Kami belum meninjau semua penelitian yang telah dilakukan; namun, penelitian lain mencapai kesimpulan serupa dengan penelitian yang telah kami pertimbangkan.

9.5 PARADOKS PASAR EFISIEN

Paradoks penting dari efisiensi pasar modal adalah jika sejumlah besar investor tidak berusaha memperoleh keuntungan abnormal melalui analisis teknis dan analisis informasi baru (analisis fundamental), efisiensi tidak akan ada. Hanya karena begitu banyak orang yang secara aktif mencari inefisiensi untuk dieksploitasi demi keuntungan mereka sendiri, maka hanya ada sedikit peluang untuk memperoleh keuntungan dari hal tersebut.

9.6 KESIMPULAN DAN IMPLIKASI EFISIENSI PASAR MODAL

Kesimpulan dari pengujian efisiensi LSE dan pasar modal secara umum adalah bahwa bukti-bukti tersebut konsisten dengan efisiensi dalam segala bentuk, kecuali bahwa hanya informasi yang tersedia secara publik yang tampaknya tercermin dalam harga sekuritas. Informasi yang belum tersedia untuk umum belum tentu tercermin. Hasil penelitian, khususnya yang berasal dari Amerika, mungkin mengindikasikan adanya inefisiensi kecil di pasar modal. Beberapa pengamat percaya bahwa jika bukti inefisiensi muncul, hal ini mungkin mencerminkan perubahan sifat investor LSE. Efisiensi memerlukan sejumlah besar investor independen. Investasi LSE semakin cenderung terkonsentrasi di tangan investor institusi besar yang jumlahnya relatif sedikit, yang sebagian besar berbasis di dan sekitar Kota London. Hal ini, diyakini oleh sebagian orang, menyebabkan harga tidak ditentukan oleh kekuatan pasar independen melainkan oleh 'naluri kelompok'. Welch (2000) menemukan bukti bahwa rekomendasi dari analis mengenai sekuritas tertentu cenderung berdampak pada rekomendasi selanjutnya dari analis lainnya.

Meskipun ada bukti yang bertentangan, tetap benar bahwa, untuk sebagian besar tujuan praktis, kita dapat mengatakan bahwa LSE secara efisien menentukan harga sekuritas yang diperdagangkan di sana, dalam bentuk lemah dan semi-kuat. Perlu diingat bahwa, mengingat cara pasar saham beroperasi, yang telah kita bahas sebelumnya dalam bab ini, kesimpulan berdasarkan bukti ini tidaklah mengejutkan. Logikanya, kita harus mengharapkannya menjadi efisien.

Implikasinya bagi investor

Efisiensi pasar modal menyiratkan bahwa investor tidak boleh membuang waktu untuk mencari keuntungan yang sangat tinggi dari investasi, baik dengan mengamati informasi historis pergerakan harga sekuritas atau dengan menganalisis informasi ekonomi baru. Hanya ketika seorang investor memiliki akses terhadap informasi yang belum dipublikasikan, maka keuntungan di atas rata-rata dapat diperoleh – kecuali hanya karena kebetulan belaka. Bahkan menaruh kepercayaan pada analis investasi atau berinvestasi melalui salah satu lembaga investasi, secara rutin, tidak akan menguntungkan – dan cenderung memakan biaya.

Jika pernyataan di atas benar, mengapa begitu banyak investor justru melakukan aktivitas yang tampaknya sia-sia? Ada beberapa kemungkinan penjelasan atas perilaku yang tampaknya tidak rasional ini.

- Ketidaktahuan akan bukti efisiensi. Banyak investor yang tampaknya tidak terbiasa dengan bukti efisiensi pasar modal sehingga wajar jika mereka tidak memperhitungkannya. Hanya sedikit orang atau organisasi yang berminat untuk mempublikasikan bukti-bukti tersebut

– dan banyak yang mempunyai kepentingan sebaliknya. Tidaklah bermanfaat bagi surat kabar dan jurnal, yang sebagian atau sebagian besarnya berurusan dengan pemberian nasihat mengenai sekuritas mana yang akan dibeli atau dijual, untuk menunjukkan bahwa nasihat ini hanya akan terbukti berharga secara kebetulan sehingga, rata-rata, akan bermanfaat. Tidak bernilai. Penasihat investasi lainnya, pialang dan sejenisnya, ditempatkan pada posisi yang sama.

- Pemeriksaan yang cermat terhadap grafik pergerakan harga sekuritas di masa lalu menunjukkan pola yang berulang. Hal ini memang benar dalam beberapa kasus, namun juga benar bahwa memplot angka acak terkadang juga menghasilkan hal yang sama. Dengan kata lain, kebetulan saja terkadang menyebabkan suatu pola terulang kembali; hal ini tidak berarti bahwa keuntungan dapat dicapai dengan mencoba menemukan pengulangan.
- Para pendukung peraturan teknis tertentu telah terbukti berhasil. Efisiensi tidak berarti bahwa investasi tidak bisa berhasil, hanya saja kesuksesan yang lebih dari rata-rata adalah soal keberuntungan. Selama beberapa periode tertentu, dan secara umum sepanjang abad kedua puluh, investasi pada surat berharga yang diperdagangkan di LSE akan memberikan keuntungan yang positif. Nilai surat berharga secara umum mengalami peningkatan, belum lagi dividen atau penerimaan bunga yang juga akan diuntungkan oleh investor. Oleh karena itu, tidak mengherankan bagi kita bahwa, meskipun efisien, mengikuti sebagian besar nasihat investasi dalam jangka waktu yang lama akan menghasilkan keuntungan yang positif. Memang benar, efisiensi menyiratkan bahwa tidak mungkin menemukan nasihat investasi yang bisa diikuti dan menghasilkan keuntungan lebih rendah dari rata-rata dalam jangka panjang, sesuai dengan tingkat risiko yang ada, kecuali jika terjadi secara kebetulan.
- Kita semua mengetahui kasus orang-orang yang sangat sukses dalam investasi pasar modal. Mereka yang sangat sukses cenderung diperhatikan; mereka yang gagal total cenderung berusaha merahasiakan hal ini. Dalam kedua kasus tersebut tampaknya hanya sebuah keberuntungan – masing-masing baik dan buruk. Mereka yang tidak berhasil cenderung mengakui fakta ini; mereka yang sukses – sebagai manusia – mungkin lebih percaya bahwa keterampilan dalam memilih dan menentukan waktu investasi adalah penyebab kesuksesan mereka.

Meski dalam urusan kebetulan belaka, seseorang tetap bisa sukses, bahkan sukses mencengangkan. Misalkan kejuaraan lempar koin di Inggris diadakan dan seluruh penduduk yang berjumlah 60 juta ikut serta. Aturannya adalah kita semua dikelompokkan menjadi 30 juta pasangan, yang masing-masing melempar koin. Anggota dari masing-masing pasangan yang menyebutkan dengan benar akan maju ke babak berikutnya. Proses ini diulangi hingga muncul pemenang. Kita tahu bahwa pemenang harus muncul, tapi apakah kita benar-benar percaya bahwa keterampilanlah yang terlibat? Kemungkinan besar kita akan menilai pemenangnya memiliki nasib yang sangat baik meskipun kemungkinan suksesnya sangat kecil.

Sebuah strategi bagi investor dalam sekuritas yang dapat dipasarkan

Bukti yang kami ulas di bab ini, dan apa yang kami temukan tentang diversifikasi dan pengurangan risiko di Bab 7, mengarah pada strategi berikut yang lebih disukai:

- Bagi jumlah total yang akan diinvestasikan antara 15 dan 20 dan investasikan jumlah yang dihasilkan pada sekuritas yang berbeda. Cobalah untuk berinvestasi di berbagai industri yang berbeda. Dengan melakukan hal ini investor akan menghilangkan hampir semua risiko spesifik yang melekat pada masing-masing sekuritas.
- Berinvestasi pada saham yang beta-nya sesuai dengan preferensi risiko/imbal hasil investor.
- Jangan memperdagangkan surat berharga. Hanya mengubah sekuritas dalam portofolio menjadi 'penyeimbangan kembali' jika nilai kepemilikan masing-masing sekuritas menjadi berbeda secara signifikan satu sama lain sebagai akibat dari pergerakan harga sekuritas relatif dalam portofolio. Hal ini untuk menjaga kesetaraan nilai yang luas dari 15 hingga 20 kepemilikan yang berbeda. Jangan tergoda untuk mengambil keuntungan dari sekuritas yang berkinerja baik atau menyingkirkan sekuritas yang berkinerja buruk. Bukti pasar yang efisien menunjukkan dengan jelas bahwa harga saat ini adalah estimasi terbaik yang tersedia mengenai nilai suatu sekuritas, mengingat proyeksi masa depan. Buktinya juga jelas bahwa, kecuali investornya adalah orang dalam, nilai pasar saat ini merupakan perkiraan nilai sekuritas yang lebih baik dibandingkan perkiraan investor itu sendiri. Buktinya jelas bahwa perdagangan aktif memerlukan biaya transaksi yang mahal dan tidak menghasilkan nilai harga sekuritas (lihat, misalnya, Barber dan Odean, 2000). Kebijakan beli dan tahan telah terbukti menjadi yang terbaik.

Investor kecil mungkin merasa tidak ekonomis, dalam hal biaya transaksi (biaya perantara), yang cenderung memiliki skala ekonomi, jika mengikuti rekomendasi pertama di atas. Dalam hal ini, penggunaan dana investasi mungkin merupakan pendekatan terbaik. Manajer dana investasi mengenakan biaya tahunan, biasanya berdasarkan ukuran kepemilikan masing-masing investor, namun mereka dapat mencapai skala ekonomi transaksi. Jika pendekatan ini dilakukan, investor sebaiknya memilih reksa dana yang memiliki strategi beli dan tahan.

Implikasinya bagi manajer keuangan

Hal ini sangat penting dan menjadi alasan utama mengapa kita membahas efisiensi pasar modal dalam buku ini. Secara garis besar dampaknya adalah:

- Sulit untuk membodohi investor. Investor secara rasional menafsirkan apa yang dilakukan manajemen perusahaan, sehingga ‘window dressing’ tidak akan menyebabkan harga sekuritas naik.
- Pasar menilai bisnis secara rasional. Jika manajemen ingin menerbitkan saham baru, maka harga saham yang ada merupakan harga penerbitan yang sesuai. Jika tingkat harga secara umum rendah berdasarkan sejarah, maka tidak masuk akal untuk menunggu pemulihan sebelum menerbitkan ekuitas baru. Jika harga sekuritas bergerak secara acak, tidak ada alasan untuk percaya bahwa hanya karena harga pernah lebih tinggi di masa lalu maka harga akan kembali ke level sebelumnya.
- Manajemen harus bertindak dengan cara yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Karena ini adalah kriteria yang diterima secara umum dalam pengambilan keputusan investasi dalam bisnis, jika manajer membuat keputusan yang secara logis mendorong hal tersebut, maka dengan syarat mereka mengeluarkan informasi tentang apa yang telah mereka lakukan, harga sekuritas akan mencerminkan tindakan manajer.

Dengan kata lain, jika manajer bertindak dengan cara yang mengutamakan kepentingan pemegang saham, hal ini sebenarnya akan meningkatkan kepentingan mereka melalui harga saham.

- Manajer mungkin berkepentingan untuk menyembunyikan informasi yang tidak menyenangkan. Inefisiensi bentuk kuat yang diungkapkan oleh penelitian menunjukkan bahwa tidak semua informasi yang ada disita dalam harga sekuritas. Oleh karena itu, manajemen mungkin mempunyai kepentingan dalam menyembunyikan informasi yang tidak menguntungkan. Apakah hal ini benar-benar valid dalam jangka panjang masih diragukan karena sebagian besar informasi muncul cepat atau lambat. Mungkin, perasaan luas di kalangan investor bahwa para manajer siap untuk menyembunyikan informasi yang tidak menguntungkan pada akhirnya akan merugikan para manajer tersebut.
- Pasar modal sekunder memberikan panduan mengenai tingkat pengembalian yang diperlukan dari investasi berisiko. Sama seperti jika kita ingin menilai mobil bekas, kita mungkin melihat harga mobil serupa di pasar mobil bekas, adalah logis untuk mencoba menilai nilai aset dengan ekspektasi pengembalian yang berisiko dengan melihat pada harga aset serupa di pasar modal sekunder. Hal ini memberikan pembenaran utama untuk penggunaan CAPM, dalam menentukan tingkat diskonto yang tepat untuk diterapkan pada arus kas, dalam penilaian keputusan investasi riil yang dibuat oleh bisnis.

Kesimpulan umum mengenai efisiensi adalah bahwa manajemen dan pemegang sekuritas terhubung langsung melalui harga sekuritas. Tindakan manajemen yang signifikan akan segera tercermin dalam harga sekuritas. Buktinya jelas bahwa harga sekuritas bereaksi dengan cepat dan rasional terhadap informasi baru. Implikasi efisiensi pasar modal sekunder bagi para manajer akan dirujuk pada berbagai poin sepanjang sisa buku ini.

9.7 KEUANGAN PERILAKU

Asal usul keuangan perilaku

Kesimpulan luasnya adalah LSE, dan pasar modal sekunder serupa di negara lain, cenderung efisien dalam menetapkan harga sekuritas. Namun, pada saat yang sama, jelas terdapat beberapa anomali dan penyimpangan dari apa yang kita harapkan jika pasar benar-benar efisien. Kita telah menemukan beberapa contoh mengenai hal ini pada awal bab ini. Hal ini termasuk kecenderungan pasar untuk bereaksi berlebihan terhadap berita dan ‘efek akhir pekan’.

Adanya anomali-anomali tersebut, dan anomali-anomali lainnya, telah mendorong para peneliti untuk melihat lebih jauh dari pemikiran umum mengenai keuangan bisnis, sebuah proses yang dimulai pada tahun 1980an – saat anomali tersebut mulai terlihat jelas. Para peneliti ini mulai melihat melampaui teori keuangan bisnis yang sudah ada. Hal ini mengarahkan mereka untuk melihat beberapa teori, yang sebagian besar didukung oleh bukti, dalam bidang psikologi manusia. Maka muncullah kumpulan pengetahuan yang dikenal sebagai keuangan perilaku.

Misalnya, terbukti dengan baik bahwa:

- Orang cenderung mengabaikan atau meminimalkan bukti bahwa mereka telah membuat penilaian yang salah. Hal ini dapat menyebabkan mereka gagal bertindak rasional

terhadap informasi baru terkait harga suatu sekuritas. Hal ini juga dapat menyebabkan mereka bergabung dengan 'kawanan' orang lain yang memiliki pandangan yang sama tentang suatu peristiwa.

- Masyarakat cenderung lambat dalam menyesuaikan keyakinannya terhadap informasi baru. Hal ini dapat menyebabkan lambatnya reaksi terhadap informasi baru yang berdampak pada harga sekuritas.
- Orang cenderung terlalu percaya diri pada kemampuannya sendiri. Hal ini cenderung menyebabkan orang-orang membeli dan menjual sekuritas, padahal strategi 'beli dan tahan' kemungkinan besar akan lebih menguntungkan secara ekonomi. Mereka melakukan ini karena mereka yakin bahwa mereka memiliki keterampilan dan penilaian yang lebih unggul dibandingkan investor lain.
- Orang cenderung lebih terpengaruh oleh satu pengalaman baru-baru ini dibandingkan dengan pengetahuan yang dibangun dari banyak pengalaman. Hal ini mungkin mengarahkan mereka untuk membuat penilaian tentang harga sekuritas yang meremehkan informasi yang baru ditemukan, namun masih valid.
- Masyarakat bisa saja secara tidak rasional menolak menerima kenyataan bahwa mereka telah mengalami kerugian. Hal ini dapat membuat mereka menghindari penjualan investasi yang merugi karena hal tersebut memberikan bukti nyata kesalahan penilaian di masa lalu.

Pendukung pendekatan keuangan perilaku berpendapat bahwa psikologi manusia memainkan peran besar dalam perilaku investasi dan, oleh karena itu, dalam menetapkan harga pasar untuk sekuritas.

Kaum tradisionalis menjawab balik

Munculnya keuangan perilaku menimbulkan argumen tandingan dari kaum tradisionalis. Mereka berargumentasi bahwa masyarakat pada umumnya bertindak dengan cara yang rasional untuk memaksimalkan utilitas kekayaan mereka. Sekalipun banyak, atau bahkan semua, orang berperilaku tidak rasional sebagai individu, perilaku irasional mereka akan terdiversifikasi. Hal ini dikarenakan irasionalitasnya cenderung tidak konsisten di antara mereka, yaitu irasionalitasnya akan menjadi ciri khas setiap orang.

Kaum tradisionalis lebih lanjut berargumentasi bahwa, meskipun irasionalitas terjadi secara konsisten di antara banyak individu, dan hal ini cenderung berdampak pada harga sekuritas yang irasional, masih terdapat cukup banyak investor yang 'berpandangan jernih' di pasar yang dapat memperoleh keuntungan dari irasionalitas tersebut. harga. Mereka yang berpandangan jernih dapat, misalnya, membeli sekuritas dengan harga rendah yang tidak masuk akal dan menunggu hingga masyarakat investor lainnya 'mengejar' dan harganya naik. Hal ini akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar bagi mereka yang berpandangan jernih. Fakta bahwa terdapat anomali terhadap efisiensi penetapan harga menunjukkan adanya kelemahan dalam argumen kaum tradisionalis, setidaknya sampai batas tertentu. Kemungkinan besar kelemahan ini terletak pada investor yang 'berpandangan jernih'. Ada argumen bahwa, dalam praktiknya, mungkin sulit bagi investor untuk bertindak dengan cara yang menjadikan sekuritas dengan harga yang tidak rasional menjadi harga yang rasional. Hal ini disebabkan karena kegiatan-kegiatan tersebut dapat menempatkan mereka pada risiko

yang relatif tinggi (lihat Shleifer dan Vishny, 1997; Daniel, Hirshleifer dan Subrahmanyam, 2001).

Kesimpulan tentang keuangan perilaku

Apa dampak dari semua ini terhadap keuangan perilaku? Jelas bahwa pasar modal sekunder tidak bekerja dengan efisiensi harga yang sempurna. Juga jelas bahwa manusia, bahkan ketika bertindak dalam konteks bisnis/ekonomi, tidak selalu berpikir dan bertindak dengan rasionalitas yang jelas. Adalah keliru untuk menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan antara kedua fakta ini. Terlepas dari validitas keuangan perilaku, tampaknya hal ini belum cukup berkembang untuk dapat mengidentifikasi aturan perdagangan yang dapat secara sistematis mengeksploitasi anomali yang disebabkan oleh keberadaannya.

Ringkasan Bursa Efek London (LSE)

- Seperti halnya bursa efek lainnya, LSE bertindak sebagai pasar primer dan pasar sekunder.
- Anggota LSE adalah pedagang pembuat pasar, yang bertindak sebagai 'pemilik kios', atau pialang, yang bertindak sebagai agen untuk klien investor mereka.
- Transaksi LSE dapat bersifat 'quote-driven', menggunakan SEAQ dan melibatkan dealer, atau 'order-driven', ketika pembeli dan penjual bertransaksi langsung satu sama lain melalui pendekatan SETS.
- Broker bertindak atas nama kliennya dalam semua transaksi dan membebankan komisi atas pekerjaan mereka.
- LSE bukan satu-satunya pasar modal sekunder, meskipun sejauh ini merupakan pasar modal terbesar dan terpenting. Ia harus bersaing dengan para pesaingnya dalam bisnis.

Efisiensi pasar modal (CME)

- CME berarti bahwa pasar menetapkan harga sekuritas secara rasional sehingga harga masing-masing sekuritas saat ini pada saat tertentu mewakili estimasi terbaik dari nilai 'sebenarnya'.
- CME akan menyiratkan bahwa semua informasi yang tersedia mengenai nilai suatu sekuritas tertentu dengan cepat dan rasional diperhitungkan dalam harganya.
- Masuk akal untuk meyakini bahwa CME bisa ada dalam praktiknya karena banyak individu terampil yang memiliki bobot finansial untuk mempengaruhi harga sekuritas secara terus-menerus menilai nilai sekuritas tersebut dan memantau harga pasarnya.
- Harga sekuritas apa pun saat ini mewakili pandangan konsensus mengenai nilai sekuritas saat ini – harganya merupakan hasil tindakan pembeli dan penjual, masing-masing memiliki persepsi berbeda mengenai nilai sekuritas.

Bukti di CME

- Studi penelitian telah dilakukan untuk melihat efisiensi pada tiga tingkat berbeda:
  - bentuk lemah (WF);
  - bentuk setengah kuat (SSF); Dan
  - bentuk kuat (SF).
- Efisiensi WF akan terjadi jika tidak mungkin memperoleh keuntungan abnormal dari investasi sekuritas dengan mengandalkan pergerakan harga sekuritas di masa lalu (misalnya, dengan penggunaan grafik) atau aturan teknis untuk menunjukkan kapan harus

membeli dan menjual.

- Bukti menunjukkan bahwa pasar terkemuka di dunia efisien dalam WF.
- Efisiensi SSF akan terjadi jika tidak mungkin memperoleh keuntungan abnormal dari investasi sekuritas dengan mengandalkan analisis informasi yang tersedia secara publik untuk menunjukkan kapan harus membeli dan menjual.
- Bukti menunjukkan bahwa pasar saham terkemuka di dunia efisien dalam SSF.
- Efisiensi SF akan terjadi jika tidak mungkin memperoleh keuntungan abnormal dari investasi sekuritas dengan mengandalkan analisis informasi yang hanya tersedia bagi orang dalam untuk menunjukkan kapan harus membeli dan menjual.
- Bukti menunjukkan bahwa pasar terkemuka di dunia tidak efisien dalam SF.

Implikasi CME

- Implikasinya bagi investor: hanya jika mereka memiliki akses terhadap informasi yang tidak tersedia bagi publik, mereka dapat mengharapkan, kecuali secara kebetulan, untuk mendapatkan keuntungan yang lebih baik dari rata-rata, mengingat kelas risiko dari sekuritas yang bersangkutan.
- Implikasi bagi manajer keuangan:
  - Sulit untuk membodohi investor.
  - Pasar menilai bisnis secara rasional.
  - Upaya untuk meningkatkan nilai saham harus mempunyai dampak seperti itu.
  - Manajer mungkin mempunyai kepentingan jangka pendek dalam menyembunyikan informasi yang merugikan.
  - LSE secara rasional menilai aset dengan tingkat pengembalian yang berisiko.

Keuangan perilaku

- Adanya anomali yang jelas pada harga sekuritas mendorong berkembangnya teori behavioral finance.
- Pembiayaan perilaku mempertimbangkan perilaku investor dan, oleh karena itu, harga sekuritas didasarkan pada tingkat irasionalitas.
- Perilaku yang tidak rasional mencakup kecenderungan investor untuk melakukan hal tersebut
  - mengabaikan atau meminimalkan bukti telah membuat penilaian yang salah;
  - bereaksi lambat terhadap informasi baru;
  - terlalu percaya diri pada kemampuan mereka sendiri;
  - terlalu terpengaruh oleh kejadian terkini;
  - secara tidak rasional enggan mengakui kesalahan mereka sendiri.
- Kaum tradisionalis berpendapat bahwa irasionalitas ini tidak seharusnya mempengaruhi harga sekuritas karena irasionalitas tersebut akan terdiversifikasi. Sekalipun hal ini tidak benar, tindakan investor yang 'berpandangan jernih' akan mendorong harga ke tingkat yang rasional.
- Keberadaan anomali yang terus berlanjut menunjukkan bahwa tampaknya ada manfaat dalam gagasan keuangan perilaku.

BAB 10
ESTIMASI BIAYA MODAL DAN TINGKAT DISKONTO

10.1 PENDAHULUAN

Pada Bab 8 kita melihat secara singkat sumber-sumber pendanaan jangka panjang bagi bisnis-bisnis di Inggris. Sekarang kita akan melihat bagaimana kita dapat membuat perkiraan biaya bisnis dari masing-masing sumber tersebut.

Karena, secara logis, tingkat diskonto yang akan diterapkan pada arus kas yang diharapkan dari peluang investasi riil dalam bisnis haruslah biaya peluang pendanaan untuk mendukung investasi, maka tingkat diskonto ini harus dikaitkan dengan biaya masing-masing sumber dalam beberapa cara. Faktanya, penggunaan biaya rata-rata dari berbagai sumber pendanaan, yang ditimbang menurut pentingnya masing-masing sumber bagi bisnis tertentu, tampaknya dianggap sebagai cara standar untuk menentukan tingkat diskonto. Bukti (Petty dan Scott, 1981; Corr, 1983; Al-Ali dan Arkwright, 2000; Arnold dan Hatzopoulos, 2000) menunjukkan bahwa pendekatan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) ini banyak digunakan dalam praktik. McLaney, Pointon, Thomas dan Tucker (2004) menemukan bahwa WACC digunakan dalam penilaian investasi oleh 53 persen perusahaan yang terdaftar di Inggris. Mereka juga menemukan bahwa hampir 80 persen bisnis tersebut menilai kembali biaya modalnya setiap tahun atau lebih sering. Seperti yang akan kita lihat nanti di bab ini, banyak bisnis menyebutkan dalam laporan tahunannya bahwa mereka menggunakan WACC sebagai tingkat diskonto.

Pendekatan standar untuk memperkirakan biaya sumber modal tertentu didasarkan pada logika bahwa tingkat diskonto ditentukan oleh dua faktor:

- nilai kini dari aset keuangan yang bersangkutan; Dan
- ekspektasi masa depan atas arus kas yang berasal dari aset spesifik tersebut.

Ini adalah pendekatan yang populer dalam praktiknya, meskipun untuk memperkirakan biaya ekuitas, popularitasnya menurun. Pada Bab 7 kita melihat bahwa model penetapan harga aset modal (CAPM) dapat dilihat sebagai perangkat logis untuk memperoleh biaya elemen pembiayaan individual. CAPM menyimpulkan biaya modal dari informasi pasar modal, menangani risiko secara eksplisit melalui premi risiko.

Premi risiko ini didasarkan pada kovarians imbal hasil sekuritas tertentu dengan imbal hasil investasi berisiko secara umum. CAPM semakin menjadi cara standar bagi sebagian besar perusahaan, terutama perusahaan besar, untuk memperoleh biaya ekuitas (lihat bukti yang dikutip di Bab 7 (Bagian 7.12) mengenai sejauh mana penggunaan CAPM). Pendekatan WACC tradisional juga berbasis pasar modal (kami menggunakan nilai keamanan saat ini dalam perhitungan), namun pendekatan ini tidak terlalu formal menangani risiko dibandingkan CAPM. Setelah mempertimbangkan pendekatan tradisional, kami akan mencoba menyelaraskannya dengan filosofi CAPM dan berupaya mencapai beberapa kesimpulan mengenai kesesuaian teoritis dan kepraktisan relatif dari masing-masing pendekatan.

10.2 BIAYA ELEMEN MODAL INDIVIDU

Suatu aset ekonomi (yang berupa surat utang, ekuitas, dan sebagainya yang diperuntukkan bagi pemasok pembiayaan) mempunyai nilai kini yang sama dengan nilai manfaat tunai di masa depan dari kepemilikan aset tersebut, yang didiskontokan pada tingkat yang sepadan dengan waktu dan risiko masing-masing aset tersebut. manfaat tunai tersebut, yaitu:

$$v_0 = \sum C_n/(1 + r)^n \qquad (10.1)$$

dimana v0 adalah nilai aset saat ini, C adalah arus kas yang terkait dengan aset tersebut, r tingkat pengembalian, dan n jumlah periode waktu (biasanya tahun) ke masa depan dari setiap arus kas. Bagi kreditur pinjaman atau pemegang saham, arus kas masa depan, pada saat tertentu, akan berupa penerimaan bunga atau dividen di masa depan (dibayarkan setiap tahun, dua kali setahun, atau mungkin triwulanan) dan, mungkin, pembayaran kembali pokok pinjaman pada tanggal tertentu di masa depan.

Logikanya, tingkat pengembalian bagi investor mewakili biaya bagi bisnis yang bersangkutan.

Oleh karena itu kita dapat membuat pernyataan umum bahwa:

$$p_0 = \sum C_n/(1 + k)^n \qquad (10.2)$$

dimana k adalah biaya modal bisnis dan p0 adalah harga pasar sekuritas saat ini.

Catatan pinjaman (atau saham pinjaman atau surat utang)

Dengan catatan pinjaman yang terdaftar di bursa, kita harus mengetahui:

- nilai pasarnya saat ini;
- jumlah dan waktu pembayaran bunga yang dikontrak; Dan
- jumlah yang dikontrak dan tanggal pembayaran pokok.

Jadi, dalam ekspresi penilaian di atas, kita harus mengetahui semua faktor kecuali k. Memecahkan k akan memberi kita angka biaya modal yang kita perlukan.

Contoh 10.1 Surat pinjaman yang awalnya diterbitkan dengan nilai nominal saat ini dikutip di pasar modal dengan harga Rp. 93.000 per nilai nominal Rp. 100.000. Pelunasan nilai nominal secara penuh akan jatuh tempo tepat lima tahun. Bunga sebesar 10 persen dari nilai nominal harus dibayar pada setiap akhir lima tahun berikutnya. Berapa biaya nota pinjaman? Asumsikan tarif pajak perusahaan sebesar 20 persen.

Solusi

Karena kita ingin menyimpulkan tingkat suku bunga yang dapat digunakan untuk mendiskontokan arus kas setelah pajak, kita memerlukan biaya modal setelah pajak. Bunga surat pinjaman akan menarik keringanan pajak, namun pembayaran modal tidak akan menarik karena bukan merupakan beban.

Pernyataan berikut ini benar:

$$93 = \frac{10(1-0.20)}{(1+k_L)} + \frac{10(1-0.20)}{(1+k_L)^2} + \frac{10(1-0.20)}{(1+k_L)^3} + \frac{10(1-0.20)}{(1+k_L)^4} + \frac{10(1-0.20)}{(1+k_L)^5} + \frac{100}{(1+k_L)^5}$$

dimana kL adalah biaya nota pinjaman setelah pajak.

Memecahkan kL akan memberi kita angka biaya modal yang dibutuhkan. Kita telah menghadapi situasi ini sebelumnya ketika menyimpulkan tingkat pengembalian internal suatu peluang investasi. Tentu saja, kL adalah IRR dari nota pinjaman. Oleh karena itu, solusinya hanya dapat ditemukan melalui trial and error, namun hal ini dapat dicapai dengan menggunakan spreadsheet. Karena pengembalian tahunan sebesar Rp. 8.000 bersih bernilai Rp. 93.000, maka tersirat tingkat pengembaliannya kurang dari 10 persen. Mari kita coba 9 persen.

Tahun	Arus kas *(dalam XX Ribu)*	Faktor diskon	Nilai sekarang *(dalam XX Ribu)*
0	(93.0)	1.000	(93.0)
1	8.0	0,917	7.3
2	8.0	0,842	6.7
3	8.0	0,772	6.2
4	8.0	0,708	5.7
5	108.0	0,650	70.2
			3.1

Tampaknya biaya modalnya di atas 9 persen; mari kita coba 10 persen.

Tahun	Arus kas *(dalam XX Ribu)*	Faktor diskon	Nilai sekarang *(dalam XX Ribu)*
0	(93.0)	1.000	(93.0)
1	8.0	0,909	7.3
2	8.0	0,826	6.6
3	8.0	0,751	6.0
4	8.0	0,683	5.5
5	108.0	0,621	67.1
			(0,5)

Jadi biayanya mendekati 10 persen (sekitar 9,9 persen).

Mungkin tampak membingungkan mengapa, ketika jumlah pinjaman awal adalah Rp. 100.000, jumlah yang harus dibayar kembali sama dengan Rp. 100.000, tingkat bunga kupon adalah 10 persen dan tarif pajak perusahaan adalah 20 persen, maka biaya pinjamannya adalah Rp. 100.000. uang kertas tidak 8,0 persen setelah pajak.

Kita harus ingat bahwa tujuan kita menghitung biaya modal adalah untuk mendapatkan tingkat diskonto yang akan diterapkan pada proyek investasi. Dalam bab sebelumnya kita telah melihat bahwa tingkat diskonto yang sesuai adalah biaya peluang modal. Hal ini berarti penghematan yang akan timbul dari pembayaran kembali sumber modal, atau biaya pendanaan lebih lanjut yang diperoleh dari sumber tersebut. Saat ini jumlah tersebut akan menjadi 9,9 persen setelah pajak. Jika bisnis ingin membatalkan surat pinjaman, ia dapat melakukannya dengan membeli surat utang tersebut di pasar modal dengan harga Rp. 93.000 (per nominal Rp. 100.000). Hal ini akan menghemat pembayaran bunga tahunan

(setelah pajak) sebesar 8,0 persen dari nilai nominal dan menghindari keharusan membayar kembali modal setelah lima tahun. Jika pendanaan lebih lanjut ingin dikumpulkan, mungkin bisnis yang sama dapat mengumpulkan Rp. 93.000 untuk surat pinjaman yang membayar Rp. 10.000 pada setiap akhir lima tahun berikutnya ditambah Rp. 100.000 pada akhir tahun kelima. Jadi, bagaimanapun juga, angka 9,9 persen adalah angka yang tepat.

Kita mungkin juga bertanya mengapa investor pada suatu waktu bersedia membayar Rp. 100.000 (untuk nilai nominal Rp. 100.000) untuk surat pinjaman yang menghasilkan Rp. 10.000 per tahun. bunga (pengembalian 10 persen). Perbedaan tersebut pasti timbul karena tingkat suku bunga yang meningkat secara umum dan/atau karena pasar modal telah mengubah persepsinya mengenai risiko gagal bayar (oleh bisnis tertentu) dalam pembayaran bunga atau pokok. Oleh karena itu, biaya modal suatu bisnis tidak selalu statis sepanjang waktu. Mengingat efisiensi pasar modal, biaya setiap elemen modal merupakan perkiraan terbaik pasar mengenai biaya tersebut di masa depan.

Catatan pinjaman abadi

Surat pinjaman abadi kadang-kadang diterbitkan oleh bisnis. Ini adalah surat pinjaman yang tidak memiliki tanggal pembayaran kembali dan, secara teori, akan terus membayar bunga selamanya. Perhitungan biaya modalnya serupa, meskipun lebih sederhana dibandingkan dengan perhitungan surat pinjaman yang dapat ditebus. Dimana masing-masing nilai Cn identik dan n berlanjut hingga tak terhingga,

$$P_{L0} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{C_n(1-T)}{(1+k_L)^n}$$

dimana T adalah tarif pajak perusahaan. Ini dapat ditulis sebagai:

$$k_L = \frac{C_n(1-T)}{p_{L0}}$$

Jadi dalam contoh di atas, jika tidak ada pembayaran pokok tetapi pembayaran bunga tahunan sebesar £10 terus berlanjut tanpa batas waktu, maka:

$$k_L = \frac{10(1-0.20)}{93} = 8.6\%$$

Pinjaman berjangka

Dengan pinjaman berjangka (sumber utama pinjaman bisnis) dan surat pinjaman tidak terdaftar, tidak ada pasar untuk transfer antar pemberi pinjaman. Dengan demikian, tidak ada angka p_0 yang mudah diakses yang dapat dimasukkan ke dalam model penilaian (Persamaan 10.2 di atas) untuk menyimpulkan k. Logikanya p_0 adalah jumlah yang harus segera dibayar oleh perusahaan peminjam untuk mendorong pemberi pinjaman membatalkan kontrak pinjaman. Alternatifnya, ini adalah jumlah yang dapat dipinjam saat ini, mengingat pembayaran bunga dan modal yang harus dilakukan di masa depan berdasarkan persyaratan pinjaman yang bersangkutan. Secara teori, keduanya harus menjadi rute alternatif dengan nilai p0 yang sama; dalam praktiknya mungkin tidak demikian.

Masalah sebenarnya adalah, sama atau tidak, dalam praktiknya p_0 tidak dapat diamati dengan mudah, sehingga perlu dibuat perkiraan tertentu. Dalam praktiknya, kecuali jika nilai pinjaman sangat besar dan/atau terdapat perubahan besar dalam tingkat suku bunga sejak pinjaman dinegosiasikan, tingkat suku bunga yang dikontrak mungkin akan cukup berfungsi sebagai biaya peluang saat ini dari pinjaman tersebut. sumber. Sebagai alternatif, perkiraan, berdasarkan pengamatan terhadap suku bunga saat ini untuk surat utang yang terdaftar, dapat dibuat.

Sewa pembiayaan

Seperti yang kita lihat di Bab 8, sewa pembiayaan sebenarnya merupakan pinjaman berjangka yang dijamin dengan pembayaran kembali modal pada interval tertentu selama periode pinjaman, bukan seluruhnya di akhir periode pinjaman. Jika hal ini tidak dicantumkan secara eksplisit dalam kontrak sewa, kita dapat mengetahui tingkat suku bunga dengan cukup mudah.

Nilai sewa, pada tanggal penyewaannya, adalah harga perolehan aktiva yang menjadi subyek sewa. Karena angka ini, serta jumlah dan waktu pembayaran sewa di masa depan, dapat diketahui, maka k dapat ditentukan. Untuk mengidentifikasi biaya sewa saat ini, di kemudian hari, kita harus mengambil sikap serupa dengan apa yang diperlukan sehubungan dengan pinjaman berjangka dan surat utang yang tidak terdaftar. Kita dapat mencoba memberikan nilai terkini pada sewa dan menyelesaikan k dalam ekspresi penilaian (Persamaan 10.2 di atas). Namun, kita dapat berasumsi bahwa biaya peluang pembiayaan sewa guna usaha saat ini kurang lebih sama dengan biaya peluang pembiayaan sewa guna usaha pertama kali dilakukan.

Mencoba menilai sewa, pada tanggal tertentu setelah beroperasi selama beberapa waktu, kemungkinan besar merupakan tugas yang cukup sulit. Oleh karena itu, kita mungkin masih berasumsi bahwa tingkat bunga yang tersirat dalam kontrak awal masih sesuai. Sebagai alternatif, beberapa perkiraan tarif yang berlaku untuk sewa baru saat ini dapat digunakan. Kita dapat menilai biaya penggunaan sewa beli untuk menyediakan sebagian pembiayaan dengan cara yang sama seperti sewa finansial.

Saham utama

Perhitungan harga saham preferen hampir sama dengan perhitungan surat utang. Perbedaan utama antara kedua metode pembiayaan tersebut adalah sebagai berikut:

- Bunga atas surat utang menarik keringanan pajak perusahaan; dividen preferensi tidak.
- Bunga pinjaman dibayar berdasarkan kewajiban kontrak; dividen preferensi dibayarkan atas kebijaksanaan direktur bisnis.

Poin pertama berarti bahwa pajak harus diabaikan dalam penghitungan biaya saham preferen. Yang kedua menyiratkan bahwa lebih banyak ketidakpastian terkait dengan prediksi dividen preferensi dibandingkan dengan prediksi pembayaran bunga pinjaman, meskipun hal ini tidak menimbulkan perbedaan pada prinsipnya.

Saham biasa

Saham biasa juga mirip dengan surat utang dalam perhitungan dasar biaya modal. Saham biasa mempunyai nilai karena diharapkan menghasilkan dividen. Bagaimana pola dividen mempengaruhi nilai ekuitas akan kita bahas di Bab 12.

Ex dividen dan cum dividen

Sebelum kita memulai pembahasan rinci tentang dividen dan kaitannya dengan harga saham, ada beberapa hal yang perlu disampaikan tentang dasar perdagangan saham di pasar modal sekunder. Biasanya saham diperdagangkan cum dividen, artinya siapa pun yang membeli saham tersebut akan menerima dividen berikutnya yang dibayarkan oleh perusahaan yang bersangkutan. Ketika dividen sudah dekat, perusahaan yang bersangkutan akan 'menutup' daftar pemegang sahamnya dan membayarkan dividen tersebut kepada pemegang saham yang tercantum dalam daftar tersebut, dengan kata lain saham tersebut menjadi ex dividen. Artinya, siapa pun yang membeli saham setelah tanggal tersebut tidak akan menerima dividen tersebut; namun akan dibayarkan kepada pemegang saham sebelumnya yang telah menjual sahamnya sejak tanggal penutupan. Padahal, investor tersebut tidak lagi memiliki saham pada hari pembayaran dividen. Tidak mengherankan jika harga saham turun, sesuai dengan nilai dividen yang akan datang, karena saham tersebut berpindah dari diperdagangkan sekaligus dividen menjadi diperdagangkan sebagai ex dividen.

Setiap kali harga pasar suatu saham saat ini, pE0, digunakan dalam persamaan apa pun yang berkaitan dengan dividen dan biaya ekuitas, kita harus menggunakan harga ex-dividen. Jika dividen akan segera dibayarkan dan saham tersebut diperdagangkan sekaligus dividen, kita perlu mengurangi jumlah dividen yang akan datang per saham untuk mendapatkan harga ex-dividen yang setara.

Menurunkan biaya ekuitas

Mengatakan bahwa ekuitas harus dinilai berdasarkan dividen di masa depan tidak berarti berasumsi bahwa investor tertentu bermaksud untuk memiliki saham tertentu selamanya. Hal ini karena hasil pelepasan saham di masa depan akan bergantung pada ekspektasi, pada tanggal pelepasan, dividen masa depan.

Jika suatu perusahaan diharapkan untuk membayar dividen konstan d per saham, pada setiap akhir tahun tanpa batas waktu, nilai setiap saham biasa adalah:

$$P_{E0} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n}{(1 + k_{\mathrm{E}})^n}$$

kepada investor yang bermaksud memegang saham tersebut selamanya.

Namun, misalkan investor bermaksud menjual sahamnya pada waktu t; nilainya pada saat itu adalah:

$$\sum_{n=t+1}^{\infty} \frac{d_n}{(1 + k_{\mathrm{E}})^n}$$

Artinya, nilai bagi pemegang saham kita adalah:

$$P_{E0} = \sum_{n=1}^{t} \frac{d_n}{(1+k_{\mathrm{E}})^n} + \left(\sum_{n=t+1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_E)^n} \times \frac{1}{(1+k_{\mathrm{E}})^t} \right)$$

– yaitu, nilainya bergantung pada dividen yang akan diterima hingga waktu t (diskon yang sesuai) ditambah nilai pasar pada waktu t [didiskontokan pada $1/(1 + k_E)^t$] untuk menjadikan nilai pasar tersebut menjadi nilai sekarang.

Ungkapan ini direduksi menjadi:

$$P_{\mathrm{E0}} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_{\mathrm{E}})^n}$$

Oleh karena itu, terlepas dari apakah pelepasan pada suatu tanggal di masa depan direncanakan atau tidak, asalkan penilaian selalu bergantung pada dividen, nilai saat ini tidak akan terpengaruh. Dividen saham biasa sangat tidak pasti mengenai jumlahnya. Hal ini berbeda dengan bunga pinjaman, yang biasanya ditetapkan berdasarkan kontrak antara peminjam dan pemberi pinjaman. Hal ini juga berbeda dengan saham preferen karena perusahaan biasanya membayar dividen saham preferen, sesuai jumlah maksimum yang ditetapkan, meskipun tidak ada kewajiban kontrak untuk melakukannya.

Ketidakpastian dividen saham biasa menyebabkan masalah besar dalam estimasi biaya ekuitas. Memprediksi dividen di masa depan adalah tugas yang sulit. Namun, salah satu dari dua pendekatan penyederhanaan dapat diambil:

- berasumsi bahwa dividen akan tetap seperti saat ini; atau
- mengasumsikan tingkat pertumbuhan yang konstan di dalamnya.

Jika pendekatan pertama digunakan, maka pendekatan serupa juga akan diterapkan pada surat utang abadi, yaitu:

Jika pendekatan pertama digunakan, maka pendekatan serupa juga akan diterapkan pada surat utang abadi, yaitu: (10.3)

$$P_{\mathrm{E0}} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_{\mathrm{E}})^n}$$

yang jika semua dividennya sama, berarti: (10.4)

$$k_{\mathrm{E}} = \frac{d_n}{p_{\mathrm{E0}}}$$

Jika kita mengasumsikan tingkat pertumbuhan konstan (g), maka: (10.5)

$$p_{\mathrm{E0}} = \frac{d_1}{1+k_{\mathrm{E}}} + \frac{d_1(1+\mathrm{g})}{(1+k_{\mathrm{E}})^2} + \frac{d_1(1+\mathrm{g})^2}{(1+k_E)^3} + \cdots \text{(sampai tak hingga)}$$

yang direduksi menjadi: (10.6)

$$p_{\mathrm{E0}} = \frac{d_1}{k_{\mathrm{E}} - \mathrm{g}}$$

Jadi (10.7)

$$k_{\mathrm{E}} = \frac{d_1}{p_{\mathrm{E0}}} + \mathrm{g}$$

dimana d_1 adalah dividen per saham yang diharapkan, dibayarkan tahun depan. Hal ini dikenal sebagai model pertumbuhan Gordon, diambil dari nama orang yang menurunkannya (Gordon, 1959).

Asumsi peningkatan dividen tahunan yang konstan tidak selalu merupakan asumsi yang tidak masuk akal. BT Group plc, bisnis telekomunikasi, telah meningkatkan dividennya sebesar 10 hingga 15 persen setiap tahun selama setidaknya lima tahun hingga tahun 2015. Dalam laporan tahunannya pada tahun 2015, bisnis tersebut menyiratkan niatnya untuk melanjutkan pola ini.

McLaney, Pointon, Thomas dan Tucker (2004) menemukan bahwa 28 persen perusahaan yang terdaftar di Inggris menggunakan pendekatan dividen untuk memperkirakan biaya ekuitas. Dari jumlah tersebut, 75 persen mencakup faktor pertumbuhan, yang hampir selalu merupakan tingkat pertumbuhan berdasarkan tren masa lalu. Al-Ali dan Arkwright (2000) menemukan bahwa 21 persen bisnis besar di Inggris menggunakan pendekatan dividen. Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa 16 persen bisnis di AS yang disurvei menggunakan pendekatan ini, dan bisnis kecil lebih cenderung mengadopsi pendekatan ini dibandingkan bisnis besar. Perlu dicatat bahwa CAPM telah menjadi cara standar untuk memperoleh biaya ekuitas, dalam praktiknya. Hal ini terjadi meskipun ada keraguan yang dimiliki beberapa orang mengenai validitas praktis model tersebut, yang telah kita bahas di Bab 7.

Contoh 10.2 Saham biasa suatu perusahaan saat ini diperdagangkan dengan harga £2,00 (belum termasuk dividen) di pasar modal. Dividen tahun depan diharapkan sebesar £0,14 per saham dan dividen berikutnya diharapkan tumbuh pada tingkat tahunan sebesar 5 persen dari dividen tahun sebelumnya. Berapa biaya ekuitas?

Solusi

dimana d_1 adalah dividen per saham yang diharapkan, dibayarkan tahun depan. Hal ini dikenal sebagai model pertumbuhan Gordon, diambil dari nama orang yang menurunkannya (Gordon, 1959).

$$k_{\mathrm{E}} = \frac{d_1}{p_{\mathrm{E0}}} + \mathrm{g} = \frac{0.14}{2.00} + 0.05 = 12\%$$

Jika proporsi tetap (b) dari dana yang dihasilkan dari perdagangan setiap tahun dipertahankan (bukan dibayarkan sebagai dividen) dan dana tersebut diinvestasikan kembali pada tingkat bunga yang konstan (r), maka:

$$\text{Laju pertumbuhan}(\mathrm{g}) = b \times r$$

Bagi banyak bisnis, dengan asumsi bahwa:

- dividen akan konstan, atau
- tingkat pertumbuhan akan konstan

tidak realistis. Dalam praktiknya, pada sebagian besar bisnis, dividen cenderung meningkat dari waktu ke waktu. Mereka cenderung tetap stabil pada level baru untuk jangka waktu

sebelum kenaikan berikutnya. Bahkan mungkin akan berkurang karena adanya penurunan laba, seperti yang terjadi pada beberapa bisnis selama depresi ekonomi yang dimulai sekitar tahun 2008. Asumsi mengenai dividen atau pertumbuhan konstan tidak perlu dibuat, meskipun asumsi tersebut memberikan gambaran praktis. , jika sering kali tidak akurat, cara memperkirakan biaya ekuitas.

Laba ditahan

Sebagaimana telah dijelaskan dalam Bab 8, laba ditahan bukanlah sumber pendanaan gratis. Hal ini menimbulkan biaya peluang bagi pemegang saham karena, jika laba tersebut dibagikan, pemegang saham dapat menggunakannya untuk melakukan investasi yang menghasilkan pendapatan. Akan tetapi, tidak tepat bila laba ditahan dipisahkan secara terpisah dalam menghitung biayanya. Saat kami memperoleh biaya ekuitas, kami memperoleh biaya seluruh ekuitas, yang pada dasarnya mencakup laba ditahan. Dengan demikian, asalkan biaya ekuitas diperoleh dengan benar, fakta bahwa ekuitas merupakan sebagian modal saham dan sebagian laba ditahan akan secara otomatis diperhitungkan.

Catatan pinjaman yang dapat dikonversi

Surat pinjaman yang dapat dikonversi dapat dipandang sebagai surat pinjaman yang dapat ditebus dimana bunganya akan dibayarkan sampai suatu tanggal di masa depan ketika surat tersebut akan ditebus dengan mengkonversinya menjadi ekuitas. Oleh karena itu, memperkirakan biaya konversi adalah operasi yang mirip dengan menilai surat utang, kecuali jumlah penebusannya tidak diketahui, sejauh kita tidak mengetahui berapa harga saham ekuitas pada tanggal konversi. Sehubungan dengan memperkirakan biaya ekuitas, kita dapat membuat beberapa asumsi – misalnya, bahwa dividen ekuitas akan tetap konstan atau akan tumbuh pada tingkat yang stabil.

Contoh 10.3 Surat pinjaman konversi Tower plc saat ini diperdagangkan di pasar modal dengan harga Rp. 140.000 per nominal Rp. 100.000. Surat utang tersebut membayar bunga tahunan sebesar Rp. 9.625.000 per nominal Rp. 100.000. Mereka dapat dikonversi tepat dalam waktu lima tahun dengan tarif 50 saham biasa dalam bisnis per nominal Rp. 100.000 surat pinjaman. Harga saham biasa saat ini adalah Rp. 2.200, yang diperkirakan akan tumbuh sebesar 5 persen per tahun. selama lima tahun ke depan. Berapa biaya surat pinjaman yang dapat dikonversi?

Asumsikan pajak perusahaan dibebankan sebesar 20 persen.

Solusi

Harga p_{C0} konvertibel diberikan oleh:

$$p_{\mathrm{C0}} = \sum_{n=1}^{t} \frac{\mathrm{i}}{(1+k_{\mathrm{C}})^n} + \frac{p_{\mathrm{E0}}(1+g)^t R_c}{(1+k_{\mathrm{C}})^t}$$

Di mana:

i adalah pembayaran bunga setiap tahun sampai konversi pada tahun t

p_{E0} adalah harga pasar saat ini dari suatu saham

g adalah tingkat pertumbuhan harga ekuitas

R_C adalah tingkat konversi

k_C adalah biaya konversi.

Dalam contoh ini kita punya

$$140 = \frac{9.625(1-0.20)}{1+k_C} + \frac{9.625(1-0.20)}{(1+k_C)^2} + \frac{9.625(1-0.20)}{(1+k_C)^3} + \frac{9.625(1-0.20)}{(1+k_C)^4} + \frac{9.625(1-0.20)}{(1+k_C)^5} + + \frac{(1+0.05)^2 \times 2.20 \times 50}{(1+k_C)^5}$$

Pemecahan kC (melalui trial and error) memberikan sekitar 5,5 persen sebagai biaya pembiayaan yang dapat dikonversi. Perhatikan bahwa 5,5 persen merupakan biaya peluang karena:

- Tower plc seharusnya dapat menerbitkan lebih banyak obligasi konvertibel dengan persyaratan serupa dan memperkirakan akan menerbitkannya dengan harga £140 per nominal £100; atau
- jika perusahaan tersebut membeli kembali saham konvertibel miliknya, dengan investasi sebesar £140, perusahaan tersebut dapat memperoleh £9.625 (dikurangi pajak) setiap tahun selama lima tahun dan menerbitkan saham tersebut secara tunai dalam waktu lima tahun alih-alih menggunakannya untuk 'menebus' catatan pinjaman. Ini akan mewakili keuntungan tahunan sebesar 5,5 persen bagi Tower plc.

Waran dinilai sama dengan elemen ekuitas pada obligasi konvertibel.

10.3 BIAYA MODAL RATA-RATA TERTIMBANG (WACC)

Kita telah melihat bagaimana biaya masing-masing elemen dapat diperkirakan dari harga pasar modal saat ini dan prediksi arus kas masa depan yang terkait dengan elemen tersebut. Sebagian besar bisnis menggunakan setidaknya dua metode pembiayaan yang telah kami pertimbangkan; masing-masing kemungkinan memiliki biaya yang berbeda. Misalnya, bagi investor pasar modal, surat pinjaman cenderung memiliki risiko yang jauh lebih kecil dibandingkan ekuitas dalam bisnis yang sama. Oleh karena itu, ekspektasi terhadap imbal hasil dari ekuitas lebih tinggi. Mengingat perbedaan biaya berbagai elemen, tingkat diskonto manakah yang harus diterapkan pada estimasi arus kas proyek investasi prospektif?

Rasio gearing target

Bukti menunjukkan bahwa, secara umum, dunia usaha mempunyai target rasio, berdasarkan nilai pasar modal, terhadap berbagai elemen pembiayaan. Dengan kata lain, suatu bisnis tertentu berusaha mempertahankan pembiayaan ekuitas sebagai proporsi yang relatif tetap (berdasarkan nilai pasar) dari total pembiayaan. Demikian pula, mereka berupaya untuk mempertahankan pembiayaan jenis pinjaman dengan proporsi yang tetap. Variasi kecil mungkin terjadi dari waktu ke waktu, namun bisnis diyakini akan mengambil langkah-langkah untuk kembali mencapai target segera setelah hal tersebut dapat dilakukan.

Ozkan (2001), yang mempelajari 390 perusahaan di Inggris selama periode 1984 hingga 1996, menyimpulkan bahwa, secara umum, perusahaan mempunyai target gearing rasio jangka panjang. Dunia usaha nampaknya dengan cepat menyesuaikan kembali upaya mereka untuk memenuhi target ini setiap kali mereka menemukan adanya penyimpangan dari target tersebut. Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa 81 persen bisnis di Amerika yang disurvei oleh mereka pada tahun 1999 mempunyai target gearing rasio. Hampir setengah dari

jumlah tersebut mempunyai target yang 'fleksibel'. Bisnis yang lebih besar dan bisnis yang memiliki surat utang tingkat investasi cenderung memiliki rasio target yang lebih kaku. Harford, Klasa dan Walcott (2009) meneliti sejumlah bisnis Amerika yang terlibat dalam pengambilalihan. Mereka menemukan bahwa terdapat bukti jelas bahwa perusahaan-perusahaan mempunyai rasio gearing yang ditargetkan dan secara aktif kembali ke rasio tersebut ketika perusahaan tersebut terganggu oleh pengambilalihan. Baru-baru ini, Tucker, Pointon, dan Olugbode (2010) menemukan bahwa 62 persen bisnis terdaftar di Bursa Efek London yang disurvei memiliki rasio target dan 44 persen mempertahankan target yang sama selama lebih dari satu tahun. Sebanyak 50 persen mendasarkan keputusan mereka pada target mereka pada faktor-faktor internal masing-masing bisnis, namun 19 persen mendasarkan target mereka pada apa yang mereka anggap sebagai norma dalam industri tempat mereka beroperasi.

Tucker dan Stoja (2011) menemukan bahwa bisnis yang beroperasi di 'industri lama', seperti ekstraksi mineral, konstruksi dan tekstil, lebih rentan terhadap penargetan dibandingkan bisnis di 'industri baru' seperti TI dan rekreasi. Mereka juga mencatat bahwa target cenderung didasarkan pada nilai buku (laporan posisi keuangan), dibandingkan nilai pasar. Poin terakhir ini menyiratkan kurangnya logika karena nilai buku cenderung gagal untuk menggambarkan keseluruhan nilai bisnis.

Beberapa, meskipun tidak banyak, perusahaan menyatakan bahwa mereka memiliki target, dan bahkan targetnya, dalam laporan tahunan mereka. Misalnya saja, dalam laporan tahunannya pada tahun 2014, perusahaan minyak British Petroleum plc (BP) menyatakan bahwa target gearing rasionya berada pada kisaran 10 hingga 20 persen. Sebelumnya, BP telah menyatakan niatnya untuk mempertahankan pasokannya pada 'kisaran 20 hingga 30 persen' (laporan tahunan 2009). Hal ini menunjukkan bahwa rasio target gearing berubah seiring berjalannya waktu, seiring dengan perubahan sikap dan lingkungan ekonomi. Rasio aktual BP pada 31 Desember 2014 adalah 16,7 persen.

Rasio target tersebut diyakini ada karena dunia usaha memutuskan kombinasi metode pembiayaan yang optimal. Dalam mengambil keputusan ini mereka cenderung mempertimbangkan faktor-faktor seperti:

- tingkat suku bunga;
- keuntungan pajak atas bunga pinjaman dibandingkan dividen; Dan
- stabilitas arus kas operasi mereka.

Mereka kemudian mencoba menetapkan dan mempertahankan rasio target ini.

Target-target tersebut, seperti yang baru saja kita lihat dalam kasus BP, tidak selalu ditetapkan; perubahan suku bunga, peraturan perpajakan dan sebagainya dapat menyebabkan perubahan target baru, yang kemudian dapat berlaku selama beberapa tahun. Target juga akan bervariasi dari satu bisnis ke bisnis lainnya, sebagian karena perbedaan pendapat antara satu manajemen dengan manajemen lainnya. Perbedaan-perbedaan tersebut mungkin juga sebagian, mungkin sebagian besar, timbul dari perbedaan sifat perdagangan yang dilakukan oleh usaha tertentu.

Tujuan penggalangan dana selain dari ekuitas adalah, mungkin, untuk mencoba meminimalkan biaya modal. Membangun, dan berusaha mempertahankan, keseimbangan

optimal antara berbagai sumber pendanaan memiliki tujuan serupa. Meminimalkan biaya modal, pada gilirannya, akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Apakah upaya untuk meminimalkan biaya modal melalui gearing benar-benar berhasil merupakan persoalan yang akan kita bahas kembali di Bab 11. Sementara itu, mari kita kembali ke pertanyaan tentang pilihan tingkat diskonto.

Menggunakan WACC sebagai tingkat diskonto

Menggunakan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) sebagai tingkat diskonto adalah logis, jika kita membuat tiga asumsi:

- Terdapat rasio target yang diketahui untuk elemen pembiayaan, yang akan berlanjut selama durasi proyek investasi yang sedang dipertimbangkan;
- Biaya berbagai elemen tidak akan berubah di masa depan dari biaya yang dihitung; dan
- Investasi yang dipertimbangkan mempunyai risiko yang sama dengan rata-rata proyek lain yang dilakukan oleh perusahaan (dengan asumsi CAPM tidak digunakan).

Menggunakan biaya peluang berarti melihat penghematan biaya pendanaan yang akan timbul jika pembiayaan harus dilunasi dibandingkan proyek investasi yang sedang dilakukan. Alternatifnya, hal ini dapat dilihat sebagai biaya tambahan untuk menggalang dana yang diperlukan untuk mendukung proyek. Jika ada target maka akan dilakukan pelunasan pembiayaan atau tambahan pembiayaan sesuai target. Misalnya, sebuah bisnis tertentu mempunyai target rasio utang/ekuitas sebesar 50/50 (berdasarkan nilai pasar). Jika perusahaan tersebut ingin mendapatkan pendanaan tambahan untuk mendukung proyek investasi, pada prinsipnya perusahaan tersebut akan melakukannya dengan proporsi yang sama yaitu 50/50, jika tidak maka akan mengganggu posisi yang ada (mungkin 50/50). Demikian pula, jika pendanaan untuk proyek tersebut tersedia namun alternatifnya dapat dibayarkan kembali kepada pemasok pendanaan tersebut, kiranya 50 persen akan digunakan untuk membatalkan surat pinjaman dan 50 persen dibayarkan kepada pemegang saham biasa, mungkin sebagai dividen.

Tiga asumsi yang disebutkan di awal bagian ini berkaitan dengan fakta bahwa dalam penilaian proyek investasi, dan dalam kasus lain ketika kita ingin menilai biaya modal, yang menjadi perhatian kita adalah biaya masa depan. Asumsi ketiga, berkaitan dengan risiko, mungkin memerlukan komentar. Kita tahu dari kombinasi intuisi, pengamatan biasa terhadap kehidupan nyata, dan teori seputar model penetapan harga aset modal (CAPM), yang kita temui di Bab 7, bahwa tingkat pengembalian/biaya modal yang disyaratkan sebagian bergantung pada tingkat risiko seputar arus kas proyek investasi yang bersangkutan. Oleh karena itu, tidaklah tepat untuk menggunakan WACC berdasarkan masa lalu yang melibatkan proyek investasi dengan satu kelas risiko sebagai tingkat diskonto untuk investasi dengan kelas risiko yang sama sekali berbeda.

Contoh 10.4

Perhitungan WACC

Hazelwood plc dibiayai oleh:

a. 1 juta saham biasa (nilai nominal Rp. 1.000 masing-masing). Ini diharapkan menghasilkan dividen sebesar Rp. 100 per saham dalam waktu satu tahun. Dividen diharapkan tumbuh sebesar 10 persen dari dividen tahun sebelumnya setiap tahunnya. Harga pasar saham saat ini adalah Rp. 1,800 masing-masing; Dan
b. nota pinjaman Rp. 800.000.000 (nominal). Mereka akan membayar bunga setiap akhir tahun sebesar 9,625 persen (dari nominal) selama tiga tahun. Setelah itu, nota pinjaman akan ditebus sesuai nilai nominalnya. Saat ini nota pinjaman ditawarkan di pasar modal dengan harga Rp. 95.000 (per nominal Rp. 100.000).

Asumsikan tarif pajak perusahaan adalah 20 persen.

Apa WACC bisnisnya?

Solusi

Pertama kita harus mencari harga masing-masing elemen individual.

(a) Saham biasa. Di sini kita dapat menerapkan model pertumbuhan Gordon (lihat Persamaan 10.7):

$$\text{Biaya Equitas}, k_{\text{E}} = \left[\left(\frac{0.10}{1.80}\right) \times 100\%\right] + 10\% = 15.6\% \; katakanlah \; 16\%$$

Catatan pinjaman. Kita harus menggunakan trial and error tipe IRR di sini. Kita mempunyai proyek investasi yang setara dengan investasi sebesar £95 sekarang yang akan menghasilkan bunga sebesar £9,625 (dikurangi pajak), yaitu £7,70 bersih, pada setiap akhir tiga tahun berikutnya ditambah £100 pada akhir tahun. tahun ketiga. Tingkat diskonto yang akan memberikan NPV nol tampak seolah-olah berada di bawah 10 persen. Coba 8 persen:

Tahun	Arus kas £	Faktor diskon	Nilai sekarang £
0	(95.00)	1.000	(95.0)
1	7.70	0,926	7.1
2	7.70	0,857	6.6
3	107,70	0,794	85.5
			4.2

Tingkat diskonto yang sesuai berada di atas 8 persen. Coba 9 persen:

Tahun	Arus kas £	Faktor diskon	Nilai sekarang £
0	(95.00)	1.000	(95.0)
1	7.70	0,917	7.1
2	7.70	0,842	6.5
3	107,70	0,772	83.1
			1.7

Jelas sekali bahwa tingkat yang tepat mendekati angka 9 persen; perkiraan yang lebih dekat mungkin dapat diperoleh, namun diragukan apakah ada gunanya mencari akurasi yang lebih tinggi dibandingkan persentase keseluruhan terdekat (9 persen). Hal ini dikarenakan:

- biaya elemen lain dalam pendanaan (saham biasa) telah dihitung dengan membuat beberapa asumsi yang cukup luas mengenai dividen di masa depan; Dan
- arus kas yang akan didiskontokan oleh WACC yang dihasilkan tidak dapat diprediksi dengan akurat.

Maka kita dapat mengatakan bahwa biaya surat utang, k_L = 9%.

Selanjutnya kita perlu menilai kedua elemen tersebut:

(a) Saham biasa. Nilai total saham biasa:

$$V_E = 1 \text{ million} \times £1.80 = £1.80 \text{ million}$$

(b) Nota pinjaman. Nilai total catatan pinjaman:

$$V_L = 800{,}000 \times \frac{95}{100} = £0.76 \text{ million}$$

Sekarang setelah kita mempunyai biaya dan nilai dari dua elemen pembiayaan, kita dapat melanjutkan menghitung WACC.

$$WACC = \left(k_E \times \frac{V_E}{V_E + V_L}\right) + \left(k_L \times \frac{V_L}{V_E + V_L}\right)$$

$$= \left(16 \times \frac{1.80}{1.80 + 0.76}\right) + \left(9 \times \frac{0.76}{1.80 + 0.76}\right)$$

$$= 11.25 + 2.67$$

$$= 13.92\%, Katakanlah\ 14\%$$

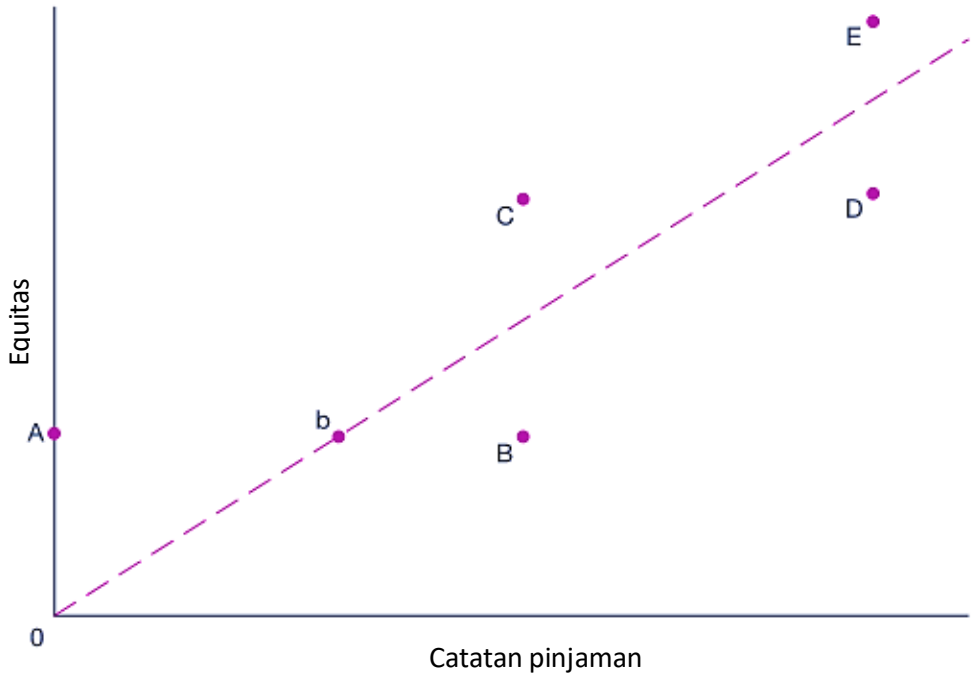
Perhatikan bahwa kami menggunakan nilai pasar dan bukan nilai nominal kedua elemen tersebut sebagai bobot. Hal ini mencerminkan fakta bahwa kita mencari biaya peluang modal. Nilai pasar mencerminkan atau menunjukkan peluang saat ini; nilai nominal tidak. Meskipun demikian, Al-Ali dan Arkwright (2000) menemukan bahwa 21 persen bisnis besar di Inggris menggunakan nilai nominal sebagai bobot. Tucker, Pointon dan Olugbode (2010) menemukan bahwa 47 persen bisnis di Inggris menggunakan nilai nominal dalam menetapkan rasio gearing target mereka, yang mungkin dianggap menyiratkan bahwa mereka juga menggunakannya dalam menghitung WACC, dengan asumsi bahwa bisnis tersebut gunakan WACC.

Realitas peningkatan (dan pembayaran kembali) pembiayaan dan tingkat diskonto

Meskipun dunia usaha tampaknya menetapkan dan mempertahankan rasio gearing yang ditargetkan, realitas praktis dalam meningkatkan dan membayar kembali pembiayaan adalah bahwa tidak selalu ekonomis untuk mengumpulkan (atau membayar kembali) setiap Rp. 1.000 tambahan (atau pengurangan) pembiayaan hanya sesuai proporsi target. Hal ini karena, seperti yang telah kita lihat di Bab 8, terdapat biaya tetap yang cukup besar terkait dengan penggalangan dana jangka panjang, khususnya dengan penerbitan saham. Dalam praktiknya, dunia usaha tampaknya mengumpulkan dana yang cukup besar dari setiap

penerbitan saham untuk memanfaatkan skala ekonomi terkait biaya penerbitan saham. Hal ini cenderung berdampak pada target yang menjadi faktor penentu rasio sebenarnya.

Pada contoh terakhir, rasio utang lancar terhadap total pembiayaan untuk Hazelwood plc adalah 29,7 persen [yaitu, 0,76/(1,80 + 0,76)]. Ekuitas saat ini menyumbang 70,3 persen dari total. Hal ini menunjukkan rasio target sekitar 70/30. Jika perusahaan tersebut ingin mengumpulkan Rp. 1 Miliyar, katakanlah, untuk membiayai proyek investasi baru, kemungkinan besar perusahaan tersebut tidak akan mengumpulkan Rp. 700 Juta dalam bentuk saham biasa dan Rp. 300 Juta dalam bentuk surat utang. Kemungkinan besar dana tersebut akan dikumpulkan sebesar Rp. 1 Miliyar dari satu sumber atau sumber lainnya. Hal ini akan menggeser rasio roda gigi dari 70/30 (kurang-lebih) yang ada saat ini. Bisnis ini akan kembali mendekati targetnya dengan meningkatkan tambahan pendanaan dari sumber lain. Polanya mungkin seperti yang digambarkan pada Gambar 10.1. Di sini garis putus-putus mewakili rasio target, dengan titik A hingga E mewakili konfigurasi pembiayaan aktual yang berurutan. Bisnis dimulai dengan meningkatkan sejumlah modal ekuitas awal (0A) diikuti dengan jumlah pinjaman AB, mungkin melalui pinjaman berjangka atau penerbitan surat utang. Pemerintah mungkin memilih untuk tidak menaikkan jumlah Ab karena skala ekonomi yang memadai sehubungan dengan biaya penggalangan dana tidak akan tersedia untuk pinjaman dalam jumlah kecil. Penerbitan selanjutnya adalah ekuitas (nilai BC) dan seterusnya hingga tercapai posisi sekarang (E).



Karena terdapat skala ekonomi dalam biaya penerbitan saham dan surat pinjaman, dunia usaha cenderung tidak meningkatkan setiap tahap pembiayaan baru dalam proporsi yang sama dengan target gearing rasio, namun baik seluruhnya dari ekuitas atau seluruhnya dari utang. Artinya rasio gearing sebenarnya akan cenderung mengikuti jalur yang mengembara dari satu sisi target ke sisi lainnya. Rasio gearing aktual dan target jarang terjadi bersamaan.

Titik A, B, C, D dan E mewakili gearing aktual pada berbagai waktu, sedangkan garis putus-putus mewakili target.

Gambar 10.1 Grafik struktur modal suatu bisnis diarahkan dari waktu ke waktu

Biaya spesifik atau rata-rata tertimbang

Fakta bahwa peningkatan pendanaan tertentu akan digunakan dalam proyek tertentu tidak seharusnya menyebabkan perusahaan menggunakan biaya spesifik pendanaan tersebut sebagai tingkat diskonto.

Katakanlah, dalam kasus Hazelwood plc, dana untuk membiayai proyek tersebut akan diperoleh dari penerbitan nota pinjaman dengan biaya sebesar 9 persen. Jelas salah jika menggunakan 9 persen sebagai tingkat diskonto dalam menilai proyek, sama seperti 16 persen tidak tepat jika pendanaan diperoleh melalui penerbitan saham biasa. Penggunaan biaya spesifik dari dana yang diperoleh dapat berarti bahwa suatu proyek mungkin dapat diterima jika usaha tersebut berpindah dari titik C ke titik D pada Gambar 10.1 (biaya keuangan 9 persen). Namun, proyek yang sama mungkin ditolak jika proyek tersebut berpindah dari titik D ke titik E, ketika tarif (biaya ekuitas) akan digunakan sebesar 16 persen. Hal ini jelas tidak logis dan dapat menyebabkan beberapa keputusan investasi yang aneh. Akan jauh lebih logis jika menggunakan WACC, asalkan perusahaan bermaksud mempertahankan rasio gearing yang konstan.

10.4 TINGKAT DISKONTO – CAPM VERSUS PENDEKATAN TRADISIONAL

Kita telah melihat dua cara untuk mengurangi biaya masing-masing elemen keuangan jangka panjang:

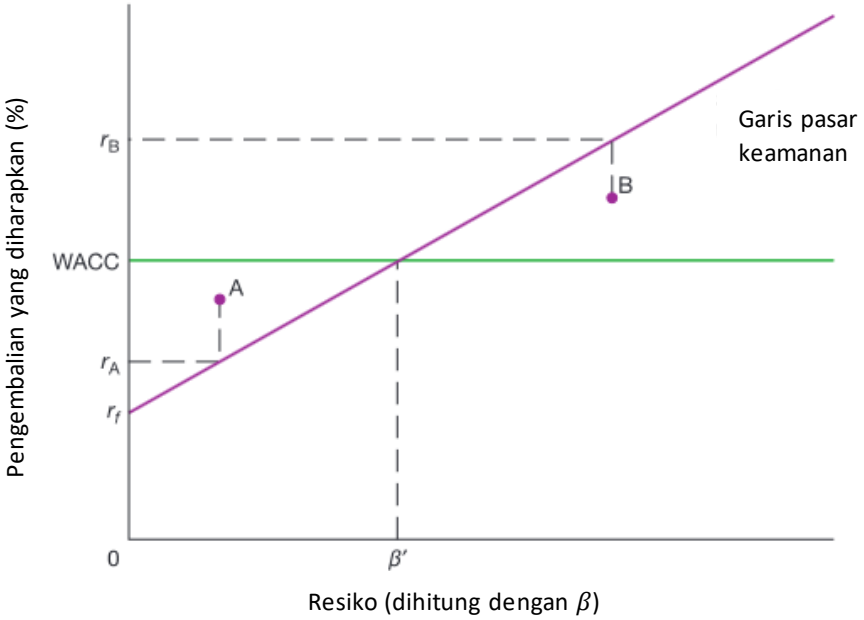
- pendekatan CAPM yang populer, dijelaskan dalam Bab 7, yang dapat diterapkan dengan baik pada setiap elemen pembiayaan, meskipun kami cenderung berkonsentrasi pada pembiayaan ekuitas dalam bab tersebut; Dan
- pendekatan 'tradisional' yang semakin berkurang dan diadopsi dalam bab ini, yang mendasarkan biaya suatu elemen pada harga pasar elemen tersebut, yaitu kami membuat persamaan yang berisi harga pasar elemen tertentu (misalnya, saham pinjaman, ekuitas, dll.) , pengembalian tunai yang diharapkan investor terima dari elemen tersebut, dan biaya elemen tersebut. Hanya yang terakhir yang tidak diketahui dan tidak diperkirakan, sehingga nilainya dapat dengan mudah disimpulkan.

Pendekatan mana pun yang digunakan, jika bisnis tidak sepenuhnya dibiayai dengan ekuitas, seperti yang telah kita lihat dalam bab ini, WACC harus digunakan. Tampaknya sebagian orang mempunyai kesan yang salah bahwa CAPM dan WACC adalah pendekatan alternatif. Faktanya, WACC adalah pendekatan yang tepat, terlepas dari apakah CAPM merupakan alat untuk memperkirakan biaya masing-masing elemen. Prinsip perhitungan WACC akan tetap sama, baik pendekatan 'tradisional' atau CAPM yang digunakan. Jadi, pada contoh Hazelwood plc di atas (di halaman 000), kita dapat memperoleh kE dan kL menggunakan CAPM dan kemudian menghitung WACC persis seperti yang ditunjukkan (di halaman 288). Meskipun kedua pendekatan tersebut harus mempertimbangkan risiko, CAPM mungkin memiliki keuntungan karena pendekatan ini cenderung lebih fokus pada risiko proyek tertentu yang

sedang dipertimbangkan. Dengan pendekatan tradisional, mungkin ada kecenderungan untuk membuat asumsi implisit bahwa risiko proyek yang dipertimbangkan sama dengan risiko aktivitas yang ada.

Pada Gambar 10.2 garis hijau horizontal mewakili WACC untuk bisnis tertentu. Logikanya, risiko rata-rata tertimbang dari proyek-proyek bisnis yang ada haruslah b' karena tingkat risiko tersebut, menurut CAPM, konsisten dengan nilai WACC tertentu. Hanya jika proyek yang dipertimbangkan mempunyai risiko yang tepat maka nilai WACC tersebut akan menjadi tingkat diskonto yang sesuai. Jika Proyek A (Gambar 10.2) sedang dipertimbangkan maka proyek tersebut harus diterima karena proyek tersebut akan mempunyai NPV positif jika didiskontokan pada rA (tingkat diskonto yang sesuai dengan tingkat risikonya) meskipun jika didiskontokan pada WACC, NPV-nya akan menjadi negatif. Demikian pula Proyek B, yang tingkat pengembaliannya adalah rB, akan memiliki NPV positif jika didiskontokan pada WACC, namun akan memiliki NPV negatif jika didiskontokan pada tingkat yang lebih tepat, rB. Oleh karena itu, penggunaan WACC, berdasarkan proyek yang sedang berjalan, terlepas dari risiko yang melekat pada proyek tertentu yang sedang ditinjau, akan menyebabkan beberapa proyek yang menguntungkan (misalnya Proyek A pada Gambar 10.2) ditolak, sementara proyek lainnya akan mengurangi kekayaan masyarakat. pemegang saham (Proyek B) dapat diterima.

Dalam praktiknya, dunia usaha cenderung mengkhususkan diri pada proyek serupa yang mungkin memiliki risiko serupa, sehingga WACC yang ada saat ini mungkin cocok untuk sebagian besar kasus. Jika suatu proyek yang sedang dipertimbangkan tidak memiliki tingkat risiko yang sama dengan proyek yang ada, tingkat diskonto yang sesuai dapat diperoleh dengan melihat WACC dari bisnis yang aktivitasnya (dan karena itu risikonya) serupa dengan proyek yang sedang dipertimbangkan. tinjauan. Ini adalah pendekatan serupa dengan menggunakan beta bisnis lain, yang semua aktivitasnya memiliki jenis yang sama dengan proyek yang sedang ditinjau, di mana proyek tersebut tidak tipikal dengan proyek bisnis investasi yang ada, ketika memperoleh tingkat diskonto melalui CAPM.



Investasi dengan profil imbal hasil/risiko A akan ditolak jika dinilai menggunakan WACC. Namun, hal ini akan terbukti layak secara ekonomi jika tingkat diskonto yang digunakan benar-benar memperhitungkan risikonya. Investasi B akan tampak layak jika menggunakan WACC, namun tidak layak jika tingkat diskonto terkait risiko yang lebih tepat digunakan.

Gambar 10.2 Grafik ekspektasi keuntungan terhadap risiko suatu bisnis tertentu

Kepraktisan menggunakan pendekatan tradisional dibandingkan dengan menggunakan CAPM. Kaum tradisionalis tampaknya menganggap CAPM sebagai pendekatan yang agak khayalan dalam menyimpulkan tingkat diskonto, meskipun mereka mungkin tidak setuju dengan CAPM secara teori. Keberatannya tampaknya terletak pada pengakuan mereka atas sulitnya memperkirakan parameter CAPM (tingkat bebas risiko, ekspektasi pengembalian pasar, dan beta). Kaum tradisionalis memang berhak bersikap skeptis terhadap kemampuan kita dalam memperkirakan hal-hal tersebut secara andal (lihat Bab 7).

Salah kaprahnya adalah mereka percaya bahwa perkiraan yang diperlukan untuk mencapai biaya modal dengan cara 'tradisional' tidak terlalu rentan terhadap kesalahan dibandingkan dengan perkiraan CAPM.

Biasanya, pendekatan tradisional terlihat menggunakan perkiraan, baik dari ekspektasi arus kas masa depan dari berbagai elemen keuangan jangka panjang, atau dari sejarah terkini mengenai biaya setiap elemen. Jika didasarkan pada ekspektasi masa depan, perkiraan ini tidak lebih dapat diandalkan dibandingkan dengan yang disyaratkan saat menggunakan CAPM. Jika WACC, yang digunakan sebagai tarif untuk mendiskontokan arus kas masa depan suatu proyek, berasal dari bukti masa lalu, hal ini juga nampaknya cukup meragukan. Sekadar melakukan ekstrapolasi tanpa ragu dari masa lalu ke masa depan tidak selalu merupakan ide yang baik, dan tampaknya merupakan ide yang buruk dalam konteks ini. Bukti penelitian menunjukkan peningkatan penggunaan CAPM untuk memperoleh tingkat diskonto, khususnya di kalangan bisnis besar. CAPM dapat sangat membantu usaha kecil dalam menghitung biaya modalnya. Bisnis ini biasanya tidak memiliki nilai pasar yang diketahui. Versi

beta bisnis besar yang dipublikasikan di industri yang sama dapat bertindak sebagai tolok ukur yang berguna untuk bisnis kecil.

10.5 NILAI WACC YANG DIGUNAKAN DALAM PRAKTIK

Sebagai gambaran, Dimson, Marsh, dan Staunton (2015) memperkirakan bahwa laba atas ekuitas yang riil (yaitu, bebas inflasi), untuk bisnis di Inggris, dari tahun 1900 hingga 2014, rata-rata sekitar 5,1 persen per tahun. Faktanya, ini adalah biaya ekuitas rata-rata. Mereka juga memperkirakan bahwa pengembalian pinjaman korporasi (pinjaman kepada dunia usaha), pada periode yang sama, rata-rata sebesar 1,6 persen per tahun. Karena sebagian besar dunia usaha memiliki unsur pinjaman yang signifikan, dan utang cenderung menurunkan WACC, kita mungkin memperkirakan bahwa suku bunga yang sebenarnya digunakan oleh dunia usaha di Inggris akan berada dalam kisaran 1,5 persen hingga 5,2 persen. Bukti survei (Gregory, Rutterford dan Zaman, 1999; Al-Ali dan Arkwright, 2000; McLaney, Pointon, Thomas dan Tucker, 2004) menunjukkan rata-rata WACC nyata yang ditemukan dalam praktik di Inggris berada pada kisaran 7 hingga 9 persen , meskipun banyak bisnis individual memperkirakan WACC mereka pada nilai di luar kisaran ini. Tabel 10.1 menyajikan WACC dari beberapa bisnis terkenal di Inggris.

Tabel 10.1 WACC dari beberapa bisnis yang dipilih secara acak

Bisnis	WACC %
Associated British Foods plc (manufaktur makanan)	9,5 hingga 14,8
BP plc (minyak)	8,0 hingga 10,0
EasyJet plc (maskapai penerbangan)	12.0
Go-ahead Group plc (transportasi penumpang)	8.8
Rolls-Royce Holdings plc (teknik)	13.0
J Sainsbury plc (supermarket)	9.0

Nilai-nilai yang ditemukan oleh McLaney dkk dan yang ditunjukkan pada Tabel 10.1 tampaknya berada pada sisi yang tinggi mengingat temuan Dimson dkk. Harus dikatakan bahwa tidak ada satu pun bisnis yang mendengarkan Tabel 10.1 menunjukkan apakah mereka menyatakan 'nyata' atau 'uang' ' angka. Jika ada di antara mereka yang memberikan angka uang, maka angka tersebut perlu dikurangi, mungkin, sebesar 2 persen untuk mendapatkan perkiraan dari angka sebenarnya. Dengan asumsi bahwa WACC digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang disurvei sebagai tingkat diskonto untuk menilai investasi (dan angka sebenarnya dinyatakan), maka peluang investasi yang berharga mungkin ditolak karena perusahaan mempunyai ekspektasi yang terlalu tinggi terhadap investasi. pengembalian yang dapat diterima.

Jagannathan, Matsa, Meier dan Tarhan (2016) melakukan survei terhadap 127 bisnis besar di AS dan menemukan bahwa biaya nilai modal yang digunakan dalam diskon untuk menilai peluang investasi (rata-rata 15 persen), biasanya, sekitar dua kali lipat nilainya. untuk WACC yang diperoleh dari bisnis-bisnis tersebut (rata-rata 8 persen). Seperti yang terjadi di

Inggris, yang dibahas di atas, tampaknya dunia usaha di AS mungkin gagal memanfaatkan peluang investasi yang meningkatkan kekayaan.

10.6 PENGGUNAAN WACC DALAM PRAKTIKNYA

Bukti menunjukkan bahwa WACC adalah pendekatan yang paling banyak digunakan untuk memperoleh biaya modal untuk tujuan penilaian investasi. Hal ini merupakan temuan Cohen dan Yagil (2007), yang mensurvei sejumlah manajer bisnis besar di berbagai industri di beberapa negara. Hal ini menegaskan beberapa survei sebelumnya mengenai subjek yang sama.

10.7 POIN LEBIH LANJUT MENGENAI WACC

Ada dua poin lain yang perlu dibuat tentang penggunaan WACC sebagai tingkat diskonto, namun karena hal ini memerlukan pemahaman tentang isi Bab 11, kita akan membiarkannya sampai akhir bab tersebut.

Estimasi biaya modal

- Biaya modal (k) adalah IRR untuk sekumpulan arus kas, sehingga harga pasar investasi saat ini sama dengan jumlah nilai diskonto seluruh arus kas masa depan terkait investasi tersebut, dari sudut pandang bisnis.
- Harga pasar digunakan karena peluang k diperlukan.
- Dengan kekekalan, k = pembayaran bunga (atau dividen) tahunan/harga pasar saat ini.

Catatan pinjaman

- Pembayaran bunga dapat dikurangkan dari pajak; pembayaran bunga efektif agak kurang dari tingkat kupon.
- Dapat ditukarkan; pembayaran penebusan tidak dapat dikurangkan dari pajak.

Saham utama

- Diperlakukan seperti nota pinjaman, kecuali:
- dividen tidak dapat dikurangkan dari pajak;
- dividen tidak selalu harus dibayarkan.

Saham biasa

- Perlu membuat asumsi mengenai dividen di masa depan, biasanya:
- konstan (abadi) – diperlakukan seperti saham preferen; atau
- mengasumsikan tingkat pertumbuhan dividen yang konstan, g [g = proporsi laba ditahan (b) dikalikan tingkat pengembalian laba ditahan (r)].
- Dengan asumsi pertumbuhan konstan,

$$\text{Biaya ekuitas, } \mathrm{k_E} = \frac{d_0(1+\mathrm{g})}{p_0} + \mathrm{g}$$

  dimana $d_0(1+\mathrm{g})$ adalah dividen tahun depan, yaitu dividen tahun ini ditambah pertumbuhan tahun berikutnya, dan p_0 adalah harga ex-dividen per saham saat ini, yaitu harga yang tidak termasuk harga dividen tahun berjalan. dividen.
- Laba ditahan otomatis dimasukkan ke dalam k_E.

Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)

- WACC (bisnis dengan dua jenis pembiayaan, A dan B) diberikan oleh:

$$\text{WACC} = \frac{(k_{\text{A}} \times \text{Nilai A}) + (k_{\text{B}} \times \text{Nilai B})}{\text{Nilai A} + \text{B}}$$

- Penggunaan WACC sebagai tingkat diskonto memerlukan tiga asumsi:
  - bisnis memiliki target rasio gearing yang akan dipertahankan;
  - biaya masing-masing elemen akan tetap konstan; Dan
  - investasi yang akan dinilai mempunyai risiko serupa dengan risiko umum investasi bisnis (kecuali CAPM digunakan untuk memperoleh kE).

Masalah lain

- Biaya modal spesifik tidak boleh digunakan sebagai tingkat diskonto, meskipun investasi didanai dari elemen spesifik tersebut – gunakan WACC.
- Estimasi WACC tidak dapat dianggap sepenuhnya akurat karena banyaknya asumsi yang harus dibuat, khususnya dalam memperkirakan biaya ekuitas.
- Seperti perkiraan normalnya, WACC cenderung berwawasan ke depan, dan hal ini sesuai jika digunakan sebagai dasar tingkat diskonto untuk menilai peluang investasi potensial.
- Jika diperlukan, perkiraan WACC didasarkan pada skala bisnis secara keseluruhan. Hal ini mungkin memberikan tarif yang tidak sesuai dengan tingkat diskonto proyek tertentu.
- Berdasarkan tingkat pengembalian rata-rata jangka panjang dari investasi ekuitas, tampaknya beberapa bisnis mungkin mencari tingkat pengembalian yang terlalu tinggi untuk investasi mereka.

BAB 11
GEARING, BIAYA MODAL DAN KEKAYAAN PEMEGANG SAHAM

11.1 PENDAHULUAN

Pada beberapa poin dalam buku ini sejauh ini, kita telah menemukan fakta bahwa sebagian besar bisnis memperoleh sebagian pendanaan jangka panjang mereka melalui pinjaman. Hal ini kadang-kadang dicapai melalui penerbitan surat utang atau surat hutang, namun biasanya melalui pinjaman berjangka dari bank. Semua hal ini memberikan hak kontraktual kepada pemberi pinjaman untuk menerima bunga, biasanya pada tingkat bunga yang telah ditentukan sebelumnya dan pada tanggal tertentu. Biasanya, pinjaman harus dilunasi atau ditebus sehingga hak kontraktual meluas hingga jumlah yang harus dibayar kembali dan hingga tanggal pembayaran kembali. (Beberapa surat utang bersifat abadi, artinya tidak perlu dilunasi.) Poin utama mengenai pembiayaan utang, dalam konteks saat ini, terletak pada kenyataan bahwa baik bunga maupun pembayaran kembali bukan merupakan urusan kebijaksanaan bisnis peminjaman. Bunga pinjaman adalah biaya tahunan atas keuntungan. Hal ini harus dipenuhi sebelum pemegang saham, yang pada umumnya menyediakan sebagian besar pendanaan, dapat berpartisipasi.

Pada Bab 2 kami menemukan, berdasarkan beberapa asumsi, bahwa pendanaan melalui pinjaman dibandingkan ekuitas tampaknya tidak memberikan perbedaan apa pun terhadap kekayaan pemegang saham. Dalam bab ini kita akan mengembangkan poin yang diangkat di Bab 2. Bersamaan dengan ini, kita juga akan mengeksplorasi pandangan tradisional, bahwa capital gearing memang berdampak pada kekayaan pemegang saham. Setelah ini kami akan meninjau bukti-bukti dan mencoba mencapai kesimpulan mengenai masalah tersebut.

11.2 APAKAH PEMBIAYAAN UTANG SEMURAH KELIHATANNYA?

Dipercaya secara luas bahwa pasar modal menentukan harga sekuritas sehingga ekspektasi imbal hasil dari ekuitas lebih tinggi dibandingkan dengan pinjaman berjangka dan surat utang. Secara historis, keyakinan ini berlaku dalam semua periode, kecuali dalam periode yang cukup singkat (lihat, misalnya, Dimson, Marsh, dan Staunton, 2015). Apakah murahnya pembiayaan utang benar-benar berarti bahwa pemegang saham akan mendapat manfaat dari penggunaannya dalam struktur modal bisnis?

Contoh 11.1 La Mer plc mempunyai satu aset, sebuah kapal pesiar mewah, yang disewakan kepada pihak-pihak yang berlibur kaya. Keuntungan bisnis selama beberapa tahun ke depan diperkirakan mencapai Rp. 140.000.000 per tahun. La Mer dibiayai seluruhnya oleh ekuitas, yaitu 1 juta saham biasa yang nilai pasarnya saat ini £1 masing-masing. Bisnis membayar seluruh keuntungan setiap tahun kepada pemegang saham sebagai dividen. La Mer plc bermaksud membeli kapal tambahan serupa, yang juga diharapkan menghasilkan keuntungan tahunan sebesar Rp. 140.000.000 per tahun, dengan biaya Rp. 1 Miliyar. Pembiayaan untuk hal ini akan disediakan melalui penerbitan surat pinjaman 10 persen

sebesar Rp. 1 Miliyar. Hutang ini harus dijaminkan pada kedua kapal tersebut. Tanpa kapal pesiar baru, imbal hasil per saham diharapkan sebesar itu

$$\frac{140.000.000}{1.000.000.000} = Rp.0.14\ Persaham$$

Jika kapal pesiar kedua diperoleh, keuntungan tahunan per saham adalah:

	Dalam Juta Rupiah
Keuntungan dari piagam (2x140)	280
Interest (Rp. 1 Miliyar @ 10%)	100
	180

itu adalah:

$$\frac{180.000.000}{1.000.000.000} = Rp.0.18\ Persaham$$

Perbedaan antara berinvestasi secara langsung dalam penyewaan kapal pesiar, melalui pembelian saham di La Mer, dan meminjamkan uang, dengan tingkat bunga tetap, adalah tingkat risiko yang berbeda. Dalam contoh, dari Rp. 140,000.000 p.a. keuntungan yang diharapkan dari kapal pesiar kedua, hanya Rp. 100.000.000 yang akan dibayarkan kepada penyedia pembiayaan baru. Rp. 40.000.000 lainnya diberikan kepada pemegang ekuitas, namun dengan itu seluruh risiko (atau hampir seluruhnya).

Seperti semua investasi riil, keuntungannya tidak pasti. Misalkan terjadi resesi dalam bisnis penyewaan kapal pesiar, sehingga keuntungan La Mer plc turun menjadi Rp. 70.000.000 per tahun. dari masing-masing kapal. Ini berarti:

	Dalam Juta Rupiah
Keuntungan dari piagam (2x70)	140
Interest (Rp. 1 Miliyar @ 10%)	100
	40

itu adalah:

$$\frac{40.000.000}{1.000.000.000} = Rp.0.04\ Persaham$$

(Perhatikan bahwa, jika kapal pesiar kedua dibiayai oleh ekuitas, maka tingkat pengembalian per saham akan menjadi Rp. 140/2,000 = Rp. 0,07, bukan hasil yang membawa malapetaka bagi pemegang ekuitas.)

Dari sini tampak jelas bahwa pinjaman menyediakan sumber pendanaan yang tampaknya murah, namun memiliki biaya tersembunyi bagi pemegang saham.

11.3 RISIKO BISNIS DAN RISIKO KEUANGAN

Tabel 11.1 menunjukkan dividen tahunan per saham untuk La Mer (dengan asumsi bahwa kapal kedua diperoleh dan seluruh keuntungan yang tersedia dibayarkan sebagai dividen) untuk masing-masing dari dua skema pembiayaan yang disebutkan di atas (semua ekuitas dan 50 persen utang dibiayai) untuk berbagai tingkat keuntungan penyewaan.

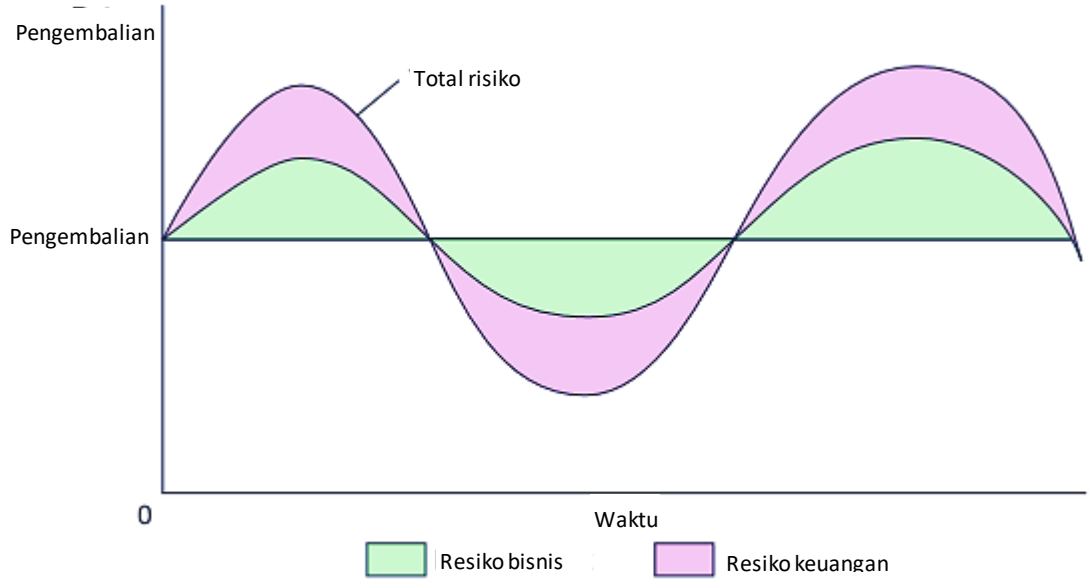
Pinjaman meningkatkan imbal hasil (dalam Ribu Rupiah) atas ekuitas dibandingkan dengan yang dapat diperoleh dalam struktur seluruh ekuitas dimana keuntungan tahunan di atas Rp. 100,000 per kapal. Namun, ketika laba tahunan per kapal turun di bawah Rp. 100.000, keberadaan pembiayaan utang melemahkan posisi pemegang saham biasa. Faktanya, di bawah keuntungan sebesar Rp. 50.000 per kapal, keuntungan yang diperoleh tidak cukup untuk menutupi pembayaran bunga. Dengan asumsi tidak ada aset lain, perusahaan mungkin harus menjual salah satu kapalnya untuk menyediakan pembiayaan guna memenuhi pembayaran bunga.

Tabel 11.1 Pengembalian per saham di La Mer plc untuk berbagai tingkat keuntungan di bawah masing-masing dua struktur keuangan yang berbeda

	£	£	£	£	£
(a) Annual profit per vessel	0	50,000	100,000	150,000	200,000
All equity					
(b) Profit [(a) × 2]	0	100,000	200,000	300,000	400,000
(c) Return per share [(b) ÷ 2,000,000]	0	0.05	0.10	0.15	0.20
50% loan finance					
(d) Profit [(a) × 2]	0	100,000	200,000	300,000	400,000
(e) *Less*: Interest (£1 million @ 10%)	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
(f) Net profit	(100,000)	0	100,000	200,000	300,000
(g) Return per share [(f) ÷ 1,000,000]	(0.10)	0	0.10	0.20	0.30

Pada hampir semua tingkat keuntungan, pemegang surat utang dapat melihat situasi dengan percaya diri. Bagaimanapun, mereka mempunyai hak hukum untuk memaksakan pembayaran bunga dan pembayaran kembali modal mereka. Mereka bahkan memiliki kapal sebagai pengaman. Hanya jika terjadi kerugian besar terhadap nilai pasar kapal pesiar tersebut maka posisi pemegang surat pinjaman akan terancam secara serius.

Jika ada gearing, risiko yang dihadapi oleh pemegang ekuitas akan meningkat melebihi risiko yang akan mereka tanggung dalam bisnis yang seluruhnya bersifat ekuitas. Terhadap risiko bisnis, risiko normal yang melekat pada investasi di dunia nyata, ditambah dengan risiko keuangan, yaitu risiko yang disebabkan oleh beban kewajiban untuk memenuhi biaya keuangan tetap, seperti yang diilustrasikan pada Tabel 11.1. Gambar 11.1 menggambarkan hubungan antara risiko bisnis dan keuangan di mana imbal hasil operasi berfluktuasi. Besarnya risiko bisnis bergantung pada aktivitas komersial bisnis; risiko keuangan tergantung pada bagaimana bisnis dibiayai.



Financial gearing mempunyai efek menonjolkan fluktuasi imbal hasil bagi pemegang saham. Fluktuasi dasar terkait dengan risiko bisnis. Gearing menambah efek risiko finansial pada hal ini.

Intuisi dan observasi dunia nyata memberi tahu kita bahwa risiko dan keuntungan saling berkaitan. Ketika investor memandang risiko tinggi, mereka memerlukan imbal hasil yang tinggi. Oleh karena itu, jika mengacu pada contoh di atas, meskipun gearing akan meningkatkan ekspektasi dividen per saham bagi pemegang saham biasa dari 14p menjadi 18p, hal ini tidak serta merta meningkatkan harga saham (dan juga kekayaan pemegang saham). Peningkatan dividen yang diharapkan juga disertai dengan kemungkinan hasil yang lebih luas (lihat Tabel 11.1).

Seperti yang kita lihat sebelumnya, tidak semua kemungkinan baru yang dihasilkan oleh gearing terhadap keuntungan pemegang saham adalah berita buruk. Misalnya, untuk La Mer, Tabel 11.1 menunjukkan bahwa untuk setiap keuntungan sewa per kapal di atas Rp. 100,000 per tahun, dividen saham biasa akan ditingkatkan. Namun, seperti yang kita lihat di Bab 6, sebagian besar investor menghindari risiko. Ini berarti bahwa kemungkinan keuntungan per kapal bisa di bawah Rp. 100,000 dengan jumlah tertentu cenderung lebih signifikan bagi mereka dibandingkan kemungkinan keuntungan bisa lebih besar dengan jumlah yang sama.

Pemegang saham biasa La Mer hanya akan menjadi lebih baik melalui pengenalan gearing jika pasar modal, ketika menilai kembali situasi setelah penerbitan surat pinjaman dan pembelian kapal pesiar kedua, memberi harga pada saham biasa sehingga hasil yang diharapkan kurang dari 18 persen.

Sebelum ekspansi La Mer, saham biasa ini mempunyai ekspektasi imbal hasil sebesar 14 persen. Jika, sebagai akibat dari tingkat risiko yang lebih tinggi, setelah ekspansi pasar mengharapkan keuntungan sebesar, katakanlah, 16 persen, maka harga per saham adalah:

$$\frac{0.18}{0.16} = 1.125$$

yaitu peningkatan nilai per saham.
Sebaliknya, jika persyaratan pasar modal untuk tingkat risiko naik hingga 20 persen, harga per saham akan menjadi:

$$\frac{0.18}{0.20} = 0.90$$

Pertanyaan kuncinya adalah, apakah penerapan gearing akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dan, oleh karena itu, membuat investasi yang melibatkan bisnis menjadi lebih bernilai, atau tidak? Mengingat tujuan bisnis secara keseluruhan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, bagaimana pasar modal bereaksi, dalam hal tingkat pengembalian yang diperlukan, terhadap penerapan gearing merupakan hal yang penting. Gearing, mungkin, dilakukan hanya dengan tujuan meningkatkan kekayaan pemegang saham.

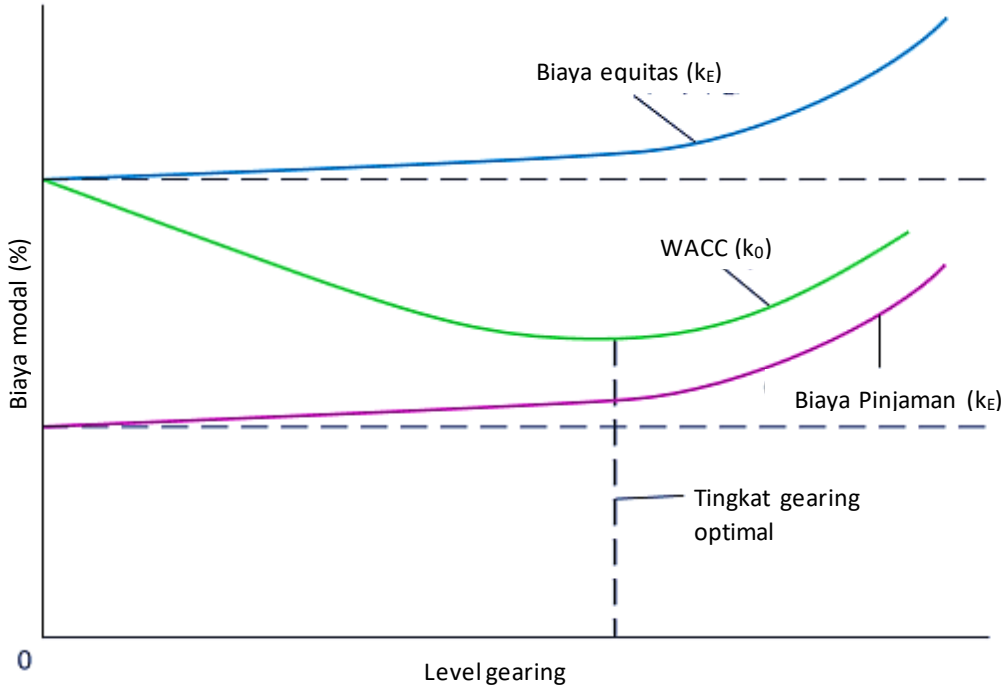
11.4 PANDANGAN TRADISIONAL TENTANG GEARING

Pandangan tradisionalnya adalah jika tingkat pengembalian yang diharapkan dari investasi ekuitas dalam penyewaan kapal pesiar adalah 14 persen, maka hal ini tidak akan terlalu terpengaruh oleh penerapan capital gearing, setidaknya tidak sampai pada tingkat yang moderat. Pandangan mengenai pengaruh gearing terhadap ekspektasi pasar modal terhadap imbal hasil ekuitas, pinjaman dan WACC digambarkan pada Gambar 11.2.

Gambar 11.2 menunjukkan bahwa, seiring dengan peningkatan gearing, baik investor ekuitas maupun pemberi pinjaman merasakan adanya risiko tambahan dan memerlukan imbal hasil yang lebih tinggi. Namun, pada tingkat gearing yang lebih rendah, tidak ada kelompok yang memerlukan peningkatan keuntungan yang besar untuk mengkompensasi risiko ini. Akibatnya, WACC berkurang. Ketika gearing mencapai tingkat yang lebih tinggi, permasalahan risiko menjadi semakin penting bagi kedua kelompok, sehingga imbal hasil yang diharapkan mulai meningkat secara dramatis. Kini WACC mulai meningkat tajam. Meskipun titik di mana tingkat pengembalian yang diminta oleh masing-masing kelompok memulai kenaikan tajam ini belum tentu sama, ada suatu titik (atau, mungkin, serangkaian titik) di mana, menurut kaum tradisionalis, WACC berada pada titik minimum. Ini adalah tingkat gearing optimal pada Gambar 11.2. Pada titik ini kekayaan pemegang saham sudah maksimal, yaitu harga per saham akan berada pada puncaknya. Perhatikan bahwa grafik harga saham terhadap tingkat gearing akan menyerupai inversi kurva WACC (k0) pada Gambar 11.2. Artinya, harga saham dan kekayaan pemegang saham serta nilai bisnis akan dimaksimalkan pada tingkat gearing yang optimal.

Alasan yang mendasari pandangan tradisional ini adalah bahwa pemberi pinjaman akan menyadari bahwa, pada tingkat gearing yang tinggi, rasa aman mereka akan hilang secara signifikan dan mereka akan mulai menuntut tingkat bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang lebih tinggi. Pada saat yang sama, hingga tingkat gearing tertentu, pemegang saham ekuitas tidak akan melihat peningkatan risiko terhadap keuntungan mereka sebagai hal yang terlalu signifikan. Namun, setelah titik tersebut, mereka akan mulai menuntut kenaikan imbal hasil yang besar untuk peningkatan lebih lanjut dalam gearing.

Secara umum, kesimpulan tradisionalnya adalah bahwa gearing adalah hal yang baik, dalam hal memaksimalkan kekayaan pemegang saham, setidaknya sampai tingkat tertentu, jika tidak, hal ini akan mulai berdampak buruk pada WACC dan, oleh karena itu, pada kekayaan pemegang saham. Selama tahun 1950an, beberapa pengamat mulai mempertanyakan nilai dari gearing, dan merasa sulit untuk menyelaraskan aspek "sesuatu yang tidak ada gunanya" dalam pandangan tradisional dengan keyakinan yang berkembang pesat bahwa sekuritas mempunyai harga yang efisien dan rasional.



Kesimpulan logis dari pandangan ini adalah terdapat tingkat gearing yang optimal, dimana terdapat biaya modal rata-rata tertimbang yang minimum. Hal ini muncul dari asumsi bahwa biaya ekuitas tidak meningkat cukup besar dibandingkan keuntungan dari pembiayaan hutang berbiaya ren dah sampai tingkat gearing yang signifikan tercapai.

Gambar 11.2 Biaya modal untuk berbagai tingkat gearing – pandangan tradisional

11.5 PANDANGAN MODIGLIANI DAN MILLER TENTANG PERSNELING

Pada tahun 1958, Modigliani dan Miller (MM) menerbitkan sebuah artikel, yang kini hampir menjadi legenda, mempertanyakan pendekatan tradisional terhadap masalah gearing. MM berpendapat bahwa, dengan adanya penetapan harga yang rasional di pasar modal, tidak mungkin bagi sebuah bisnis untuk meningkatkan total nilai pasar nya (menurunkan WACC-nya) hanya dengan melakukan apa yang secara teori dapat dilakukan oleh kita semua: meminjam uang. Mereka menegaskan bahwa jika suatu bisnis tertentu diharapkan dapat menghasilkan pendapatan pada tingkat tertentu, hal ini harus dinilai tanpa memperhatikan bagaimana bisnis tersebut dibiayai. Contoh 11.2 Untuk melihat bagaimana pernyataan MM akan bekerja dalam kasus La Mer, mari kita asumsikan bahwa perusahaan tersebut mengumpulkan Rp. 1 Miliyar untuk kapal kedua dengan menerbitkan surat pinjaman 10 persen (yaitu, meminjam dengan bunga 10 persen). hal.a.). Mari kita asumsikan juga bahwa ada bisnis lain, Sea plc, yang identik

dalam segala hal dengan La Mer, namun seluruhnya dibiayai oleh 2 juta saham biasa seharga Rp. 1.000 masing-masing. Mari kita asumsikan juga bahwa harga saham La Mer tetap pada £1 (seperti prediksi MM).

Franco, pemegang 1 persen ekuitas La Mer (yaitu, 10.000 saham), mengharapkan keuntungan sebesar Rp. 1.800.000 per tahun. karena, seperti yang telah kita lihat, masing-masing diharapkan menghasilkan 18p pa. Franco juga bisa memperoleh pendapatan yang diharapkan sama dengan menjual sahamnya seharga Rp. 10.000.000, meminjam jumlah yang setara dengan 1 persen pinjaman La Mer (yaitu, Rp. 10.000.000) dengan tingkat bunga 10 persen per tahun. dan menggunakan total Rp. 20.000.000 ini untuk membeli 1 persen saham biasa di Sea (20.000 lembar saham). Saham Sea diharapkan menghasilkan masing-masing 14p dan total Rp. 2.800.000, yang, setelah membayar bunga pinjaman, akan menghasilkan Rp. 1.800.000 per tahun. pendapatan yang diharapkan dari risiko (bisnis dan keuangan) sama dengan pendapatan yang diharapkan dari La Mer. Situasi Franco dapat dijabarkan kembali dan diringkas sebagai berikut:

	Investasi Dalam Rp. 000	**Pemdapatan** Dalam Rp. 000
Posisi sekarang:		
10.000 saham di La Mer (yaitu 1% dari total saham)	10.000	1.800
Posisi alternative:		
Pinjaman 10 Miliyar	(10.000)	(1.000)
Pembelian 20.000 saham di Sea (yaitu 1% dari total saham)	20.000	2.800
	10.000	1.800

Karena sekuritas (tentu saja, semua aset ekonomi) dinilai hanya dengan mengacu pada tingkat pengembalian dan risiko yang diharapkan, masing-masing posisi di atas harus memiliki nilai yang sama bagi Franco, atau bagi investor lainnya. Kedua posisi tersebut menawarkan ekspektasi risiko/pengembalian yang sama. Jika, dalam situasi di atas, harga saham Sea turun di bawah harga La Mer, Franco dapat beralih dari posisi awal ke posisi alternatif, memiliki ekspektasi imbal hasil dan risiko yang sama, namun memperoleh keuntungan dari peralihan tersebut. Karena penjualan saham La Mer dan pembelian saham Sea dapat dilakukan secara bersamaan (tindakan yang disebut arbitrase), maka akan tersedia keuntungan bebas risiko. Tindakan Franco, dan pihak lain yang melihat peluang ini, akan meningkatkan permintaan atas saham Sea dan pasokan saham La Mer. Akibatnya, harga saham akan menjadi setara dengan nilai Rp. 1.000 per saham. Poin utama MM adalah, jika Franco ingin terlibat dalam gearing tetapi ingin memiliki saham di Sea, hal ini dapat dicapai dengan personal gearing, yaitu gearing buatan sendiri.

Demikian pula, individu lain, Merton, yang memiliki saham di Sea namun ingin berinvestasi di La Mer meskipun tidak terlibat dalam gearing, dapat dengan mudah membatalkan investasi di La Mer. Merton dapat melakukan hal ini dengan menjual saham Sea, meminjamkan proporsi uang yang sama untuk diinvestasikan seperti yang dipinjam La Mer dari total pembiayaannya (Rp. 10.000.000) dan menggunakan sisa Rp. 10.000.000 untuk membeli saham La Mer.

	Investasi Dalam Rp. 000	**Pendapatan** Dalam Rp. 000
Posisi sekarang:		
20.000 saham di Sea	20.000	2.800
Posisi alternative:		
Memijamkan 10 Miliyar (pada 10%)	(10.000)	(1.000)
Pembelian 10.000 saham di La Mer	10.000	1.800
	20.000	2.800

Sekali lagi, peralihan dari posisi sekarang ke posisi alternatif akan menghasilkan ekspektasi keuntungan yang sama dengan risiko yang sama. Tampaknya tidak masuk akal jika sebuah bisnis mampu meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya hanya dengan mengemas pendapatannya dengan cara tertentu. Hal ini menjadi sangat tidak masuk akal karena pemegang saham individu dapat menyesuaikan kemasannya sesuai kenyamanan mereka sendiri, hanya dengan meminjam dan/atau meminjamkan. Pendapatan dengan risiko yang sama dan keuntungan yang diharapkan harus diberi harga yang sama di pasar yang rasional, apa pun kemasannya. Tampak jelas dari contoh-contoh ini bahwa:

$$\frac{Nilai\ total\ ekuitas\ SEA}{100} = \frac{Nilai\ total\ ekuitas\ La\ Mer}{100} + \frac{Nilai\ total\ pinjaman\ La\ Mer}{100}$$

Menata ulang ini memberi:

Nilai total ekuitas Sea = Nilai total ekuitas dan pinjaman La Mer dan lebih umum lagi,

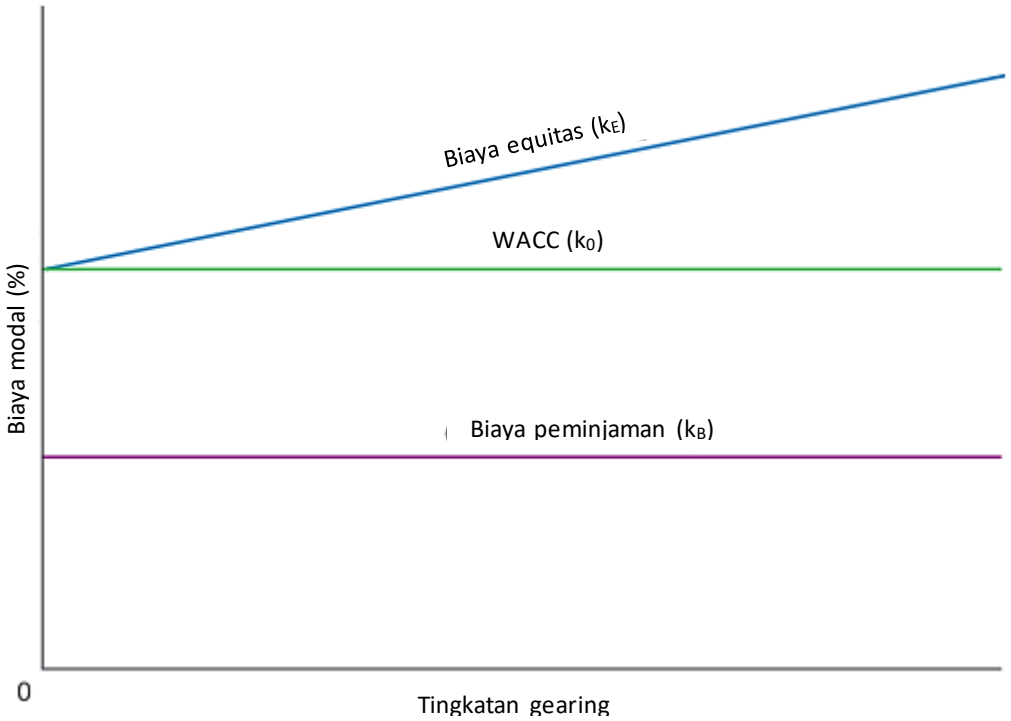
$$V_U = V_G$$

dimana V_U dan V_G masing-masing adalah nilai total dari bisnis yang tidak diarahkan dan diarahkan.

Implikasi dari proposisi MM adalah bahwa nilai bisnis tidak dipengaruhi oleh metode pembiayaan (yaitu, $V_U = V_G$): oleh karena itu biaya modal sama sekali tidak terpengaruh oleh penerapan gearing. Satu-satunya hal yang menjadi sandaran nilai bisnis dan WACC-nya adalah:

- arus kas yang diharapkan dihasilkan oleh investasi bisnis; Dan
- risiko mereka (yaitu risiko bisnis mereka).

Ini adalah fenomena lain yang mengikuti pola yang sama dengan pemisahan Fisher (lihat Bab 2). MM sebenarnya mengatakan bahwa manajemen harus memusatkan seluruh upayanya untuk menemukan dan mengelola peluang investasi, dan menyerahkan pengaturan pendanaan kepada masing-masing pemegang saham untuk memutuskan sendiri.



Kesimpulan logis dari pandangan ini adalah bahwa tidak ada tingkat gearing yang optimal. WACC akan sama di semua tingkat gearing. Hal ini muncul dari asumsi bahwa biaya ekuitas meningkat pada tingkat yang justru menghilangkan keuntungan dari pembiayaan utang berbiaya rendah di semua tingkat gearing.

Gambar 11.3 Biaya modal untuk berbagai tingkat gearing – pandangan MM (sebelum pajak).

Efek yang disarankan oleh MM ditunjukkan secara grafis pada Gambar 11.3. Di sini kita dapat melihat bahwa meskipun penggunaan pembiayaan utang yang murah berpotensi mengurangi WACC, hal ini justru diimbangi dengan meningkatnya biaya ekuitas. Dengan demikian WACC tahan terhadap tingkat gearing dan, oleh karena itu, tetap konstan. Kita melihat dari Gambar 11.3 bahwa pemegang saham dalam bisnis geared mengharapkan imbal hasil yang sama dengan ekspektasi imbal hasil dari bisnis serupa yang tidak memiliki gearing, ditambah premi yang berbanding lurus dengan tingkat gearing. Jadi, meskipun gearing meningkatkan laba per saham, hal ini juga meningkatkan ekspektasi pasar modal terhadap imbal hasil saham karena risiko yang lebih tinggi. Pengaruh bersih faktor-faktor tersebut terhadap nilai setiap saham adalah nol, yaitu pengaruhnya sama dan berlawanan (menurut MM).

Menurut MM, hubungan antara return yang diharapkan pasar modal dengan tingkat gearing adalah:

$$k_{EG} = k_{EE} + (k_{EE} - k_B)\frac{B_G}{S_G}$$

dimana k_{EG} dan k_{EE} masing-masing merupakan imbal hasil yang diharapkan dari saham pada bisnis yang diarahkan dan seluruhnya bersifat ekuitas; B_G dan S_G masing-masing merupakan

total nilai pasar pinjaman dan saham dari bisnis yang diarahkan; dan k_B adalah tingkat bunga pinjaman.

Oleh karena itu, pengenalan 50 persen gearing ke dalam struktur modal La Mer akan mendorong ekspektasi pengembalian pasar modal atas ekuitas bisnis hingga 18 persen (kEG = 14 + (14 - 10)(£1 juta/£1 juta) = 18%). Laba per saham yang diharapkan sebesar hanya akan bernilai £1.

Ketidaksepakatan MM dengan kaum tradisionalis adalah bahwa MM melihat ekspektasi pasar modal terhadap return on equity meningkat segera setelah gearing diperkenalkan. MM juga percaya bahwa investor akan mengharapkan keuntungannya meningkat sebanding dengan jumlah gearingnya. Kaum tradisionalis merasa bahwa kedua hal ini tidak akan terjadi pada tingkat gearing yang lebih rendah.

Asumsi MM

Analisis MM didasarkan pada beberapa asumsi, yang sekarang akan kita pertimbangkan.

Saham dapat dibeli dan dijual tanpa biaya transaksi

Hal ini jelas tidak realistis: komisi broker dan biaya lainnya terkait dengan perdagangan saham. Namun diragukan apakah kelemahan asumsi ini benar-benar melemahkan proposisi tersebut. Hal ini mungkin berarti bahwa investor tidak akan mampu memperoleh keuntungan dengan mengeksploitasi contoh-contoh kecil dari kesalahan penetapan harga saham perusahaan-perusahaan yang diarahkan dan tidak, relatif terhadap satu sama lain. Contoh kesalahan penetapan harga yang lebih besar dapat dieksploitasi meskipun terdapat biaya transaksi.

Pasar modal efisien

Bukti-bukti tampaknya menunjukkan bahwa obat-obatan tersebut efisien, untuk tujuan praktis, dalam bentuk lemah dan semi-kuat (lihat Bab 9). Hal ini menyiratkan bahwa investor akan melihat melalui kemasan keuangan dan menyadari bahwa pendapatan dari kelas risiko tertentu sama berharganya terlepas dari bagaimana kemasannya. Tampaknya anggapan ini masuk akal.

Suku bunga setara antara meminjam dan meminjamkan, bisnis dan individu

Jelas sekali, ini tidak valid. Secara khusus, biasanya terdapat perbedaan antara tingkat suku bunga yang dapat dipinjam oleh individu dan dunia usaha. Perusahaan-perusahaan besar, khususnya, seringkali dapat menawarkan keamanan yang baik, dapat meminjam dalam jumlah besar dan dapat memanfaatkan peluang pinjaman yang tidak terbuka bagi sebagian besar individu (misalnya, meminjam di luar negeri). Pentingnya asumsi ini terletak pada pertanyaan tentang home gearing, dimana investor meminjam pada rekening mereka sendiri dan membeli saham dalam bisnis yang belum dikelola. Namun, tidak ada alasan mengapa investor yang mengeksploitasi kesalahan harga saham haruslah seorang individu; itu bisa menjadi investor institusi besar. Lagi pula, sebagian besar investasi pada sekuritas yang terdaftar di bursa saham, setidaknya di Inggris, dilakukan oleh institusi dan bukan oleh individu. Setiap investor dalam perekonomian juga tidak perlu mengeksploitasi kesalahan harga untuk memperbaikinya. Tindakan beberapa investor, yang berada pada posisi yang tepat untuk mengambil keuntungan dari situasi ini, sudah cukup. Mungkin kelemahan asumsi

ini tidak cukup untuk mempertanyakan proposisi MM secara terlalu serius. MM juga membuat asumsi implisit bahwa biaya pinjaman usaha tidak meningkat seiring dengan tingkat gearing. Tampaknya hal ini kurang masuk akal. Ini adalah poin yang akan kita bahas lagi nanti di bab ini.

Tidak ada biaya kebangkrutan

Asumsi ini menunjukkan bahwa jika suatu bisnis dilikuidasi, para pemegang saham akan menerima, sebagai imbalan atas sahamnya, nilai yang setara dengan nilai pasarnya sesaat sebelum likuidasi. Asumsi ini menggambarkan situasi dimana, sebagai akibat dari suatu usaha yang gagal membayar bunga dan/atau modal, maka usaha tersebut dilikuidasi atas dorongan pemberi pinjaman. Tindakan semacam ini jelas akan lebih mungkin terjadi pada bisnis yang sangat diarahkan.

Asumsi ini tidak valid karena biaya transaksi akan terlibat dalam pelepasan aset bisnis, biaya hukum akan timbul jika bisnis tersebut secara formal berakhir dan, mungkin yang paling penting, pasar aset riil secara umum tidak efisien dalam hal penjualan aset. sama seperti pasar modal. Poin terakhir ini menyiratkan bahwa mesin senilai Rp. 1.000.000 bagi Bisnis A belum tentu memiliki nilai yang sama bagi Bisnis B, karena B, karena alasan tertentu, mungkin tidak dapat menggunakannya seefektif A. Sebelum likuidasi, nilai ekuitas A mungkin sebagian didasarkan pada nilai Rp. 1.000.000 untuk mesin tersebut, namun ketika mesin tersebut akan dijual, maka mesin tersebut mungkin hanya menghasilkan Rp. 500.000 Selain itu, ada biaya untuk mengelola bisnis yang berpotensi bangkrut, meskipun bisnis tersebut dapat diselamatkan.

Kurangnya validitas asumsi ini melemahkan proposisi MM dalam bentuknya yang luas. Namun diragukan apakah asumsi ini sangat penting jika tingkat gearingnya moderat, dan hal ini biasanya terjadi dalam praktiknya. Di sisi lain, adanya biaya kebangkrutan mungkin menjadi alasan rendahnya tingkat gearing yang cenderung kita lihat dalam kehidupan nyata.

Ada dua bisnis yang identik dalam pendapatan (arus kas) dan risiko, yang satu seluruhnya bersifat ekuitas, yang lainnya diarahkan

Asumsi ini kemungkinan besar tidak sepenuhnya benar. Namun, hal ini tampaknya tidak menjadi hambatan penting bagi validitas proposisi MM. CAPM, dan teori portofolio modern secara umum, menyatakan bahwa risiko bisnis dapat ditangani secara eksplisit sehingga memungkinkan untuk menghubungkan dua bisnis dengan risiko berbeda. Artinya, terdapat mekanisme yang mapan untuk menentukan harga risiko, yang memungkinkan imbal hasil saham suatu perusahaan dapat diselaraskan dengan saham perusahaan lain. Namun bahkan jika CAPM dll. dipertanyakan, Stiglitz (1974) menunjukkan bahwa dua bisnis tersebut tidak perlu ada agar proposisi tersebut valid.

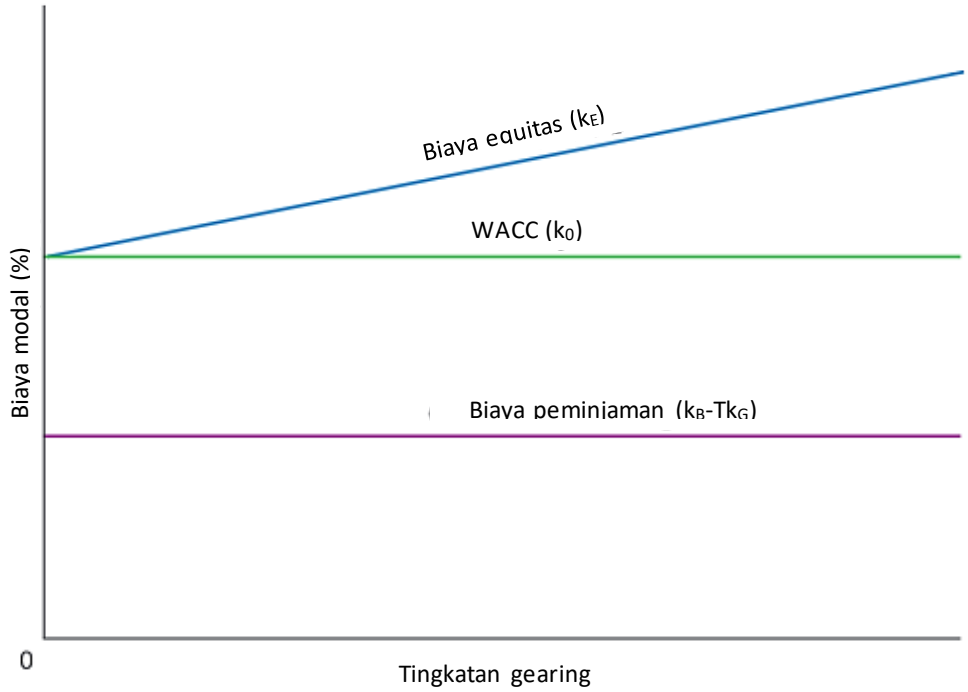
Tidak ada pajak

Hal ini jelas tidak sah. MM banyak dikritik karena fakta ini dan terpaksa mempertimbangkan kembali proposisi mereka karenanya. Versi setelah pajak yang direvisi menegaskan bahwa kekuatan pasar harus menyebabkan:

$$V_G = V_U + TB_G$$

dimana B_G adalah nilai pinjaman perusahaan dan T adalah tarif pajak perusahaan yang relevan dimana bunga surat pinjaman akan dibebaskan (diizinkan sebagai pengurang pajak perusahaan yang harus dibayar perusahaan jika bukan karena adanya minat ini). Istilah TB_G sering disebut sebagai perlindungan pajak atas pinjaman (atau utang).

Proposisi setelah pajak menyiratkan bahwa nilai bisnis yang diarahkan lebih besar daripada nilai bisnis yang seluruhnya bersifat ekuitas. Hal ini juga menyiratkan bahwa semakin besar tingkat gearing, semakin besar pula nilai bisnisnya. Kesimpulan yang pasti adalah bahwa nilai tertinggi dan WACC terendah terjadi ketika gearing mencapai 100 persen, yaitu ketika pemberi pinjaman menyediakan seluruh pembiayaan.



Gambar 11.4 Biaya modal untuk berbagai tingkat gearing – pandangan MM (setelah pajak).

Kesimpulan logis dari pandangan ini adalah adanya tingkat gearing yang optimal dan terletak pada gearing 100%. Hal ini muncul dari asumsi bahwa biaya ekuitas meningkat pada tingkat yang akan menghilangkan keuntungan dari pembiayaan hutang berbiaya rendah di semua tingkat gearing, jika bukan karena fakta bahwa bunga pinjaman dapat dikurangkan dari pajak. Fakta bahwa bunga dapat dikurangkan dari pajak berarti semakin besar jumlah pinjaman, semakin besar manfaat pajak bagi bisnis.

Gambar 11.4 menunjukkan pandangan MM setelah pajak mengenai capital gearing. Terdapat perbedaan dengan posisi sebelum pajak yang digambarkan pada Gambar 11.3. Dalam kasus setelah pajak, biaya pinjaman cukup rendah (karena keringanan pajak atas pembayaran bunga) untuk meningkatkan jumlah pembiayaan utang guna mengurangi WACC pada tingkat yang lebih besar dibandingkan dengan peningkatan permintaan pemegang saham yang meningkatkannya. Dengan demikian garis WACC melandai ke bawah.

Namun masih diragukan apakah kesimpulan pembiayaan utang 100 persen ini dapat dipertahankan dalam praktiknya. Pada tingkat gearing yang sangat tinggi, pemberi pinjaman akan menyadari bahwa keamanan mereka telah terkikis secara signifikan dan bahwa, meskipun mereka hanya sekedar pemberi pinjaman, namun sebagai pengambil risiko, mereka sebenarnya adalah pemegang saham. Oleh karena itu, mereka akan mencari tingkat keuntungan yang dapat mengkompensasi risiko tersebut: tingkat keuntungan yang sama dengan yang diinginkan oleh pemegang saham. Hal ini berarti bahwa pada tingkat gearing yang sangat tinggi, baik sebelum pajak maupun setelah pajak, biaya pinjaman akan meningkat secara signifikan. Agar kesimpulan MM dapat dipertahankan, hal ini mengharuskan tingkat kenaikan biaya ekuitas mulai turun. Pada Gambar 11.4, jika garis biaya pinjaman akan mulai naik pada tingkat gearing yang tinggi, garis WACC hanya dapat melanjutkan jalur turunnya jika garis biaya ekuitas menjadi kurang curam. (Ingat bahwa garis WACC adalah rata-rata dari dua garis lainnya.)

Gagasan mengenai tingkat kenaikan biaya ekuitas, ketika gearing meningkat, tiba-tiba mulai berkurang pada tingkat gearing yang tinggi tampaknya tidak masuk akal. Mengapa investor harus mulai berperilaku bertentangan dengan semua teori dan bukti reaksi investor terhadap peningkatan risiko? Hal ini menunjukkan kelemahan dalam analisis MM.

11.6 PEMIKIRAN LAIN MENGENAI KEUNTUNGAN PAJAK DARI PEMBIAYAAN UTANG

Miller (1977) menunjukkan bahwa manfaat pajak yang diperoleh dari bisnis tertentu akan bergantung pada posisi pajak pribadi pemberi pinjaman dan pemegang saham. Dengan demikian, dunia usaha akan cenderung menarik investor (baik pemberi pinjaman maupun pemegang saham) yang sesuai dengan struktur permodalan mereka. Hal ini dikenal sebagai efek klien, dimana kebijakan tertentu menarik jenis investor tertentu. Jika Miller benar mengenai hal ini, implikasinya adalah bahwa dunia usaha sebaiknya menghindari perubahan struktur modal karena hal ini akan menyebabkan investor menjual surat pinjaman atau saham dan menginvestasikan uangnya pada bisnis yang sesuai dengan preferensi mereka. Hal ini karena biaya transaksi yang terkait dengan penjualan dan pembelian sekuritas akan berdampak buruk pada kekayaan investor. Selain itu, ketidakpastian yang disebabkan oleh perubahan tingkat gearing dapat membuat saham menjadi kurang menarik, sehingga berdampak buruk pada harga saham. Mungkin wajar untuk mengatakan bahwa pertanyaan mengenai manfaat pajak dari gearing masih belum terjawab.

11.7 CAPITAL/FINANCIAL GEARING DAN OPERATING GEARING

Kita telah melihat sebelumnya dalam bab ini bahwa keberadaan pembiayaan utang dalam struktur modal menonjolkan pengaruh variasi laba operasi (yaitu, sebelum bunga) terhadap keuntungan bagi pemegang saham. Hal ini karena, pada tingkat gearing yang signifikan, pembayaran bunga merupakan komitmen tetap yang besar, yang harus dipenuhi terlepas dari tingkat keuntungan operasional.

Ada juga aspek penyesuaian dalam aktivitas operasional bisnis. Artinya, bukan hanya capital gearing yang menyebabkan return yang diperoleh pemegang saham bervariasi. Sebenarnya semua operasi mempunyai biaya yang tetap, tidak tergantung pada tingkat

pendapatan penjualan (biaya tetap), dan biaya yang bervariasi sesuai dengan tingkat pendapatan penjualan (biaya variabel). Proporsi relatif masing-masing jenis biaya ini, dalam kaitannya dengan total biaya, bervariasi dari satu bisnis ke bisnis lainnya, bergantung pada sifat aktivitasnya. Fenomena ini dikenal dengan istilah operating gearing. Suatu bisnis dikatakan memiliki operating gearing yang tinggi jika sebagian besar biaya totalnya merupakan biaya tetap.

Contoh 11.3

Perhatikan dua bisnis, High plc dan Low plc. Struktur biayanya adalah sebagai berikut:

	Biaya tetap per tahun	Biaya variabel tiap Rp. X.000. Pendapatan penjualan
High plc	100.000	0.20
Low plc	50.000	0.50

Tabel 11.2 Hasil operasi berbagai angka pendapatan penjualan untuk High plc dan Low plc

	Dalam Ribuan Rupiah			
Pendapatan penjualan	0	200.000	300.000	400.000
High plc				
Biaya tetap	100.000	100.000	100.000	100.000
Biaya variabel	0	40.000	60.000	80.000
Biaya total	100.000	140.000	160.000	180.000
Laba usaha	(100.000)	60.000	140.000	220.000
Low plc				
Biaya tetap	50.000	50.000	50.000	50.000
Biaya Variabel	0	100.000	150.000	200.000
Biaya total	50.000	150.000	200.000	250.000
Laba Usaha	(50.000)	50.000	100.000	150.000

Tabel tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat operasional yang lebih tinggi, High plc, menunjukkan fluktuasi yang jauh lebih besar seiring dengan perubahan tingkat pendapatan penjualan dibandingkan dengan Low plc. Anda pasti ingat bahwa kita melihat efek serupa dengan capital gearing pada Tabel 11.1.

Jika sebuah bisnis secara bersamaan sangat berorientasi pada operasional dan modal, fluktuasi yang relatif kecil pada tingkat pendapatan penjualan dapat berdampak besar pada keuntungan bagi pemegang saham. Hal ini berarti bahwa risiko kebangkrutan lebih besar pada bisnis yang sangat berorientasi pada kedua hal tersebut, khususnya ketika tingkat pendapatan penjualan mereka rentan terhadap fluktuasi dari tahun ke tahun. Diharapkan bahwa bisnis yang struktur biayanya sedemikian rupa sehingga membuat mereka relatif sangat fokus pada sisi operasi cenderung tidak terlalu banyak melakukan capital gearing.

11.8 PERMASALAHAN BERKAITAN DENGAN CAPITAL GEARING BIAYA AGENSI

Fakta bahwa pemegang saham, dalam praktiknya, harus bergantung pada direktur (agen pemegang saham) untuk mengelola bisnis dapat menyebabkan bisnis tersebut dikelola dengan cara yang mungkin tidak selalu memberikan manfaat terbaik bagi pemegang saham. Jika direksi bertindak kurang optimal, dari sudut pandang maksimalisasi kekayaan pemegang saham, pemegang saham akan menanggung akibatnya.

Dalam konteks capital gearing, biaya tersebut dapat timbul karena gearing mungkin merupakan kepentingan terbaik para pemegang saham namun kurang menarik bagi para direktur. Jika gearing menurunkan biaya modal, pemegang saham akan menyambut baik hal ini. Namun, kebutuhan untuk memenuhi pembayaran bunga dan menyediakan dana untuk membayar kembali pinjaman pada tanggal kontrak, menimbulkan disiplin pada direktur yang mungkin mereka pilih untuk dihindari. Di sisi lain, Jensen (1986) menunjukkan bahwa pemaksaan untuk melakukan pembayaran bunga pada tingkat tertentu mungkin menghalangi para direktur untuk melakukan investasi yang tidak sesuai dengan tingkat pengembalian yang mungkin dihasilkan oleh investasi tersebut; dengan kata lain, direksi cenderung lebih berhati-hati dalam mengambil investasi yang mungkin merugikan.

Tingkat gearing yang lebih tinggi diperkirakan akan menyebabkan risiko kebangkrutan yang lebih besar, namun sampai tingkat tertentu hal ini mungkin tidak sebanding dengan manfaat pajak dari gearing; efek bersihnya adalah WACC yang lebih rendah. Karena investor cenderung tidak menyimpan sebagian besar dananya pada saham suatu bisnis tertentu, mereka mungkin siap menerima risiko kebangkrutan. Sebaliknya, manajer cenderung hanya memiliki satu pemberi kerja. Oleh karena itu, risiko runtuhnya bisnis perusahaan akan menjadi jauh lebih penting bagi karyawan dibandingkan bagi pemegang saham. Hal ini dapat menyebabkan manajer menghindari gearing. Hal ini juga dapat mewakili biaya keagenan.

Sinyal

Ada pendapat bahwa meminjam jumlah tambahan dapat ditafsirkan, oleh masyarakat investor, sebagai sinyal bahwa direksi cukup yakin dengan arus kas masa depan yang diharapkan dihasilkan oleh investasi bisnis agar siap menghadapi kebutuhan bisnis. untuk melakukan pembayaran bunga rutin kepada pemberi pinjaman.

Efek klien

Tampaknya ada kemungkinan bahwa pemegang saham tertentu tertarik atau, setidaknya, puas dengan tingkat capital gearing suatu bisnis tertentu. Artinya, para pemegang saham puas dengan trade-off risiko/pengembalian yang tersirat dari tingkat capital gearing bisnis. Seperti yang kita lihat di atas (di halaman 310), posisi pajak investor dapat menimbulkan efek klien. Seperti yang telah kita lihat sebelumnya, perusahaan yang mengubah tingkat capital gearingnya dapat berdampak buruk pada kekayaan pemegang saham.

11.9 BUKTI MENGENAI GEARING

Sebelum melanjutkan ke beberapa studi canggih yang berkaitan dengan gearing, ada baiknya mencatat beberapa poin penting yang muncul dari observasi biasa.

- Sebagian besar bisnis memiliki tingkat capital gearing tertentu. Hal ini tampaknya berlaku khususnya di kalangan bisnis besar. Sangat sedikit yang menaikkan semua

persyaratan keuangan mereka dari pemegang saham ekuitas. Dengan asumsi bahwa manajemen sedang mengejar tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham, mereka mungkin menggunakan perlengkapan untuk mencapai tujuan tersebut. Oleh karena itu, benar atau salah, manajemen tampaknya percaya bahwa gearing menurunkan WACC.

- Tingkat gearing yang sangat tinggi jarang terlihat. Manajemen nampaknya tidak percaya bahwa nilai bisnis dapat dimaksimalkan (WACC diminimalkan) dengan tingkat gearing yang sangat tinggi.

Beberapa bisnis memberikan komentar publik tentang manfaat financial gearing. Bisnis perlengkapan kesehatan dan rumah tangga Reckitt Benckiser Group plc (Dettol®, Clearasil®, Strepsils®, dll.) mengatakan dalam laporan tahunannya pada tahun 2015 mengenai perlengkapan keuangan:

Tujuan pengelolaan permodalan adalah untuk menjaga kemampuan Grup untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya, memberikan imbal hasil bagi Pemegang Saham dan manfaat bagi pemangku kepentingan lainnya, dan untuk mempertahankan struktur permodalan yang efisien untuk mengoptimalkan biaya modal.

Tentu saja, mengoptimalkan biaya modal akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Beberapa bukti formal

Pertanyaan-pertanyaan yang jawabannya sangat menarik adalah:

- Apakah WACC mengubah gearing seperti yang disarankan oleh kelompok tradisionalis dan MM (setelah pajak)?
- Apakah hal tersebut bergerak ke tingkat minimum pada tingkat gearing tertentu yang kurang dari 100 persen dan kemudian meningkat seiring dengan meningkatnya gearing, seperti yang ditegaskan oleh para tradisionalis?

Publikasi artikel MM mengenai struktur modal diikuti oleh sejumlah penelitian yang menjawab pertanyaan-pertanyaan di atas.

Modigliani dan Miller (1958) sendiri memimpin penelitian yang menggunakan data mengenai sejumlah perusahaan utilitas minyak dan listrik. Mereka sampai pada kesimpulan bahwa WACC tidak bergantung pada tingkat gearing (mendukung proposisi sebelum pajak mereka).

Weston (1963) mengkritik hasil MM dengan dasar bahwa mereka terlalu banyak menyederhanakan asumsi. Weston sendiri menggunakan data bisnis utilitas listrik untuk menunjukkan bahwa proposisi MM setelah pajak valid karena WACC tampaknya menurun seiring dengan peningkatan gearing. Miller dan Modigliani (1966) kembali ke lapangan dan, sekali lagi dengan menggunakan bisnis utilitas listrik, mereka juga menemukan bukti yang mendukung proposisi setelah pajak.

Hamada (1972) menemukan bahwa biaya ekuitas meningkat seiring dengan tingkat gearing. Masulis (1980) menemukan bahwa pengumuman niat suatu perusahaan untuk meningkatkan tingkat gearingnya cenderung dikaitkan dengan kenaikan harga ekuitasnya. Demikian pula, pengumuman niat untuk mengurangi gearing cenderung berdampak buruk pada nilai ekuitas. Hal ini jelas mendukung proposisi MM setelah pajak. Hal ini juga

menyiratkan bahwa, jika terdapat tingkat gearing yang optimal, investor cenderung percaya bahwa bisnis-bisnis tersebut beroperasi di bawah tingkat tersebut.

DeAngelo dan Masulis (1980) menemukan peningkatan nilai bisnis seiring dengan peningkatan gearing hingga titik tertentu, dan penurunan nilai seiring bertambahnya utang. Hal ini disebabkan fakta bahwa keuntungan pajak dapat menjadi semakin berkurang nilainya dengan gearing yang lebih tinggi karena bisnis tersebut mungkin tidak memiliki laba operasional kena pajak yang cukup untuk menetapkan beban bunga: dengan kata lain, pengurangan pajak atas bunga menjadi tidak relevan. Barclay, Smith dan Watts (1995) menemukan, berdasarkan data AS, bahwa bunga yang dapat dikurangkan dari pajak merupakan salah satu faktor dalam tingkat gearing, namun tidak terlalu signifikan.

Homaifar, Zeitz dan Benkato (1994) menemukan bukti berdasarkan data AS bahwa tingkat gearing cenderung lebih tinggi ketika bisnis terkena tarif pajak perusahaan yang lebih tinggi: dengan kata lain, semakin besar nilai tax shield, semakin tinggi tingkat pajak perusahaan. utang. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki tingkat pendanaan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil, hal ini mungkin mencerminkan lebih mudahnya perusahaan-perusahaan besar dalam memperoleh pendanaan eksternal. Poin pajak dan ukuran ini dikonfirmasi oleh Ozkan (2001), dengan menggunakan data Inggris. Ia juga menemukan bukti bahwa dunia usaha mempunyai target rasio gearing yang ingin mereka kembalikan dengan cepat ketika mereka menyimpang dari target tersebut. Dia menyimpulkan dari fakta bahwa mereka kembali ke target dengan cepat bahwa kerugian yang diakibatkan karena tidak berada pada posisi optimal mereka sangatlah besar. Eriotis, Vasilou dan Ventoura-Neokosmidi (2007) menemukan, berdasarkan analisis terhadap 129 bisnis yang terdaftar di Bursa Efek Athena, bahwa bisnis besar di Yunani cenderung memiliki tingkat capital gearing yang lebih tinggi dibandingkan bisnis kecil.

Graham dan Harvey (2001) menemukan bahwa, di antara perusahaan-perusahaan Amerika yang mereka survei, manfaat pajak dari pembiayaan utang dipandang sebagai faktor penting dalam keputusan capital gearing. Hal ini terutama berlaku di kalangan usaha besar yang tarif pajaknya lebih tinggi. Mereka juga menemukan bahwa dunia usaha tidak melihat potensi kerugian akibat kebangkrutan sebagai isu yang penting, kecuali bagi dunia usaha yang sudah relatif lemah secara finansial. Di sisi lain, banyak bisnis yang mengkhawatirkan peringkat kredit utang mereka (AAA, AA, dll.). Hal ini mungkin menunjukkan kekhawatiran mengenai kesulitan keuangan. Graham dan Harvey juga menemukan bahwa hanya 19 persen perusahaan yang tidak memiliki target rasio gearing, meskipun beberapa dari 81 persen perusahaan memiliki rasio yang cukup fleksibel.

Cohen dan Yagil (2010), yang mensurvei para manajer di sejumlah bisnis besar di berbagai industri dan negara, secara umum menemukan hal yang sama seperti Graham dan Harvey mengenai isu-isu penting dalam keputusan pendanaan. Bukti formal tampaknya menjawab pertanyaan pertama di atas: WACC menurun seiring dengan peningkatan gearing. Namun, ini tidak benar-benar menjawab pertanyaan kedua. Jadi kita tidak tahu dari bukti formal apakah WACC mencapai titik terendah di bawah 100 persen, setelah itu mulai meningkat.

Survei yang dilakukan oleh Cohen dan Yagil (2007) menemukan perbedaan besar antar sektor industri dalam hal tingkat gearing. Tingkat rata-rata gearing tertinggi terdapat pada bisnis perbankan dan keuangan (yang mana utang mencapai 72 persen dari total pembiayaan). Yang terendah terjadi pada bisnis teknologi (yang utangnya hanya 26 persen). Hasil survei menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara tingkat financial gearing dan tingkat risiko bisnis (yang diukur dengan beta). Bisnis yang beroperasi di sektor-sektor yang dianggap paling berisiko cenderung memiliki tingkat pembiayaan utang yang paling rendah.

Tampaknya juga terdapat perbedaan internasional dalam hal tingkat perlengkapan. Cohen dan Yagil (2007) mengamati tingkat gearing relatif di Kanada, Jerman, Jepang, Inggris dan Amerika Serikat. Mereka menemukan bahwa utang terhadap nilai total di Inggris rata-rata mencapai 49,0 persen. Angka ini dibandingkan dengan rata-rata seluruh bisnis dalam survei sebesar 50,0 persen dan variasi yang cukup besar antar masing-masing negara. Dunia usaha di Jepang mempunyai tingkat gearing yang paling tinggi (62,1 persen) dan Amerika Serikat yang paling rendah (41,6 persen). Perbedaan-perbedaan ini mungkin dapat dijelaskan oleh karakteristik komersial nasional. Misalnya, tarif pajak perusahaan yang tinggi cenderung mendorong pinjaman; Inggris memiliki tarif pajak yang relatif rendah. Selain itu, pembiayaan bank lebih bersifat tradisional di beberapa negara dibandingkan di negara lain: misalnya, hal ini lebih banyak terjadi di Jerman dan Jepang dibandingkan di Inggris.

11.10 GEARING DAN BIAYA MODAL – KESIMPULAN

Pertanyaan sentral mengenai gearing adalah apakah pada kenyataannya kaum tradisionalis atau MM yang paling tepat menjelaskan efek gearing. Pandangan tradisional adalah bahwa pemegang saham tidak terlalu memperhatikan peningkatan risiko yang ditimbulkan oleh peningkatan jumlah gearing hingga mencapai tingkat yang tinggi. Tampaknya ini naif. Tampaknya bertentangan dengan sebagian besar bukti efisiensi pasar modal. Pengujian terhadap efisiensi pasar modal menunjukkan bahwa hanya sedikit hal penting yang luput dari perhatian. Tampak jelas bahwa peningkatan tingkat gearing sangat signifikan bagi pemegang saham, karena gearing meningkatkan kisaran kemungkinan keuntungan. Karena sebagian besar investor tampaknya menghindari risiko, maka meningkatkan kisaran hasil yang mungkin akan menjadi hal yang tidak menarik bagi mereka. Bukti formal mengenai dampak gearing yang dikutip di atas juga bertentangan dengan pandangan tradisional karena terlihat bahwa tingkat gearing secara luas mempengaruhi return ekuitas dan WACC seperti yang disarankan oleh MM (setelah pajak). Di sisi lain, pengamatan sepintas menunjukkan bahwa manajemen perusahaan tampaknya tidak percaya pada tingkat gearing yang sangat tinggi, dan hal ini justru mendukung pandangan tradisional. Ada konflik di sini. Mungkin kedua faktor ini dapat diselaraskan.

Analisis MM (setelah pajak) bergantung pada sejumlah asumsi, yang sebagian besar tampaknya tidak terlalu disederhanakan untuk melemahkan kesimpulan. Namun, dua dari asumsi ini, mempertanyakan proposisi MM. Ini adalah:

- bahwa tidak ada biaya kebangkrutan; Dan

● Bahwa tingkat bunga yang diminta oleh pemberi pinjaman tetap sama di semua tingkat persneling. Kami sekarang akan melihat lebih dekat pada dua asumsi ini.

Asumsi MM Ditinjau Kembali

Tidak ada biaya kebangkrutan

Pentingnya asumsi ini terletak pada kenyataan bahwa keberadaan tingkat tinggi keuangan hutang mengungkapkan bisnis pada risiko bahwa ia tidak akan dapat memenuhi kewajiban pembayarannya kepada pemberi pinjaman, setidaknya tidak keluar dari arus kas operasinya, jika itu Bisnis harus mengalami periode perdagangan yang sangat merugikan. Meskipun sama benarnya bahwa bisnis semua-ekuitas mungkin mengalami kesulitan membayar dividen dalam keadaan ekonomi yang sama, ada perbedaan penting.

Pemberi pinjaman memiliki hak kontraktual untuk menerima bunga dan pembayaran modal pada tanggal jatuh tempo. Jika mereka tidak menerima ini, mereka memiliki kekuatan hukum untuk menegakkan pembayaran. Latihan kekuatan semacam itu dapat, dalam praktiknya, mengarah pada likuidasi aset dan penutupan bisnis. Untuk alasan yang telah kita bahas (terutama melalui pasar yang tampaknya tidak efisien dalam aset nyata), ini biasanya akan merugikan pemegang saham biasa dan melakukannya secara signifikan.

Ini didukung oleh bukti penelitian. Andrade dan Kaplan (1998) memperkirakan, dari studi terhadap 31 bisnis yang menjadi tertekan secara finansial selama 1980 -an, bahwa biaya kebangkrutan, atau mendekati itu, mewakili antara 10 dan 20 persen dari nilai bisnis. Ini secara luas didukung oleh Cohen dan Yagil (2007), yang meminta para manajer yang disurvei untuk memperkirakan biaya potensi kebangkrutan. Respons rata -rata sekitar 10 persen. Jika kita mengambil bisnis hipotetis yang bangkrut yang dibiayai 50/50 oleh utang dan ekuitas, biaya untuk pemegang saham (yang biasanya akan menanggung semua biaya) mewakili antara 20 dan 40 persen dari nilai investasi mereka - yang sangat signifikan jumlah.

Sebaliknya, baik dalam bisnis yang tidak diarahkan maupun dalam bisnis yang tidak berpakaian, tidak ada pemegang saham biasa memiliki hak untuk menegakkan deklarasi dan pembayaran dividen. Risiko kebangkrutan mungkin tidak signifikan pada tingkat gearing yang rendah, jika hanya karena kekurangan uang tunai untuk pembayaran bunga dapat dipinjam dari beberapa sumber lain - kemungkinan mungkin tidak tersedia untuk bisnis yang sangat diarahkan dalam kesulitan.

Suku bunga yang diminta oleh pemberi pinjaman tetap sama di semua tingkat persneling

Pada tingkat yang sangat rendah dari memperhitungkan posisi pemberi pinjaman adalah salah satu keamanan yang hebat, dengan nilai pinjaman mereka mungkin ditanggung berkali -kali oleh nilai aset bisnis. Dengan meningkatnya gearing, posisi ini terkikis sampai pada pemberi pinjaman tingkat yang sangat tinggi, karena mereka menyediakan sebagian besar keuangan, menanggung sebagian besar risiko.

Kembali ke Contoh 11.1 (La Mer), anggaplah bahwa bisnis yang tidak perlu diperluas (yaitu, hanya satu kapal pesiar senilai Rp. 1 Miliyar) dibiayai 90 persen dengan saham ekuitas dan 10 persen dengan uang kertas pinjaman. Di sini nilai kapal pesiar harus turun 90 persen sebelum keamanan pemberi pinjaman akan terancam. Bahkan jika rasio ekuitas/utang pindah ke 80/20, keamanan pemberi pinjaman, sementara secara teori sedikit melemah, tidak akan kurang dalam hal praktis daripada mereka hanya menyediakan 10 persen dari keuangan.

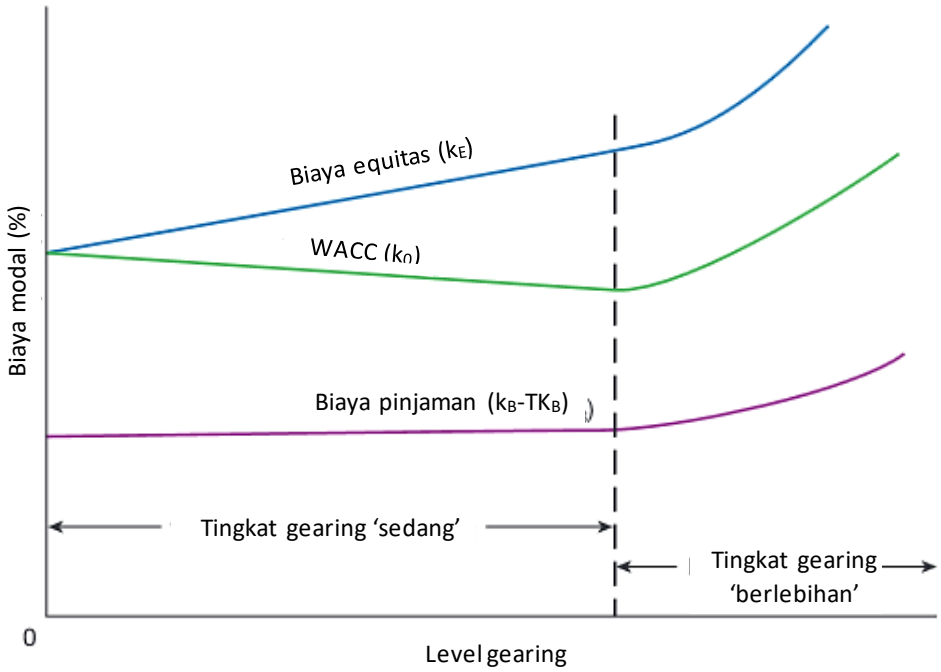
Namun, jika rasio dipindahkan ke 10/90, hanya penurunan kecil (10 persen) dalam nilai kapal pesiar yang akan membuat pemberi pinjaman menanggung risiko. Cukup alami, pemberi pinjaman akan menuntut pengembalian tinggi untuk mendorong mereka untuk meminjamkan bisnis yang sangat cocok, mungkin sesuatu seperti pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham ekuitas.

Secara logis, pemberi pinjaman tidak akan melihat risiko (dan diperlukan pengembalian) meningkat secara signifikan dengan peningkatan persneling di ujung bawah. Lagi pula, kecuali aset di mana keamanan bertumpu sangat fluktuatif dalam nilainya, nilai aset/rasio utang 5/1 mungkin sebagus 10/1; Pemberi pinjaman hanya dapat menuntut untuk dibayar sekali. Jika rasio ini meningkat menjadi lebih dekat 1/1, pemberi pinjaman tidak diragukan lagi akan mulai melihat berbagai hal secara berbeda.

11.11 TEORI TRADE-OFF

Patut dicatat bahwa tidak satupun dari dua asumsi MM yang 'lemah' di atas secara signifikan mempengaruhi posisi pada tingkat gearing yang lebih rendah. Namun, pada tingkat yang lebih tinggi, mereka mulai tampak besar. Mengingat hal ini, dan dengan mempertimbangkan bukti-bukti yang telah kita diskusikan secara singkat, mungkin kita dapat menarik kesimpulan sementara.

Hingga tingkat gearing yang moderat, keuntungan pajak dari pinjaman akan menyebabkan WACC menurun seiring dengan semakin banyaknya gearing yang diperkenalkan, seperti yang diperkirakan oleh MM (setelah pajak). Di luar tingkat yang moderat, risiko kebangkrutan (bagi pemegang saham) dan pengenalan risiko nyata kepada pemberi pinjaman akan meningkatkan imbal hasil yang dibutuhkan oleh masing-masing kelompok, menjadikan WACC angka yang sangat tinggi pada tingkat gearing yang tinggi. Gambar 11.5 menggambarkan kesimpulan ini dengan kE, k0 dan kB semuanya mengikuti pola yang sama seperti yang ditunjukkan pada Gambar 11.4 (MM setelah pajak) hingga tingkat gearing yang moderat dan kemudian semuanya mulai meningkat ke tingkat yang sangat tinggi seiring dengan diperkenalkannya gearing lebih lanjut.



Di sini diasumsikan bahwa ada beberapa logika dalam kasus MM dan, oleh karena itu, WACC akan turun seiring dengan peningkatan gearing. Namun, ketika tingkat gearing meningkat di atas tingkat 'moderat', baik pemegang saham maupun pemberi pinjaman akan semakin sadar akan risiko tersebut. Akibatnya mereka akan mencari imbalan yang lebih tinggi sebagai kompensasi. Hal ini akan mendorong WACC naik tajam. Dengan demikian akan ada tingkat gearing yang optimal.

Gambar 11.5 Biaya modal untuk berbagai tingkat gearing – kemungkinan rekonsiliasi antara pandangan tradisional, pandangan MM (setelah pajak) dan apa yang tampaknya terjadi dalam praktik

Kemungkinan besar, dalam kehidupan nyata, 'moderat' bukanlah suatu titik tetap untuk bisnis tertentu; melainkan kisaran di bawah yang dapat dipertahankan oleh proposisi MM, namun jelas tidak melebihi kisaran tersebut. Pertanyaan kuncinya adalah, apa yang dimaksud dengan 'moderat'? Permasalahannya adalah bahwa 'moderat' kemungkinan besar sulit untuk didefinisikan dan, oleh karena itu, merupakan masalah penilaian bagi para manajer keuangan. Hal ini harus menjadi titik di mana keseimbangan tercapai antara keuntungan pajak, di satu sisi, dan biaya kebangkrutan serta meningkatnya biaya pinjaman, di sisi lain. Hal ini akan bervariasi dari satu industri ke industri lainnya dan sampai batas tertentu akan bergantung pada risiko bisnis (mungkin diukur dengan beta) dari investasi yang dilakukan oleh bisnis tertentu. Seperti yang telah kita lihat sebelumnya, bisnis yang dipandang memiliki tingkat risiko bisnis yang tinggi cenderung memiliki tingkat perlengkapan finansial yang relatif rendah. Secara lebih formal, hubungan antara nilai bisnis yang diarahkan dan tidak diarahkan dapat dinyatakan sebagai:

$$V_C = V_U + TB_G - \text{Nilai sekarang dari perkiraan biaya kebangkrutan}$$

Ketika gearing meningkat, nilai perlindungan pajak (TBG) meningkat, namun demikian juga dengan perkiraan biaya kebangkrutan. Pada titik tertentu, yang terakhir akan lebih besar daripada yang pertama. Kesimpulan ini, bahwa memilih tingkat gearing memerlukan

keseimbangan antara perlindungan pajak dan biaya kebangkrutan, yang dikenal sebagai teori trade-off capital gearing.

11.12 TEORI URUTAN KEKUASAAN

Hal ini dikemukakan, pertama oleh Myers (1984), bahwa dunia usaha tidak mengikuti teori trade-off atau, paling tidak, tidak mengikuti prinsip-prinsip tersebut. Inti dari teori pecking order Myers adalah gagasan bahwa dunia usaha enggan menerbitkan saham baru. Tampaknya ada tiga alasan mengapa dunia usaha harus enggan:

- Seperti yang kita lihat di Bab 8, penerbitan saham memerlukan biaya yang mahal.
- Ada anggapan bahwa para manajer sering kali merasa bahwa harga saham bisnis mereka terlalu rendah dari nilai sebenarnya. Menerbitkan saham baru pada nilai yang 'rendah' ini, dalam keadaan seperti ini, akan merugikan pemegang saham lama dan tidak memberikan keuntungan bagi pemegang saham yang mengambil saham baru tersebut.
- Berdasarkan poin sebelumnya, para manajer khawatir bahwa pasar mungkin memandang penerbitan saham sebagai tanda bahwa direksi yakin bahwa harga saham tersebut terlalu mahal di pasar saham. Alternatifnya, hal ini dapat dipandang sebagai tindakan putus asa, yang hanya dilakukan ketika perusahaan tidak mempunyai pilihan lain. Kedua poin ini kemungkinan besar akan menyulitkan penerbitan dan dapat menyebabkan harga penerbitan yang rendah.

Akibatnya, menurut teori pecking order, bisnis akan cenderung membiayai aktivitasnya berdasarkan urutan preferensi berikut:

1. Laba ditahan.
2. Hutang yang relatif murah untuk diperoleh, terutama jika berbentuk pinjaman berjangka dari bank atau lembaga serupa.
3. Penerbitan saham (sebagai pilihan terakhir).

Teori pecking order kadang-kadang dikemukakan sebagai alternatif yang ketat terhadap teori trade-off, namun ada kemungkinan bahwa keduanya dapat bekerja sama. Misalnya, dunia usaha mungkin secara luas mengikuti prinsip-prinsip teori trade-off namun mencoba mendanai ekuitas baru dari laba ditahan (dan menghindari penerbitan saham baru) dan, mungkin, lebih mengandalkan pembiayaan utang daripada yang ditentukan secara ketat oleh pasar modal. keluar dari teori.

Bukti tentang teori pecking order

Graham dan Harvey (2001) melakukan survei besar-besaran terhadap sikap para manajer senior dalam sampel besar perusahaan-perusahaan besar di AS pada tahun 1999. Cakupan penelitiannya luas, namun mereka memberikan cukup banyak perhatian untuk menguji teori pecking order. Graham dan Harvey menemukan bahwa perilaku manajer AS tampaknya konsisten dengan kedua teori tersebut. Mereka menemukan bahwa dunia usaha enggan menerbitkan saham baru karena dianggap saham yang ada dinilai terlalu rendah. Hal ini sepertinya menjadi pertimbangan penting dalam pengambilan keputusan penerbitan saham. Mereka melaporkan bahwa manajer senior di lebih dari dua pertiga bisnis percaya bahwa saham mereka dinilai terlalu rendah.

Deloitte (2007) melakukan survei terhadap sejumlah manajer keuangan senior di perusahaan-perusahaan besar di Inggris pada musim gugur tahun 2007. Survei tersebut menunjukkan bahwa 63 persen dari para manajer ini percaya bahwa pasar saham meremehkan bisnis mereka. Hal ini terjadi meskipun 60 persen dari mereka percaya bahwa pasar cukup menghargai bisnis secara umum. Hal ini sesuai dengan teori pecking order. Cohen dan Yagil (2007) menemukan bahwa 72,5 persen manajer yang disurvei percaya bahwa bisnis mereka dinilai terlalu rendah oleh pasar. Graham dan Harvey (2001) juga menemukan bahwa sebagian besar bisnis memiliki rasio target gearing, yang tidak konsisten dengan teori pecking order. Frank dan Goyal (2003) menguji teori pecking order berdasarkan apa yang sebenarnya dilakukan oleh sebagian besar bisnis di AS (bukan apa yang dirasakan manajer) selama periode 1980 hingga 1998. Mereka menemukan bahwa bisnis tersebut berperilaku persis seperti yang diharapkan. sejalan dengan teori trade-off dan tidak seperti yang diperkirakan akan terjadi jika teori pecking order valid. Khan dan Adom (2015) mereplikasi penelitian Frank dan Goyal, namun pada sepuluh tahun berikutnya (1999 hingga 2009), dan mencapai kesimpulan serupa. Mereka tidak menemukan keengganan di pihak dunia usaha untuk meningkatkan pembiayaan ekuitas. Bunn dan Young (2004), yang mengambil pendekatan serupa dengan Frank dan Goyal, namun menggunakan data Inggris, menemukan dukungan yang jelas terhadap teori trade-off. Mehrotra, Mikkelson dan Partch (2005) menganalisis perilaku 98 bisnis di AS dan menyimpulkan bahwa mereka tampaknya bertindak dengan cara yang konsisten dengan teori trade-off, namun tidak dengan teori pecking order. Barclay dan Smith (2005) menemukan bahwa bisnis tampaknya memiliki rasio gearing target, yang sejalan dengan teori trade-off. Mereka juga mencatat bahwa bisnis-bisnis AS yang mereka analisis tampaknya bersiap untuk menyimpang dari target selama jangka waktu tertentu, dan tampaknya untuk sementara waktu mengikuti aturan pecking order theory. Beattie, Goodacre dan Thomson (2006) mensurvei sejumlah perusahaan di Inggris dan menemukan bahwa sekitar setengah dari perusahaan tersebut memiliki rasio gearing target, yang konsisten dengan teori trade-off. Separuh lainnya tidak mengikuti teori trade-off sama sekali, atau hanya sebagian yang mengikutinya; perilaku mereka tampaknya konsisten dengan teori pecking order. Cohen dan Yagil (2010) merasa bahwa tanggapan dari para manajer yang mereka survei menunjukkan dukungan terhadap teori pecking order. Secara khusus, mereka menemukan bahwa frekuensi perusahaan-perusahaan tersebut mengumpulkan pendanaan baru dari berbagai sumber sama persis dengan prediksi teori tersebut. Artinya, yang paling sering dilakukan adalah laba ditahan, diikuti utang, dan penerbitan saham baru berada di urutan terakhir. Dang (2013) meninjau bukti dari Inggris, Perancis dan Jerman dan menemukan bahwa dunia usaha cenderung kembali ke rasio gearing target mereka dengan cepat dan bahwa keputusan struktur modal mereka tampaknya lebih baik dijelaskan oleh teori trade-off dibandingkan dengan pecking order.

Diskusi mengenai kedua teori tersebut sering kali menunjukkan bahwa keduanya merupakan alternatif yang ketat; bisnis mengikuti salah satu atau yang lain. Sebaliknya, bukti menunjukkan bahwa sebagian besar bisnis dengan jelas mengikuti teori trade-off dan memiliki rasio gearing target yang mencerminkan pandangan masing-masing bisnis mengenai trade-off. Namun hal ini sering kali dapat diatasi, setidaknya dalam jangka pendek, dengan

pertimbangan yang mencerminkan teori pecking order. Tucker dan Stoja (2011) menemukan bahwa bagi bisnis di Inggris, teori trade-off dan pecking order sering kali berjalan beriringan, dengan laba ditahan biasanya digunakan untuk kembali ke target ketika peningkatan utang tambahan telah mengganggu keseimbangan.

11.13 KEMUNGKINAN FAKTOR PENENTU CAPITAL GEARING

Setelah meninjau teori dan bukti mengenai capital gearing, kita mungkin dapat merangkum faktor-faktor yang akan mempengaruhi keputusan bisnis mengenai capital gearing. Ini adalah:

- Biaya pelayanan modal. Suku bunga yang berlaku akan menjadi faktor yang relevan.
- Tarif pajak. Di Inggris, dan terlebih lagi di banyak negara lain, terdapat keuntungan pajak yang jelas dengan membayar Rp. 1 bunga pinjaman dibandingkan membayar Rp. 1 dividen. Hal ini secara umum akan mendorong penggunaan pembiayaan utang.
- Kapasitas pajak. Pengeluaran yang dapat dikurangkan dari pajak tidak mempunyai nilai kecuali terdapat penghasilan kena pajak yang dapat digunakan untuk menetapkannya.
- Pendapatan penjualan yang berfluktuasi dan/atau perlengkapan operasional yang tinggi. Salah satu dari faktor-faktor ini, dan khususnya kombinasi keduanya, dapat menyebabkan fluktuasi besar dalam imbal hasil yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa. Hal ini mungkin menghadapkan pemegang saham pada tingkat risiko yang tidak dapat diterima terkait dengan keuntungan yang mereka peroleh. Hal ini juga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan biaya terkait bagi pemegang saham.
- Sifat aset bisnis. Bisnis dengan aset yang nilainya jauh lebih besar berdasarkan 'keberlangsungan hidup' dibandingkan dengan penjualan kebangkrutan, yaitu bisnis dengan potensi biaya kebangkrutan yang tinggi, kemungkinan besar akan menghindari tingkat gearing yang tinggi.
- Keengganan untuk menerbitkan saham baru. Dunia usaha biasanya merasa bahwa pasar meremehkan saham mereka dan tidak ingin menerbitkan saham baru dengan harga yang 'undervalued'. Ada juga ketakutan bahwa pasar akan menganggap penerbitan saham sebagai upaya terakhir, yang berarti bahwa bisnis sedang dalam kesulitan.
- Biaya peningkatan modal. Sebagian besar pembiayaan ekuitas berasal dari mempertahankan keuntungan. Di sini biaya 'penerbitan' adalah nol, sedangkan penerbitan saham, bahkan penerbitan saham, relatif mahal. Pembiayaan utang cenderung murah untuk dikumpulkan. Tidak dapat dipungkiri, fakta-fakta ini akan mempengaruhi sebagian besar keputusan mengenai capital gearing.

11.14 MM, TEORI PORTOFOLIO MODERN DAN CAPM

Sebelum meninggalkan subjek capital gearing dan pengaruhnya terhadap WACC, mungkin kita harus mempertimbangkan bagaimana hal ini berhubungan dengan teori portofolio modern secara umum, dan model penetapan harga aset modal pada khususnya. Pada awal bab ini kita telah melihat bahwa penerapan capital gearing menghadapkan pemegang saham biasa pada dua jenis risiko, yaitu risiko bisnis dan risiko keuangan.

Pertanyaan yang kini muncul adalah bagaimana keduanya berhubungan dengan risiko spesifik dan risiko sistematis.

Kita harus ingat dari Bab 7 bahwa risiko bisnis memiliki dua komponen, bagian spesifik atau dapat didiversifikasi dan bagian sistematis yang harus ditanggung oleh investor. Gambar 11.1 menggambarkan hubungan antara risiko bisnis dan risiko keuangan; hal ini menunjukkan bahwa risiko keuangan hanya menambah atau menonjolkan risiko bisnis. Oleh karena itu, masuk akal jika risiko bisnis bersifat spesifik dan sistematis, maka hal ini juga berlaku untuk risiko keuangan. Artinya, seperti halnya risiko bisnis, sebagian risiko finansial dapat didiversifikasi; hal ini juga berarti bahwa sebagian dari hal tersebut tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi.

Kesimpulan logis dari hal ini adalah bahwa saham ekuitas dalam bisnis yang diarahkan memiliki beta yang lebih tinggi dibandingkan saham dalam bisnis yang semuanya ekuitas. Memang benar demikian. Kita tahu bahwa beta bersifat aditif. Artinya, beta untuk suatu portofolio adalah rata-rata (ditimbang berdasarkan nilai pasar) beta dari konstituen portofolio. Oleh karena itu (mengabaikan pajak):

$$\beta_{EE} = \beta_{EG}\frac{S_G}{S_G + L_G} + \beta_{LG}\frac{L_G}{S_G + L_G}$$

Di mana

b_{EE} adalah beta dari ekuitas bisnis yang seluruhnya bersifat ekuitas

b_{EG} adalah beta dari ekuitas bisnis yang diarahkan.

b_{LG} adalah beta dari saham pinjaman dari bisnis yang diarahkan.

Hal ini mengasumsikan bahwa kedua bisnis tersebut identik dalam segala hal kecuali metode pendanaannya. Jika kita memperhitungkan 'tax shield' utang, hubungan antara beta adalah:

$$\beta_{EE} = \beta_{EG}\frac{S_G}{S_G + L_G(1-T)} + \beta_{LG}\frac{L_G(1-T)}{S_G + L_G(1-T)}$$

dimana T adalah tarif pajak perusahaan.

Jika kita berasumsi bahwa saham pinjaman tersebut tanpa risiko (β_{EG} = 0), maka:

$$\beta_{EE} = \beta_{EG}\frac{S_G}{S_G + L_G} \text{ (Pajak yg diperbolehkan)}$$

Penataan ulang memberikan:

$$\beta_{EG} = \beta_{EE}\left(1 + \frac{L_G}{S_G}\right)$$

$$\beta_{EG} = \beta_{EE} + \left(\beta_{EE}\frac{L_G}{S_G}\right)$$

Atau

$$\beta_{EG} = \beta_{EE} + \left(\beta_{EE}\frac{L_G(1-T)}{S_G}\right) + dari\ akun\ pajak$$

Dengan kata lain, risiko yang melekat pada ekuitas dalam bisnis yang diarahkan sama dengan risiko terhadap ekuitas dalam bisnis yang seluruhnya bersifat ekuitas ditambah premi risiko finansial yang bergantung pada risiko seluruh ekuitas dasar dan pada tingkat gearing. Ini hanyalah cara lain untuk mengatakan:

Total resiko sistematis (equitas dalam bisnis yang diarahkan)
= Resiko bisnis sistematis + Resiko keuangan sistematis

Risiko bisnis, sebagaimana kita ketahui, dapat diukur dengan b, dan risiko keuangan hanyalah sebuah aksentuasi dari risiko yang sama. Hal ini sepenuhnya konsisten dengan pernyataan MM.

11.15 RATA-RATA TERTIMBANG BIAYA MODAL DITINJAU KEMBALI

Menjelang akhir Bab 10 dikatakan bahwa ada dua poin tentang penggunaan WACC yang sebaiknya dipertimbangkan sekarang.

Biaya modal elemen pembiayaan pada tingkat gearing yang berbeda

Kita telah melihat dalam bab ini bahwa biaya berbagai elemen keuangan jangka panjang sebagian bergantung pada tingkat capital gearing. Prinsip dasar MM dan model tradisional adalah bahwa, seiring dengan peningkatan gearing, biaya ekuitas juga meningkat. Apakah kita menyimpulkan biaya modal dengan menggunakan pendekatan tradisional (berdasarkan harga pasar) atau dengan menggunakan CAPM, angka-angka yang kita hitung akan didasarkan pada tingkat gearing tertentu dan, oleh karena itu, tingkat gearing tersebut akan mempengaruhi biaya yang dikurangkan. Jika tingkat gearing tersebut bukan tingkat yang relevan dengan investasi yang dipertimbangkan, WACC yang akan digunakan sebagai tingkat diskonto harus mencerminkan perbedaan dalam tingkat gearing tersebut. Misalnya, ekuitas suatu bisnis mungkin dihitung mempunyai biaya sebesar 10 persen per tahun. Namun hal ini memerlukan tingkat penyesuaian tertentu. Katakanlah dalam kasus ini kita berbicara tentang bisnis yang seluruhnya bersifat ekuitas, yaitu zero gearing. Misalkan bisnis tersebut meminjam untuk mendanai proyek baru. Artinya, jika semua hal lain dianggap sama, biaya ekuitas akan meningkat. Jika sekarang kita ingin menghitung WACC untuk mendiskontokan estimasi arus kas proyek investasi baru, kita harus menyesuaikan biaya ekuitas dari 10 persen untuk mencerminkan tingkat gearing sebelum kita melakukan rata-rata tertimbang.

Nilai sekarang bersih yang disesuaikan

Terkait dengan poin sebelumnya adalah fakta bahwa kita mempunyai masalah dalam menjalankan proyek dengan NPV positif yang akan mengubah tingkat gearing (kecuali bisnis tersebut sepenuhnya dibiayai oleh ekuitas) dan, oleh karena itu, WACC. Nilai proyek NPV positif sepenuhnya menjadi milik pemegang saham dan meningkatkan nilai ekuitas. Ini mengubah WACC. Artinya WACC yang digunakan untuk menyimpulkan NPV salah.

Masalahnya adalah sampai kita dapat menyimpulkan NPV, kita tidak mengetahui berapa rasio gearing dan WACC yang tepat. Tanpa mengetahui WACC yang benar, kita tidak dapat menghitung NPV yang benar.

Cara paling praktis untuk mengatasi masalah ini adalah dengan menyimpulkan NPV dalam dua tahap. Pertama-tama kita menghitung NPV dengan asumsi bahwa seluruh investasi

dibiayai oleh ekuitas dan kemudian, ketika kita mengetahui NPV atas dasar ini, kita menyesuaikannya dengan dampak pajak dari pembiayaan utang. Hal ini sangat mirip (untuk alasan yang baik) dengan hubungan antara nilai bisnis yang diarahkan dan tidak diarahkan yang muncul di atas.
Untuk bisnis secara keseluruhan:

$$V_G = V_U + TB_G$$

Untuk proyek investasi:

$$\mathrm{NPV_G} = \mathrm{NPV_U} + TB_p$$

Di mana:

NPV_G adalah NPV jika proyek dilakukan oleh bisnis yang diarahkan NPV_U adalah NPV jika proyek dilakukan oleh bisnis yang semuanya ekuitas T adalah tarif pajak perusahaan

BP adalah nilai pembiayaan utang yang digunakan untuk membiayai proyek.

Sekitar 11 persen bisnis di AS yang disurvei oleh Graham dan Harvey (2001) menggunakan pendekatan NPV yang disesuaikan.

Di mana:
NPVG adalah NPV jika proyek dilakukan oleh bisnis yang diarahkan NPVU adalah NPV jika proyek dilakukan oleh bisnis yang semuanya ekuitas T adalah tarif pajak perusahaan
BP adalah nilai pembiayaan utang yang digunakan untuk membiayai proyek.
Sekitar 11 persen bisnis di AS yang disurvei oleh Graham dan Harvey (2001) menggunakan pendekatan NPV yang disesuaikan.

Capital (keuangan) gearing (CG)

- CG berarti pembiayaan sebagian melalui pembiayaan dengan imbal hasil tetap (dalam praktiknya, biasanya melalui pinjaman, bukan saham preferen).
- Pinjaman relatif murah karena:
- risiko rendah bagi pemberi pinjaman;
- pengurangan pajak.
- CG mempunyai potensi untuk meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham.
- CG mempunyai pengaruh meningkatkan variabilitas (risiko) imbal hasil kepada pemegang saham.

Pandangan tradisional

- Dua alasan mengapa pinjaman menjadi murah menyebabkan penurunan WACC.
- Pemegang saham dan pemberi pinjaman sama-sama tidak peduli terhadap peningkatan risiko pada tingkat gearing yang lebih rendah.
- Ketika gearing meningkat, kedua kelompok mulai khawatir – tuntutan imbal hasil yang lebih tinggi – WACC meningkat.
- WACC menurun (nilai ekuitas meningkat) seiring dengan diperkenalkannya gearing – mencapai nilai minimum – mulai meningkat lagi – tingkat gearing optimal.

Pandangan Modigliani dan Miller (MM).

- Para pemegang saham langsung merasa prihatin dengan adanya gearing karena meningkatkan kisaran kemungkinan keuntungan mereka.
- Mengabaikan pajak, pembiayaan utang yang 'murah' justru diimbangi dengan peningkatan biaya ekuitas sehingga WACC tetap konstan di semua tingkat gearing – tidak ada tingkat optimal – para manajer tidak perlu memikirkan pertanyaan-pertanyaan mengenai gearing.
- Dengan pajak, suku bunga cukup murah sehingga menyebabkan WACC turun meskipun biaya ekuitas meningkat – kesimpulan semua pembiayaan utang – tidak masuk akal karena dalam praktiknya, suku bunga akan meningkat pada tingkat gearing yang tinggi.

Pandangan modern: teori trade-off

- MM mungkin benar bahwa gearing bermanfaat hanya karena keringanan pajak.
- Pada tingkat gearing yang tinggi, biaya bisnis yang harus dilikuidasi (kebangkrutan) menjadi signifikan.
- Umumnya didukung dengan baik oleh bukti-bukti.
- Kesimpulan: dunia usaha harus bersiap pada titik di mana manfaat keringanan pajak seimbang dengan potensi kerugian akibat kebangkrutan – dalam hal ini WACC berada pada titik minimum dan nilai bisnis berada pada titik maksimal.

Teori urutan kekuasaan

- Manajer enggan melakukan penerbitan saham baru karena:
- Penerbitan saham mempunyai biaya penerbitan yang tinggi;
- banyak manajer percaya bahwa pasar meremehkan saham bisnis mereka; Dan
- beberapa manajer percaya bahwa pasar memandang penerbitan saham sebagai tindakan putus asa.
- Urutan utama penggalangan dana adalah:
  1. laba ditahan;
  2. pembiayaan utang;
  3. masalah ekuitas – sebagai upaya terakhir.
- Teori pecking order dapat dilihat sebagai penghambat teori trade-off, bukan sebagai alternatif yang tegas terhadap teori tersebut.
- Bukti dari teori pecking order menunjukkan bahwa teori ini tidak diterapkan secara luas sebagai strategi pembiayaan utama, meskipun teori ini dapat bertahan dalam jangka pendek.

BAB 12
KEPUTUSAN DIVIDEN

12.1 PENDAHULUAN

Dividen adalah pembayaran yang dilakukan oleh bisnis kepada pemegang sahamnya. Dalam beberapa kasus, hal ini tampaknya dipandang oleh direktur dan pemegang saham sebagai setara dengan pembayaran bunga berkala yang biasanya dilakukan kepada pemberi pinjaman; kompensasi atas keterlambatan konsumsi pemegang saham. Dividen juga dipandang sebagai pembagian keuntungan bisnis terkini kepada pemiliknya, yaitu pemegang saham. Suatu saham, seperti aset ekonomi lainnya (yaitu, aset yang nilainya tidak seluruhnya atau sebagian berasal dari sentimen atau emosi), dinilai berdasarkan arus kas masa depan yang diharapkan timbul dari saham tersebut. Kecuali pengambilalihan, likuidasi, atau pembelian kembali saham dipandang sebagai suatu kemungkinan, satu-satunya arus kas yang mungkin timbul dari suatu saham adalah dividen. Jadi nampaknya antisipasi dividen biasanya merupakan satu-satunya penentu harga saham dan juga biaya modal ekuitas.

Oleh karena itu, tampaknya para direktur sebaiknya meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan membayar dividen sebesar yang diperbolehkan oleh undang-undang dalam keadaan tertentu. Namun sikap ini menimbulkan beberapa pertanyaan. Apakah logis jika direktur dapat meningkatkan nilai saham perusahaan hanya dengan memutuskan untuk membayar dividen yang lebih besar; dapatkah nilai diciptakan dengan cara yang begitu sederhana? Bagaimana jika bisnis tersebut mempunyai peluang investasi baru yang menguntungkan; Apakah akan menguntungkan bagi pemegang saham jika perusahaan tidak membayar dividen agar tersedia cukup dana untuk melakukan investasi? Alternatifnya, haruskah perusahaan membayar dividen dan meningkatkan pendanaan yang diperlukan untuk peluang investasi dengan menerbitkan saham tambahan kepada masyarakat investor, mungkin termasuk pemegang saham lama yang ingin terlibat? Bahkan ketika perusahaan tidak melihat adanya peluang investasi yang menguntungkan, apakah perusahaan harus berhati-hati dan membayar dividen kurang dari jumlah penuh yang diperbolehkan oleh undang-undang? Apa yang seharusnya menjadi kebijakan dividen perusahaan dan apakah itu penting? Kita akan membahas pertanyaan-pertanyaan ini dalam bab ini.

12.2 MODIGLIANI DAN MILLER TENTANG DIVIDEN

Pada tahun 1961, Modigliani dan Miller (MM) menerbitkan sebuah artikel penting yang membahas tentang dividen dan pengaruhnya terhadap kekayaan pemegang saham (Miller dan Modigliani, 1961). Tema mereka mengembangkan lebih lanjut prinsip pemisahan Fisher, yang telah kita bahas di Bab 2. Di sana kita melihat contoh yang sangat sederhana yang menyarankan bahwa direksi tidak perlu memikirkan pembayaran dividen. Asalkan perusahaan mengambil semua proyek investasi yang tersedia dan memiliki NPV positif, ketika didiskontokan dengan biaya modal, kekayaan pemegang saham akan dimaksimalkan. Sisa dana harus dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen.

MM mengambil langkah lebih jauh dengan menegaskan bahwa nilai suatu saham tidak akan terpengaruh oleh pola dividen yang diharapkan darinya. Jika pemegang saham menginginkan dividen, mereka dapat memperolehnya dengan menjual sebagian kepemilikan sahamnya. Jika dividen dibayarkan kepada pemegang saham yang lebih memilih meninggalkan dananya dalam bisnis, mereka dapat membatalkan dividen tersebut dengan menggunakan uang tunai yang diterima untuk membeli saham tambahan dalam bisnis tersebut, di pasar modal. Mari kita gunakan contoh untuk mengilustrasikan proposisi MM.

Contoh 12.1 White plc mempunyai aset bersih dengan nilai sekarang bersih sebesar Rp. 5 miliyar. Ini termasuk uang tunai sebesar Rp. 1 Miliyar. Para direktur telah mengidentifikasi kemungkinan bahwa uang tunai ini dapat diinvestasikan dalam sebuah proyek yang arus masuknya diantisipasi memiliki nilai sekarang sebesar Rp. 2 Miliyar. Dengan asumsi White plc dibiayai oleh 1 juta saham biasa (tanpa gearing) dan investasi tersebut dilakukan dan tidak ada dividen yang dibayarkan, nilai setiap saham seharusnya adalah Rp. (5 + 2 - 1)Miliyar /1 Miliyar = Rp. 6. Jika, alih-alih melakukan investasi, uang tunai Rp. 1 Miliyar itu digunakan untuk membayar dividen, setiap saham akan bernilai Rp. (5 - 1) Miliyar/1 Miliyar = Rp. 4.000 dan pemegang satu saham akan mendapat Rp. 1.000 (the dividen) secara tunai.

Jelas akan menguntungkan pemegang saham jika perusahaan melakukan investasi, dan oleh karena itu investasi harus dilakukan. Jika White plc ingin membayar dividen (menggunakan seluruh kas yang tersedia) dan melakukan investasi, maka White plc perlu menggalang dana baru. Dengan asumsi bahwa perusahaan ingin mempertahankan status seluruh ekuitasnya, maka perusahaan perlu menerbitkan saham baru sebesar nilai dividen. Karena nilai bisnis setelah membayar dividen dan melakukan investasi adalah Rp. 5 Miliyar, hal ini akan menghasilkan harga penerbitan saham baru sebesar Rp. 5.000 masing-masing (200.000 di antaranya untuk memenuhi kebutuhan Rp. 1 Miliyar). Ini berarti bahwa pemegang saham awal akan memperoleh Rp. 1.000 per saham melalui dividen dan kehilangan Rp. 1.000 per saham, karena setiap saham akan memiliki nilai Rp. 5.000, bukan Rp. 6.000 yang akan berlaku jika tidak ada dividen yang dibayarkan. Dengan kata lain, dividen tidak akan berpengaruh terhadap kekayaan pemegang saham. Di sisi lain, melakukan investasi memberikan perbedaan yang signifikan terhadap kekayaan mereka.

Menciptakan dividen buatan sendiri

Perhatikan bahwa, jika investasi baru dilakukan, nilai saham asli masing-masing akan menjadi Rp. 6.000. Nilai ini merupakan kombinasi harga saham dan dividen. Terlepas dari jumlah dividen yang dibayarkan, pemegang saham individu dapat memilih berapa banyak dividen yang akan diambil. Misalkan tidak ada dividen yang dibayarkan atas saham White plc, namun pemegang saham tertentu yang memiliki 100 saham menginginkan uang tunai, katakanlah, Rp. 60.000. Pemegang saham dapat membuat dividen 'buatan sendiri' dengan menjual 10 saham (masing-masing seharga Rp. 6.000, nilainya saat ini).

Membatalkan dividen

Sebaliknya, dengan asumsi bahwa perusahaan tersebut membayar dividen sebesar Rp. 1.000 per saham (dan menerbitkan 200.000 saham baru tambahan seharga Rp. 5.000 untuk

membiayainya), pemegang saham yang tidak menginginkan dividen tetapi lebih memilih untuk mempertahankan investasinya tetap utuh dapat meniadakan dampak dari dividen tersebut. pembayaran dividen dengan menggunakan seluruh penerimaan dividen untuk membeli saham baru. Mari kita perhatikan lagi pemegang 100 saham yang menerima dividen Rp. 100.000. Uang tunai ini dapat digunakan untuk membeli 20 saham baru (masing-masing seharga Rp. 5.000), sehingga meningkatkan total investasi menjadi 120 saham. Nilainya adalah Rp. 600.000, sama dengan nilai 100 lembar saham seandainya tidak ada dividen yang dibayarkan. Menggunakan seluruh dividen untuk membeli saham baru akan memastikan bahwa pemegang saham kami mempertahankan proporsi kepemilikan yang sama (120 dari 1,2 juta saham) seperti yang dimiliki sebelum dividen dan penerbitan saham baru (100 dari 1,0 juta saham).

Dividen sebagai sisa

Contoh 12.1 mengilustrasikan poin utama MM, yaitu bahwa keputusan utama adalah keputusan investasi. Perusahaan harus melakukan semua investasi yang menghasilkan NPV positif jika didiskontokan dengan biaya peluang modal pemegang saham. Dana yang tersisa harus dibayarkan kepada pemegang saham, sehingga mereka dapat mengejar peluang lain. Dengan demikian, dividen merupakan sisa. MM berpendapat bahwa tidak masuk akal bagi pasar modal untuk menilai dua bisnis yang identik, secara berbeda hanya karena kebijakan dividennya. Jika perusahaan ingin membayar dividen, perusahaan dapat melakukannya dan mengumpulkan pendanaan yang diperlukan dengan menerbitkan ekuitas baru. Selain itu, pemegang saham individu yang tidak menyukai kebijakan dividen perusahaan dapat mengubahnya agar sesuai dengan selera mereka melalui penciptaan atau penolakan dividen secara 'buatan sendiri'.

Namun pernyataan MM bergantung pada beberapa asumsi yang validitasnya meragukan di dunia nyata. Kita akan membahas keterbatasan asumsi-asumsi ini pada bab selanjutnya. Derivasi formal dari proposisi MM terdapat dalam lampiran bab ini.

Apa yang MM tidak katakan

Sebelum kita melanjutkan untuk menilai apa yang dikatakan MM tentang dividen dibandingkan dengan pandangan tradisional dan melawan bukti-bukti tentang apa yang sebenarnya terjadi dalam kehidupan nyata, mungkin ada baiknya kita mengklarifikasi dengan tepat apa yang mereka katakan. Apa yang tidak mereka katakan adalah bahwa tidak masalah apakah dividen dibayarkan atau tidak, sejauh menyangkut nilai bisnis. Jika pemegang saham tidak pernah menerima dividen atau pembayaran tunai lainnya sehubungan dengan sahamnya, maka nilai saham tersebut harus nol. Yang dikatakan MM, pola dividen tidak relevan dengan penilaian. Tidak menjadi masalah kapan pembayaran dilakukan, dengan ketentuan:

- perusahaan berinvestasi pada semua proyek yang memiliki NPV positif jika didiskontokan dengan biaya peluang modal (opportunity cost of capital) pemegang saham (dan tidak berinvestasi pada proyek yang memiliki NPV negatif); Dan
- pada akhirnya seluruh hasil investasi dibayarkan secara tunai kepada pemegang saham.

'Akhirnya' mungkin memakan waktu yang sangat lama, namun pada prinsipnya hal ini tidak menjadi masalah. Sekalipun diperkirakan tidak ada uang tunai yang akan dihasilkan sampai bisnis tersebut dilikuidasi, hal ini tidak akan menyebabkan nilai saham menjadi lebih rendah dibandingkan dengan dividen biasa yang dibagikan pada saat itu. Oleh karena itu MM tidak meragukan validitas model dividen dalam menilai ekuitas, yang telah kita bahas di Bab 10.

Pada prinsipnya, waktu pembagian dividen tertentu tidak menjadi masalah bagi pemegang saham, asalkan dividen berikutnya adalah (1 + r)n kali alternatif sebelumnya, di mana r adalah keuntungan yang diharapkan pemegang saham (yaitu, biaya peluang modalnya) dan n adalah selang waktu antara dividen sebelumnya dan dividen selanjutnya.

Misalkan sebuah perusahaan dapat membayar dividen sekarang sebesar D. Alternatifnya, perusahaan tersebut dapat menginvestasikan jumlah tersebut sekarang dalam sebuah proyek yang akan menghasilkan satu arus kas masuk setelah n tahun, yang akan dibayarkan sebagai dividen pada saat itu. Para pemegang saham tidak akan peduli apakah dividen dibayarkan sekarang atau dalam n tahun, asalkan dividen berikutnya adalah D(1 + r)n. Hal ini karena D(1 + r)n mempunyai nilai sekarang D [yaitu, D(1 + r)n/(1 + r)n]. Jadi dividen D sekarang, atau D(1 + r)n dalam n tahun, seharusnya mempunyai pengaruh yang sama terhadap nilai saham dan kekayaan pemegang saham. Jika bisnis dapat berinvestasi pada proyek yang menghasilkan arus masuk lebih besar dari D(1 + r)n (yaitu, proyek dengan NPV positif), maka nilai saham akan meningkat. Tentu saja, seperti ditegaskan MM, pemegang saham perorangan selalu terbuka untuk memperoleh dividen dengan menjual sebagian kepemilikan sahamnya jika penundaan dividen tidak sesuai dengan rencana pengeluaran pribadinya.

Poin kuncinya di sini adalah seluruh dana bisnis adalah milik pemegang saham. Jika perusahaan mampu menginvestasikan dana tersebut secara lebih efektif, atas nama pemegang saham, dibandingkan yang dapat dilakukan oleh pemegang saham sendiri, maka perusahaan harus melakukan hal tersebut. Jika tidak dapat melakukan hal ini, maka harus mengembalikan dana tersebut kepada pemegang saham dan membiarkan mereka melakukan investasi. Tentu saja inilah alasan mengapa bisnis harus menggunakan biaya peluang modal pemegang saham sebagai tingkat diskonto dalam penilaian investasi. Jika potensi investasi bisnis tidak dapat mencapai tingkat tersebut, dana harus diteruskan kepada pemegang saham, yang dapat mencapainya.

12.3 PANDANGAN TRADISIONAL MENGENAI DIVIDEN

Sebelum MM membuat penegasan mereka, dan memberikan bukti yang masuk akal mengenai hal tersebut, pandangan yang diambil bukan hanya bahwa dividen adalah penentu utama nilai saham, namun juga bahwa Rp. 1.000 sebagai dividen tunai bernilai lebih dari Rp. 1.000 investasi.

Kaum tradisionalis akan menilai saham secara berbeda tergantung pada apakah dividen akan dibayarkan atau tidak dalam waktu dekat. Nilai yang lebih besar akan diberikan pada saham dimana dividen dibayarkan (dan, misalnya, penerbitan saham dilakukan untuk membiayainya) dibandingkan jika dividen tidak dibayarkan. Pandangan ini didasarkan pada

pendekatan 'bird in the hand is worth two in the bush' (burung di tangan bernilai dua di semak-semak), yaitu gagasan bahwa penerimaan yang terjamin akan meningkatkan nilai aset yang menjadi sumbernya.

Kembali ke White plc pada Contoh 12.1, jika saham diberi harga Rp. 6.000 sebelum dividen Rp. 1.000 per saham, maka harga saham tersebut tidak akan turun menjadi Rp. 5.000 ex dividen, menurut para tradisionalis, tetapi mungkin, katakanlah, Rp. 5.500. Dengan demikian kekayaan pemegang saham akan meningkat sebesar Rp. 500 per saham sebagai hasil dari dividen. Pandangan tradisional menyiratkan bahwa pembayaran dividen mengurangi persepsi pasar modal terhadap tingkat risiko yang melekat pada dividen di masa depan. Artinya, tingkat diskonto yang diterapkan terhadap ekspektasi dividen di masa depan akan lebih rendah dan sebagai akibatnya harga pasar akan meningkat.

12.4 SIAPA YANG BENAR MENGENAI DIVIDEN?

Pandangan tradisional mengenai dividen nampaknya menderita karena kurangnya logika. Satu-satunya keadaan di mana pemegang saham secara logis menilai Rp. 1.000 tunai lebih tinggi daripada Rp. 1.000 dalam investasi adalah ketika mereka merasa bahwa bisnis menggunakan kas yang ditahan untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan (yaitu, investasi yang memiliki NPV negatif ketika didiskontokan pada tingkat yang sama). berdasarkan biaya peluang modal pemegang saham dan memperhitungkan tingkat risiko yang melekat pada proyek tertentu). Karena, pada akhirnya, pemegang saham harus menerima seluruh hasil investasinya, asalkan perusahaan hanya berinvestasi pada proyek dengan NPV positif, maka investasi lebih diutamakan daripada memberikan dividen.

MM nampaknya memiliki logika di pihak mereka, namun banyak bisnis yang tampaknya berperilaku seolah-olah pola dividen memang penting. Direksi tampaknya mencurahkan cukup banyak pemikiran untuk menetapkan tingkat dividen. Sebagian besar bisnis tampaknya mempertahankan tingkat dividen yang cukup stabil, yang menyiratkan bahwa mereka menyisihkan jumlah dividen yang sama setiap tahunnya. Namun akan menjadi suatu kebetulan yang luar biasa jika setiap tahunnya terdapat jumlah uang tunai yang sama namun peluang investasi yang menguntungkan tidak dapat ditemukan. Kita akan melihat kebijakan dividen dari beberapa bisnis terkenal nanti, di Bagian 12.6.

Penegasan MM bahwa pola dividen tidak penting, seperti telah kita lihat, didasarkan pada beberapa asumsi. Sejauh mana hal ini melemahkan analisis mereka mungkin menjelaskan mengapa logika proposisi MM tampaknya tidak sepenuhnya diterima dalam praktik. Kami sekarang akan meninjau asumsi-asumsi ini.

- Pasar modal tidak mengalami gesekan. Hal ini menyiratkan bahwa tidak ada biaya transaksi atau hambatan lain bagi investor untuk berperilaku dalam praktik seperti yang diharapkan dalam teori. Jelas ini tidak valid dan mungkin cukup untuk mempertanyakan pandangan MM. Proposisi MM bergantung pada kemampuan pemegang saham individu untuk menjual sahamnya untuk menghasilkan dividen atau membeli saham untuk menghilangkan dividen. Fakta bahwa transaksi di pasar modal memerlukan biaya yang besar (biaya perantara dan sebagainya) berarti, misalnya, menerima dividen, di satu sisi, dan melikuidasi sebagian investasi pada saham yang

bersangkutan (untuk menciptakan Dividen 'buatan sendiri'), di sisi lain, bukanlah pengganti yang sempurna satu sama lain.

- Sekuritas diberi harga secara efisien di pasar modal. Bukti-bukti (yang diulas pada Bab 9) cenderung mendukung validitas asumsi ini. Asumsi ini diperlukan, jika tidak (dalam Contoh 12.1, di atas), White plc yang melakukan investasi tidak akan serta merta menaikkan harga saham sebesar Rp. 1.000, dan pembayaran dividen juga tidak akan menurunkan harga saham sebesar Rp. 1.000
- Saham dapat diterbitkan oleh perusahaan tanpa dikenakan biaya hukum atau administrasi. Asumsi ini tidak valid; ini mungkin penting dalam konteks saat ini. MM melihat tidak membayar dividen, di satu sisi, dan membayar dividen dan meningkatkan jumlah yang sama melalui penerbitan saham, di sisi lain, sebagai hal yang setara. Namun, penerbitan saham baru cenderung melibatkan bisnis dalam biaya hukum dan administrasi yang cukup besar (lihat Bab 8). Tampaknya hal ini merupakan faktor penting dalam pengambilan keputusan mengenai tingkat pembayaran dividen.
- Pajak, baik perusahaan maupun pribadi, tidak ada. Tentu saja hal ini tidak benar. Pajak sering kali merupakan fitur penting. Namun dari sudut pandang bisnis, kewajiban pajak perusahaan tidak bergantung pada tingkat dividen.

Dari sudut pandang pemegang saham, pertanyaan utamanya adalah apakah lebih efisien dalam perpajakan jika menerima dividen atau memperoleh keuntungan modal. Jawabannya cenderung bergantung pada siapa pemegang sahamnya dan tingkat pendapatan serta keuntungan modal masing-masing pada tahun yang bersangkutan. Bagi beberapa pemegang saham (seperti lembaga bebas pajak, misalnya dana pensiun), baik dividen maupun keuntungan modal tidak akan menarik pajak. Bagi sebagian lainnya, pajak menjadi hal yang penting. Sejauh mungkin untuk melakukan generalisasi, mungkin benar jika dikatakan bahwa bagi individu dengan tingkat dividen dan capital gain yang tinggi, dividen lebih lanjut cenderung dikenakan pajak dengan tarif yang sama dengan capital gain.

Salah satu ciri dunia investasi di Inggris adalah meningkatnya kecenderungan kepemilikan saham oleh lembaga-lembaga investasi. Banyak diantaranya, misalnya dana pensiun dan dana jaminan hidup, dibebaskan dari pajak baik atas pendapatan maupun keuntungan modal.

Situasi ini semakin diperumit oleh kenyataan bahwa tanggung jawab pajak perusahaan, sebagian besar, akan bergantung pada apa yang dilakukan perusahaan terhadap dana yang disimpannya. Beberapa investasi pada aset riil lebih efisien dalam hal perpajakan dibandingkan investasi lainnya; misalnya, investasi pada mesin akan mendapatkan keringanan pajak, sedangkan investasi pada blok perkantoran tidak.

Asumsi MM ‘tanpa pajak’ mungkin tidak terlalu signifikan asalkan perusahaan menunjukkan konsistensi dalam kebijakan dividen mereka. Kita akan segera kembali ke titik ini.

Kelemahan asumsi individu tampaknya tidak cukup besar untuk menghancurkan kasus MM. Jelasnya, adanya biaya transaksi dan penerbitan saham yang signifikan harus melemahkannya,

namun nampaknya tidak ada alasan mengapa analisis MM tidak cukup mewakili posisi sebenarnya – setidaknya, sejauh analisis mereka berjalan.

12.5 FAKTOR LAINNYA

Ada beberapa faktor lain yang mungkin mempengaruhi posisi ini dan menjelaskan mengapa direksi tampaknya menganggap keputusan dividen sebagai hal yang penting, meskipun MM menyatakan bahwa hal tersebut tidak penting.

Konten informasi dividen

Beberapa orang berpandangan bahwa tingkat dividen, dan, mungkin lebih khusus lagi, perubahan tingkat dividen, menyampaikan informasi publik baru tentang bisnis. Misalnya, peningkatan jumlah dividen mungkin (dan tampaknya sering ditafsirkan sebagai) sinyal bahwa direksi memandang masa depan arus kas masuk perusahaan dengan penuh keyakinan. Hal ini sangat kontras dengan kesimpulan yang mungkin dicapai dengan mengikuti analisis MM. Membayar dividen apa pun, apalagi yang menunjukkan peningkatan dibandingkan tahun sebelumnya, mungkin menunjukkan bahwa direksi tidak dapat menemukan peluang investasi yang cukup untuk menggunakan seluruh keuangan yang tersedia bagi mereka, sehingga mereka mengembalikan sebagian kepada pemegang saham. Hal ini tidak menunjukkan keyakinan besar di masa depan di pihak direksi. Dengan asumsi bahwa peningkatan dividen dipandang sebagai tanda positif, apakah sinyal tersebut memang dimaksudkan atau tidak disengaja, mungkin berbeda dari kasus ke kasus. Tentu saja, taktik umum dari manajemen bisnis target yang enggan melakukan pengambilalihan adalah dengan meningkatkan tingkat dividennya; mungkin ini merupakan sinyal yang disengaja untuk menginspirasi kepercayaan pemegang saham terhadap masa depan bisnis.

Jika kenaikan dividen dimaksudkan sebagai sinyal, masuk akal untuk bertanya mengapa direksi tidak mengeluarkan pernyataan begitu saja. Tentunya sebuah pernyataan tidak akan terlalu ambigu dibandingkan dengan peningkatan dividen. Namun, tampaknya tindakan lebih bermakna daripada kata-kata (lihat, misalnya, Vieira dan Archbold, 2008). Kebetulan, jika pandangan sinyal tentang dividen benar, maka peningkatan dividen diharapkan akan berdampak baik pada harga saham di pasar modal. Fenomena seperti ini akan menjadi bukti lebih lanjut bahwa pasar modal tidak efisien dalam bentuk kuat (lihat Bab 9), karena hal ini menyiratkan bahwa informasi yang tersedia bagi direksi tidak dapat disita dalam harga saham.

Efek klien

Dipercaya secara luas bahwa investor mempunyai habitat yang disukai, yaitu jenis investasi yang mereka rasa paling cocok untuk mereka. Dalam konteks dividen, preferensi mereka mungkin ditentukan oleh posisi pajak masing-masing. Seseorang dengan tarif pajak pendapatan marjinal yang tinggi mungkin akan tertarik pada saham yang pembayaran dividennya rendah. Di sisi lain, investor seperti dana pensiun yang bebas pajak, namun membutuhkan penerimaan kas secara teratur agar dapat memenuhi pembayaran kepada pensiunan, mungkin lebih memilih untuk memegang saham pada bisnis yang pembayaran dividennya relatif tinggi. Investor seperti itu tentu saja bisa menghasilkan uang dengan

menjual saham, tapi hal ini akan melibatkan biaya broker dan sejenisnya, yang tentunya sebaiknya dihindari.

Jika memang terdapat efek klien, hal ini berarti bahwa sebagian pemegang saham suatu bisnis memperoleh sahamnya karena mereka cocok dengan kebijakan dividen bisnis tersebut. Jika terdapat ketidakkonsistenan dalam kebijakan dividen, maka banyak investor yang akan menunda pembelian sahamnya karena tidak mengetahui apakah besaran dividen sesuai dengan preferensinya atau tidak. Kurangnya popularitas saham akan berdampak buruk pada harganya dan, oleh karena itu, pada biaya modal.

Sekalipun sebuah bisnis tertentu cukup konsisten dalam kebijakan dividennya, namun kemudian melakukan perubahan besar, para pemegang saham yang sangat menyukai kebijakan dividen sebelumnya (mungkin ini semuanya) mungkin akan berusaha untuk pindah ke saham perusahaan tersebut. bisnis dengan kebijakan dividen yang lebih dapat diterima oleh mereka. Meskipun klien baru mungkin akan menganggap kebijakan dividen menarik, gesekan yang disebabkan oleh sekelompok investor yang menjual sahamnya kepada sekelompok investor baru akan berdampak buruk pada pemegang saham. Tidak hanya itu, ketidakpastian di benak investor bahwa perubahan tersebut mungkin akan terjadi, mengenai seberapa konsisten kebijakan dividen di masa depan, juga dapat berdampak pada penurunan harga saham.

Likuiditas

Ada pendapat bahwa tingkat dividen yang dibayarkan oleh suatu bisnis tertentu, pada waktu tertentu, sebagian besar ditentukan oleh jumlah uang tunai yang tersedia. Tentu saja inilah yang disarankan oleh MM. Di sisi lain, jika kegagalan membayar dividen diinterpretasikan secara negatif oleh pasar modal, maka kepentingan terbaik bagi kekayaan pemegang saham dapat diutamakan dengan memastikan bahwa kas tersedia, mungkin dengan meminjam, atau bahkan dengan melewatkan peluang investasi yang menguntungkan.

Target capital gearing dan teori trade-off

Seperti yang kita lihat di Bab 11, terdapat bukti jelas bahwa sebagian besar bisnis cenderung memiliki rasio capital gearing yang ditargetkan. Perusahaan perorangan menetapkan target ini dengan mencoba menyeimbangkan manfaat pinjaman (pada dasarnya, pengurangan pajak atas bunga pinjaman), di satu sisi, dan potensi kerugian 'kebangkrutan', di sisi lain. Adanya target berimplikasi pada kebijakan dividen dimana pembayaran dividen mengurangi ekuitas. Dalam kasus tertentu, hal ini dapat menjauhkan bisnis dari targetnya dan menyebabkan bisnis tersebut terbebani dengan pembiayaan utang. Di sisi lain, membagikan dividen dapat membawa bisnis lain kembali ke targetnya. Teori alternatif, teori pecking order, tidak benar-benar didukung oleh bukti, seperti yang kita lihat di Bab 11.

Agen

Prinsip teoritis keputusan dividen sudah jelas, menurut MM. Jika perusahaan tidak dapat mengidentifikasi investasi yang menguntungkan (NPV positif), maka perusahaan harus mengembalikan sisa uang tunai kepada pemegang saham dan membiarkan mereka menggunakannya secara lebih menguntungkan daripada yang dapat mereka gunakan untuk kepentingan mereka. Namun, dalam upaya memperluas kerajaannya, para direktur mungkin memilih untuk melakukan investasi yang merugikan. Seperti yang kita bahas di Bab 2, sangat

banyak manajer senior yang diberikan opsi saham. Artinya, para manajer tersebut mempunyai kepentingan yang sangat jelas terhadap potensi harga pasar saham, namun tidak mempunyai kepentingan finansial langsung terhadap dividen. Namun bagi pemegang saham, kombinasi tertentu antara penerimaan dividen dan harga saham mungkin bermanfaat. Oleh karena itu terdapat bahaya bahwa masalah keagenan berupa pemisahan kepemilikan bisnis dari direksi dapat menyebabkan biaya keagenan ditanggung oleh pemilik – pemegang saham.

Singkatnya, masalah keagenan dapat menyebabkan dividen yang lebih kecil dari yang seharusnya diterima oleh pemegang saham. Seperti halnya masalah keagenan, pemegang saham seringkali tidak memiliki informasi yang diperlukan yang dapat mengarahkan mereka untuk mengajukan keberatan yang beralasan terhadap keputusan dividen direksi.

Bagikan pembelian kembali

Salah satu cara bagi suatu bisnis untuk mentransfer dana kepada pemegang saham adalah dengan membeli kembali saham dari pemegang saham perorangan, baik melalui bursa efek atau dengan melakukan kontak langsung dengan mereka. Kita harus memahami dengan jelas bahwa, pada dasarnya, hal ini mempunyai dampak keseluruhan yang sama terhadap bisnis seperti halnya pembayaran dividen yang melibatkan jumlah uang tunai yang sama. Pengaruhnya terhadap pemegang saham sangat berbeda-beda dan hal ini menjadi daya tarik utama. Pemegang saham yang ingin menarik sebagian atau seluruh kepemilikannya dalam bisnis (menjual sebagian atau seluruh sahamnya kepada bisnis) dapat melakukannya sejauh yang mereka inginkan; mereka yang tidak ingin menjual tidak perlu melakukannya. Pembelian kembali saham memungkinkan perusahaan melakukan distribusi kas dalam jumlah besar pada tahun tertentu tanpa menetapkan ekspektasi apa pun mengenai tingkat dividen di masa depan.

Merupakan hal yang umum bagi bisnis untuk melakukan pembelian kembali saham yang melibatkan sejumlah pemegang saham terbatas sambil membayar dividen 'normal' kepada seluruh pemegang saham. Seperti yang akan kita lihat nanti di bab ini, pembelian kembali saham semakin populer dalam beberapa dekade terakhir.

12.6 DIVIDEN: BUKTINYA

Pentingnya keputusan dividen

Tampaknya para manajer melihat keputusan yang mereka buat mengenai jumlah dan waktu pembayaran dividen, meskipun penting bagi mereka, berada di peringkat belakang keputusan yang berkaitan dengan investasi baru dan pembiayaan bisnis. Cohen dan Yagil (2010) mensurvei sejumlah manajer bisnis besar di berbagai industri di negara-negara tertentu. Manajer diminta menilai pentingnya berbagai bidang keputusan dalam skala lima poin (1 = tidak penting hingga 5 = sangat penting). Skor rata-rata (rata-rata) untuk keputusan dividen adalah 2,73, menempatkan keputusan dividen kira-kira berada di tengah-tengah antara ‘tidak penting’ dan ‘sangat penting’. Bandingkan dengan skor 4,13 untuk keputusan investasi dan 3,81 untuk keputusan pendanaan.

Skala dividen

Apa pun dampak kebijakan dividen tertentu terhadap kekayaan pemegang saham secara keseluruhan, bukti menunjukkan bahwa secara historis, di AS, dividen telah

menyumbang 52 persen keuntungan bagi pemegang saham selama periode 1872 hingga 2000, 48 persen sisanya berasal dari kenaikan. dalam nilai saham (Coggan, 2001). Proporsi ini tidak konsisten selama periode tersebut. Dalam beberapa tahun terakhir, misalnya, kontribusi dividen agak lebih kecil dibandingkan rata-rata pada periode tersebut. Antara tahun 1995 dan 2000, kontribusi dividen hanya sebesar 20 persen. Tidak ada alasan untuk percaya bahwa hubungan antara capital gain dan dividen berbeda secara signifikan di Inggris.

Benito dan Young (2003) meneliti dividen yang dibayarkan oleh perusahaan-perusahaan di Inggris antara tahun 1974 dan 1999. Mereka menemukan bahwa, sejak tahun 1995, terdapat kecenderungan yang meningkat bagi perusahaan-perusahaan untuk tidak membayar dividen. Pada tahun 1995, 14,3 persen perusahaan tidak membayar dividen, namun jumlah ini meningkat menjadi 25,2 persen pada tahun 1999. Meskipun satu-satunya faktor terpenting dalam kegagalan membayar dividen adalah kurangnya profitabilitas, peningkatan proporsi perusahaan baru-baru ini Kegagalan untuk membayar dividen dikaitkan dengan bisnis baru yang sedang berkembang namun tidak pernah membayar dividen. Poin terakhir ini sepenuhnya konsisten dengan MM: keuangan yang diperlukan untuk investasi yang menguntungkan tidak digunakan untuk membayar dividen. Benito dan Young juga mencatat adanya kecenderungan peningkatan pengurangan dividen selama beberapa tahun terakhir. Di sisi lain, pembayar dividen yang lebih tinggi pada tahun 1999 membayar dividen dua kali lebih banyak, dibandingkan dengan pendapatan penjualan, dibandingkan rekan-rekan mereka yang membayar dividen tinggi pada tahun 1977. Temuan ini menunjukkan kebijakan dividen yang jauh lebih fleksibel dalam beberapa tahun terakhir; lebih banyak non-pembayar dan pembayaran besar yang lebih besar. Hal ini akan konsisten dengan MM.

Fama dan French (2001) menemukan bahwa, di AS, persentase perusahaan yang membayar dividen turun dari 66,5 persen pada tahun 1978 menjadi 20,8 persen pada tahun 1999. Seperti Benito dan Young di Inggris, mereka menemukan bahwa penurunan ini sebagian terkait dengan mengubah profil perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar saham menjadi perusahaan-perusahaan yang lebih muda dan lebih kecil dengan profitabilitas rendah dan peluang pertumbuhan yang kuat. Mereka juga menemukan penurunan dividen secara umum di semua bisnis.

DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (2004), sekali lagi dengan data AS, mendukung temuan Fama dan Perancis bahwa terdapat penurunan jumlah bisnis yang membayar dividen. Namun mereka juga menemukan bahwa total dividen yang dibayarkan oleh semua bisnis telah meningkat. Dividen yang lebih besar yang dibayarkan oleh pembayar besar cenderung melebihi jumlah dividen lainnya, dimana terdapat dividen yang lebih rendah atau tidak ada dividen sama sekali. Kedua penelitian di AS ini konsisten dengan temuan Benito dan Young di Inggris yang menyatakan bahwa tampaknya ada lebih banyak fleksibilitas dalam kebijakan dividen dibandingkan sebelumnya.

Poin fleksibilitas ini selanjutnya didukung oleh Julio dan Ikenberry (2004). Mereka menemukan bahwa kecenderungan bisnis Amerika untuk membayar dividen pada akhir abad ke-20 berbalik pada awal tahun 2000an. Mereka mengaitkan pembalikan ini dengan beberapa faktor, antara lain:

- kecenderungan bagi bisnis yang lebih muda dan lebih kecil (disebutkan oleh Benito dan Young serta oleh Fama dan French (lihat di atas)) kini menjadi lebih besar dan lebih menguntungkan dengan kebutuhan modal investasi yang lebih sedikit, sehingga mereka mempunyai sisa uang tunai;
- dunia usaha yang menggunakan dividen sebagai sarana untuk meyakinkan investor bahwa keuntungan mereka adalah asli, menyusul skandal tata kelola perusahaan seperti Enron (dibahas dalam Bab 3); Dan
- perlakuan pajak yang lebih menguntungkan terhadap dividen di AS.
- Cohen dan Yagil (2010) menemukan bahwa proporsi bisnis yang membayar dividen lebih tinggi jika:
- aktivitas tersebut dianggap kurang berisiko (peringkat kredit utang lebih tinggi); Dan
- masing-masing bisnis lebih besar.

Faktor lain yang menyebabkan rendahnya dividen tampaknya adalah masalah keagenan yang terkait dengan opsi saham manajer, yang telah kita bahas di Bagian 12.5. Berbagai peneliti, termasuk Chetty dan Saez (2005) serta Shapiro dan Zhuang (2013), menemukan kecenderungan bisnis yang manajernya memiliki opsi saham dalam jumlah besar akan membayar dividen lebih rendah.

Stabilitas kebijakan dividen

Bukti dari pengamatan biasa adalah bahwa direksi berusaha mempertahankan dividen pada tingkat sebelumnya; pengurangan dividen tampaknya merupakan kejadian yang relatif jarang terjadi.

Hal ini sangat didukung oleh bukti yang lebih formal. Vieira dan Archbold (2008) melakukan survei (pada tahun 2003) terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Inggris. Mereka menemukan bahwa para manajer merasa:

- pendapatan di masa depan merupakan penentu penting tingkat dividen (83 persen responden);
- pola historis dividen penting atau sangat penting (73 persen);
- pemotongan dividen harus dihindari (87 persen); Dan
- perubahan tingkat dividen penting atau sangat penting (79 persen).

Baker, Powell dan Veit (2002) melakukan survei serupa terhadap para manajer bisnis besar di Amerika. Mereka menemukan hasil yang serupa. Cohen dan Yagil (2010) menemukan bahwa rata-rata 36 persen bisnis (di berbagai industri dan negara) membayar dividen per saham secara konstan, dan mungkin akan terus meningkat dari waktu ke waktu. Sekitar 25 persen perusahaan membayar persentase tetap dari laba bersih mereka, 33 persen tidak membayar dividen, dan hanya 6 persen yang mengikuti kebijakan dividen lainnya.

Pengaruh dividen terhadap harga saham

Studi awal mengenai hubungan antara harga saham dan kebijakan dividen (seperti Friend dan Puckett, 1964; dan Black dan Scholes, 1974) gagal menemukan bukti bahwa tingkat dividen yang lebih tinggi atau lebih rendah menyebabkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi atau lebih rendah baik sebelum atau sesudah pajak. Namun, Fama dan French (1998), berdasarkan pengalaman AS, menunjukkan hubungan seperti itu. Para peneliti ini

menyimpulkan bahwa kenaikan dividen diperlakukan oleh pasar sebagai sinyal ekspektasi yang lebih tinggi dari para manajer. Hal ini cenderung mengarah pada peningkatan harga saham karena investor menilai kembali nilai bisnis. Temuan Fama dan French didukung oleh peneliti lain, termasuk Akbar dan Stark (2003), yang mendasarkan studi mereka pada bisnis di Inggris, dan Hand dan Landsman (2005), menggunakan data AS. Meskipun tampaknya ada keraguan mengenai dampak kenaikan dividen terhadap harga saham, penurunan dividen tampaknya selalu menjadi berita buruk bagi harga saham (lihat misalnya, Healy dan Palepu, 1988).

Kandungan informasi dividen (sinyal)

Pettit (1972) menemukan dukungan yang jelas terhadap proposisi bahwa pasar modal memperhitungkan pengumuman dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham. Temuan ini cukup konsisten didukung oleh penelitian selanjutnya, misalnya Aharony dan Swary (1980). Nissim dan Ziv (2001) menemukan bahwa perubahan dividen memberikan informasi mengenai tingkat profitabilitas pada tahun-tahun setelah perubahan tersebut. Peningkatan dividen cenderung menunjukkan peningkatan laba akuntansi dalam dua tahun setelah peningkatan dividen. Hal ini terkait dengan temuan Fama dan French (1998). Bukti mengenai dampak informasional dari dividen tampaknya cukup meyakinkan. Mougoue dan Rao (2003) menemukan bahwa tidak semua bisnis memberikan sinyal profitabilitas masa depan melalui kebijakan dividen; hanya sekitar seperempat dari bisnis yang mereka periksa melakukan hal yang sama. Mereka mencatat bahwa 'pemberi sinyal' cenderung lebih kecil, lebih rendah tingkat pertumbuhan aset dan memiliki capital gearing yang lebih tinggi dari rata-rata.

Dewenter dan Warther (1998) membandingkan efek sinyal di Amerika dan Jepang. Mereka menyimpulkan bahwa dividen tampaknya memiliki kandungan informasi yang lebih besar di Amerika dibandingkan di Jepang. Mereka menyimpulkan bahwa hal ini muncul dari hubungan yang lebih erat antara investor dan manajer di Jepang, yang mengarah pada arus informasi yang lebih baik dari investor dan manajer di Jepang. Hal ini mungkin menunjukkan berkurangnya masalah keagenan di Jepang. Kurangnya informasi oleh pemegang saham cenderung menjadi penyebab utama biaya keagenan.

Hand dan Landsman (2005) (H dan L) bertentangan dengan pandangan umum mengenai sinyal. Mereka menganalisis hubungan dividen/harga saham untuk sejumlah besar bisnis di AS antara tahun 1984 dan 1996. Mereka menyimpulkan bahwa bisnis tidak sengaja menggunakan dividen untuk memberikan sinyal, namun besarnya dividen memungkinkan investor menilai kembali proyeksi masa depan bisnis mereka sebelumnya. pendapatan dan arus kas. H dan L menyiratkan bahwa investor cenderung meremehkan proyeksi ini dan bahwa dividen sering kali menunjukkan hal ini, sehingga menyebabkan kenaikan harga saham terkait.

Jika H dan L benar, maka tidak sulit untuk melihat mengapa peneliti sebelumnya salah menafsirkan peran dividen dalam konteks ini. Hal ini juga memecahkan teka-teki mengapa para manajer tidak sekadar memberi tahu investor bagaimana perkembangan bisnis mereka, alih-alih mengirimkan sinyal yang mungkin sulit untuk ditafsirkan; menurut H dan L mereka tidak mengirimkan sinyal seperti itu.

Efek klien

Elton dan Gruber (1970) melakukan penelitian yang cukup menarik untuk menguji efek klien. Dengan melihat jatuhnya harga saham ketika suatu saham berubah dari cum dividen menjadi ex dividen (sesaat sebelum pembayaran dividen), mereka dapat menyimpulkan tarif pajak pendapatan marjinal rata-rata untuk pemegang saham bisnis tertentu. Mereka menemukan bahwa tarif pajak penghasilan yang lebih rendah dikaitkan dengan saham yang membayar dividen tinggi dan tarif pajak penghasilan yang lebih tinggi dengan saham yang dividennya rendah: yaitu, mereka menemukan adanya efek klien (clientele effect).

Pettit (1977) memperoleh akses terhadap informasi mengenai portofolio sekuritas sejumlah besar klien pialang saham besar AS. Ia menemukan bahwa tingkat dividen yang rendah tampaknya lebih disukai oleh investor dengan tingkat pajak penghasilan marjinal yang relatif tinggi, oleh investor muda, dan oleh mereka yang kurang menghindari risiko rata-rata.

Namun, Lewellen, Stanley, Lease dan Schlarbaum (1978), dengan menggunakan data yang sama namun pendekatan yang berbeda dari yang diambil oleh Pettit, mencapai kesimpulan yang berbeda bahwa hanya terdapat efek klien yang sangat lemah. Litzenberger dan Ramaswamy (1982) melakukan penelitian yang menghasilkan hasil yang tampaknya mendukung efek klien. Crossland, Dempsey dan Moizer (1991), dengan menggunakan data Inggris, juga menemukan bukti jelas mengenai pengaruh klien yang signifikan. Graham dan Kumar (2006) mengamati perilaku investasi 60.000 rumah tangga di Amerika dan menemukan dampak klien yang jelas.

Allen, Bernardo dan Welch (2000) mengidentifikasi hubungan yang menarik antara efek klien dan masalah keagenan. Mereka berargumentasi bahwa bisnis yang membayar dividen cenderung menarik investor institusi, banyak di antaranya bebas pajak (dana asuransi jiwa, dana pensiun, dan sejenisnya). Institusi, karena mereka cenderung merupakan investor besar dan dikelola secara profesional, cenderung mengambil langkah-langkah untuk memastikan bahwa bisnis tempat mereka berinvestasi dikelola dengan baik. Berbagai penelitian mengenai efek klien secara garis besar nampaknya mendukung keberadaannya.

Pajak perusahaan

Sebuah studi yang dilakukan oleh Siddiqi (1995) menunjukkan, seperti yang diharapkan, bahwa perubahan dalam peraturan perpajakan yang membuat dividen lebih murah bagi dunia usaha cenderung berhubungan dengan peningkatan dividen. Hal ini didukung oleh Pattenden dan Twite (2008). Hal ini juga didukung oleh Jacob dan Jacob (2013) yang meneliti pembayaran dividen oleh 6.035 bisnis di 25 negara selama periode 1990 hingga 2008. Mereka menemukan bahwa perlakuan pajak yang berbeda terhadap dividen konvensional dan pembelian kembali saham mempunyai dampak besar terhadap distribusi bisnis.

Arus kas dan peluang investasi

Barclay, Smith dan Watts (1995) menemukan, berdasarkan sampel bisnis di AS, bahwa dividen cenderung lebih rendah ketika ada lebih banyak peluang investasi untuk bisnis tersebut, seperti yang disarankan oleh prinsip MM. Cohen dan Yagil (2010) menemukan bahwa ekspektasi arus kas masa depan merupakan faktor terpenting bagi manajer ketika memutuskan kebijakan dividen mereka.

Vieira dan Archbold (2008) menemukan bahwa 41 persen manajer di Inggris yang mereka survei menilai ketersediaan peluang investasi yang baik sebagai pengaruh yang penting, atau sangat penting, terhadap keputusan dividen. Meskipun demikian, 63 persen setuju, atau sangat setuju, bahwa bisnis mereka akan menggalang dana baru untuk mendukung peluang investasi, dibandingkan mengurangi dividen sebagai sarana untuk membiayai peluang tersebut. Jelasnya, dunia usaha cenderung sangat tidak bersedia mengurangi tingkat dividen, setelah ditetapkan.

Contoh bisnis nyata yang mengikuti prinsip MM

Pengecer fesyen dan kecantikan online ASOS plc dibentuk pada tahun 2004. Bisnis ini belum membagikan dividen, meskipun masih menghasilkan keuntungan setiap tahun hingga saat artikel ini ditulis. Dalam laporan tahunan tahun 2015, perusahaan tersebut mengatakan:

Salah satu tantangannya adalah melakukan investasi yang tepat untuk membangun infrastruktur yang diperlukan guna mencapai tujuan berikutnya. Kami mempercepat rencana investasi kami tahun lalu dan akan melakukannya lagi tahun ini. Pos pementasan kami berikutnya adalah penjualan Rp. 2,5 triliyun dan kami menginvestasikan kembali uang kami untuk menyiapkan infrastruktur logistik dan teknologi untuk memenuhi hal ini. Dewan kembali memutuskan untuk tidak mengumumkan dividen.

Michael O'Leary, CEO maskapai penerbangan Ryanair Holdings plc yang bersuara penuh warna, lebih lugas dibandingkan ASOS plc. Seperti dilansir Osborne (2004), dia berkata:Kami tidak akan pernah membagikan dividen selama saya hidup dan bernapas dan selama saya adalah pemegang saham terbesar. Jika Anda cukup bodoh untuk berinvestasi di sebuah maskapai penerbangan untuk mendapatkan aliran dividen, Anda harus dimasukkan kembali ke tempat asal Anda.

Secara lebih diplomatis, situs web bisnis tersebut menyatakan:Ryanair Holdings mengantisipasi, di masa mendatang, bahwa mereka akan mempertahankan pendapatan di masa depan untuk mendanai operasi bisnis perusahaan, termasuk akuisisi pesawat tambahan yang diperlukan untuk rencana masuknya Ryanair ke pasar baru dan perluasan layanan yang sudah ada. , serta pesawat pengganti untuk armadanya saat ini.

Faktanya, Ryanair membeli kembali beberapa saham pada tahun 2008 dan membayar dividen (yang pertama) pada bulan September 2010. Hal ini menyusul keputusan perusahaan untuk tidak memperluas armadanya sesuai rencana, mungkin karena perusahaan tidak melihat adanya investasi lebih lanjut dalam waktu dekat. - ment memiliki nilai sekarang bersih positif. Hal ini meninggalkan bisnis dengan sejumlah besar uang tunai yang belum diinvestasikan. Perusahaan telah membeli kembali saham dan/atau membayar dividen hampir setiap tahun sejak tahun 2008. Namun, bisnis ini bersikeras bahwa pemegang saham tidak boleh mengharapkan untuk menerima pembagian pada tahun berapa pun. Hal ini tergantung pada sumber daya tunai dan permintaan investasi. Ini adalah dua contoh bisnis yang tampaknya mengikuti pendekatan MM. Harus dikatakan bahwa bisnis seperti itu tampaknya merupakan minoritas. Kebanyakan bisnis tidak melihat dividen sebagai sisa ketika kebutuhan investasi telah habis.

Contoh bisnis nyata yang ternyata tidak mengikuti prinsip MM

Sebagian besar dunia usaha tampaknya mempunyai kebijakan dividen yang tidak terkait dengan peluang investasi. Misalnya, The Go-Ahead Group plc (yang bergerak di bisnis transportasi – memiliki banyak operasional bus dan kereta api lokal), menurut laporan tahunannya pada tahun 2015, memiliki kebijakan untuk membayar setengah dari keuntungan setelah pajak sebagai dividen. Greene King plc, operator pembuat bir, pub dan hotel, juga memiliki target membayar dividen dua kali lipat dari keuntungannya (laporan tahunan 2015).

Mungkin mengejutkan, Ettridge dan Kim (1994) menemukan bahwa ketika perubahan dalam metode akuntansi menyebabkan laba yang dilaporkan lebih tinggi, dan juga beban pajak aktual yang lebih tinggi, maka tingkat dividen tampaknya meningkat. Hal ini nampaknya aneh, karena peluang investasi dan tingkat arus kas operasi tidak terpengaruh oleh perubahan akuntansi. Pembayaran pajak yang lebih tinggi adalah satu-satunya dampak nyata dari perubahan tersebut. Hal ini menyiratkan bahwa bisnis lebih menghubungkan dividen dengan laba akuntansi yang dilaporkan dibandingkan dengan realitas ekonomi yang mendasarinya.

Bagikan pembelian kembali dan MM

Pembelian kembali saham menjadi kegiatan yang sangat umum di Inggris, mungkin sampai resesi mulai melanda pada tahun 2008. Oswald dan Young (2002) mengamati pembelian kembali oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Inggris selama periode 1995 hingga 2000. Mereka menemukan bahwa pembelian kembali aktivitas pembelian kembali pada tahun 2000 adalah tujuh kali lipat dibandingkan pada tahun 1995. Setelah tahun 2008, pembelian kembali menurun dengan cepat sehingga pembelian kembali di Inggris pada tahun 2009 hanya mewakili 3 persen dari tingkat pembelian kembali pada tahun 2008 (Secker, 2010). Namun baru-baru ini, aktivitas pembelian kembali tampaknya meningkat. Benhamouda dan Watson (2010) menyelidiki motivasi pembelian kembali saham di antara 267 bisnis yang telah melakukan pembelian kembali pada awal tahun 2000an. Mereka menemukan bahwa pembelian kembali cenderung dilakukan:

- Oleh perusahaan-perusahaan besar;
- Oleh perusahaan dengan tingkat pembayaran dividen yang relatif tinggi; dan
- Jika terdapat angka keuntungan yang besar, khususnya keuntungan 'rejeki nomplok' yang tidak terduga.

Temuan ini ditafsirkan oleh para peneliti sebagai indikasi bahwa dunia usaha memilih melakukan pembelian kembali sebagai pengganti dividen. Penurunan tajam dalam popularitas pembelian kembali menjelang akhir tahun 2000an tampaknya terkait dengan penurunan tajam dalam profitabilitas perusahaan, yang juga terkait dengan resesi.

Di AS, pembelian kembali saham juga semakin populer, dengan mengorbankan dividen konvensional (Koller, 2015). Sejak awal tahun 1990-an, perusahaan-perusahaan besar di AS secara konsisten membagikan sekitar 85 persen keuntungan mereka kepada pemegang saham, namun keseimbangan antara dividen dan pembelian kembali saham telah berubah secara dramatis. Jika pada awal tahun 1980an hanya 10 persen keuntungan yang dibagikan sebagai pembelian kembali saham, angka ini telah meningkat menjadi 23 persen pada awal tahun 1990an dan menjadi 47 persen pada awal tahun 2010an. Dividen konvensional mengalami kontraksi yang sepadan.

Sepintas lalu, pembelian kembali saham adalah contoh bisnis yang mengikuti prinsip MM dan mengembalikan dana pemegang saham yang tidak dapat mereka investasikan secara menguntungkan atas nama pemegang saham tersebut.

Nissan Motor Corporation membeli kembali saham senilai Yen 400 miliar selama tahun 2016. Jumlah ini mewakili sekitar 7 persen dari saham yang diterbitkannya. Bisnis tersebut telah memperluas sebagian besar kapasitas produksinya dan memiliki sisa uang tunai, sementara pada saat yang sama, harga sahamnya terpuruk dan Nissan ingin meningkatkan hal ini. Logikanya, mengurangi jumlah saham yang diterbitkan akan meningkatkan harga saham karena pendapatan di masa depan akan berhubungan dengan lebih sedikit saham. Dalam mengembalikan dana tersebut kepada pemegang saham, Nissan pasti berpikir bahwa para investor tersebut dapat berinvestasi, di luar bisnis, dengan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan yang dapat dicapai Nissan bagi mereka di dalam bisnis.

Bisnis fesyen dan kain rumah tangga kelas atas dan online Next plc membeli sekitar Rp. 140 Miliyar sahamnya pada awal tahun 2016. Tujuannya tampaknya terutama untuk mendukung harga saham yang merosot menyusul hasil perdagangan yang mengecewakan selama Natal 2015.

Agen

Masalah keagenan (dan biaya) cenderung muncul ketika pemegang saham dan direktur mempunyai tujuan yang berbeda. Schooley dan Barney (1994) memberikan beberapa bukti bahwa ketika manajer senior juga merupakan pemegang saham, masalah keagenan, dalam konteks dividen, cenderung berkurang. Lihat juga penelitian Allen, Bernardo dan Welch (2000), yang disebutkan pada bagian efek klien di atas.

Investasi kembali dividen

MM menyatakan bahwa pemegang saham dapat meniadakan dampak dividen dengan menginvestasikannya kembali dalam bisnis yang bersangkutan. Beberapa bisnis di Inggris membuat hal ini relatif mudah dilakukan oleh pemegang sahamnya. Misalnya, BP plc (minyak), Rolls-Royce plc (pembuatan mesin), dan Kingfisher plc (pengecer DIY) memberikan pilihan kepada pemegang sahamnya untuk memilih dividen dalam bentuk tunai atau saham tambahan.

Sejumlah perusahaan akan menggunakan uang tunai dividen untuk membeli saham mereka sendiri, di Bursa Efek, atas nama pemegang saham yang menginginkan hal ini dilakukan untuk mereka, dengan biaya rendah bagi pemegang saham. Ini termasuk, misalnya, Royal Dutch Shell plc (minyak), Unilever plc (produk rumah tangga), Rio Tinto plc (pertambangan) dan TUI Travel plc (hari libur).

12.7 KESIMPULAN MENGENAI DIVIDEN

Mengenai capital gearing, kita tidak tahu apakah pernyataan kaum tradisionalis atau MM benar. Namun, kami memiliki sejumlah bukti empiris mengenai hal ini sehingga kami mungkin dapat merekonsiliasi kedua pandangan tersebut.

Pernyataan MM bahwa pola dividen tidak relevan mempunyai kredibilitas. Asumsi tersebut tidak sepenuhnya meyakinkan, namun tampaknya tidak cukup masuk akal untuk sepenuhnya membatalkan pernyataan tidak relevan tersebut. Namun, bukti tampaknya tidak

mendukung pandangan MM, dalam praktiknya penilaian tersebut tampaknya terkait dengan pola dividen.

Mungkin saja MM secara umum benar ketika mengatakan bahwa pola dividen tidak mempengaruhi nilai, kecuali terdapat bukti bahwa dividen mengubah persepsi investor tentang masa depan bisnis.

Dari bukti yang ada, tampaknya terdapat efek klien (clientele effect) dimana kebijakan dividen yang terkait dengan saham tertentu tampaknya menarik sekelompok investor yang dapat diidentifikasi. Pengakuan efek klien oleh direksi bisa menjelaskan keengganan mereka untuk mengubah tingkat pembayaran dividen. Mengingat pengaruh klien tampaknya signifikan, investor perlu mengetahui kebijakan dividen bisnis. Mungkin cara paling efektif untuk memberi informasi kepada investor mengenai kebijakan ini adalah dengan menetapkan pola yang cukup konstan dan menaatinya. Kegagalan untuk menunjukkan konsistensi kemungkinan besar akan menimbulkan ketidakpastian bagi investor dan keharusan bagi pemegang saham untuk meninggalkan satu habitat demi habitat lain yang lebih disukai. Dalam kedua kasus tersebut, perubahan kebijakan dividen tampaknya akan menyebabkan harga saham yang lebih rendah dan biaya modal yang lebih tinggi. Semua ini tampaknya menyiratkan bahwa likuiditas mungkin tidak menjadi faktor penting dalam keputusan dividen. Mungkin, bisnis akan memastikan bahwa tersedia cukup uang tunai untuk membagikan dividen, dengan satu atau lain cara.

Pandangan tradisional

- Keputusan dividen – merupakan keputusan yang penting bagi dampak kekayaan pemegang saham.
- Para pemegang saham menilai dividen lebih tinggi daripada jumlah setara yang ditahan dalam bisnis.

Pandangan Modigliani dan Miller (MM).

- Dividen harus dibayarkan hanya jika perusahaan tidak dapat menggunakan dana yang tersedia setidaknya seefektif yang dapat dilakukan oleh pemegang saham, yaitu berinvestasi pada semua proyek dengan NPV positif jika didiskontokan dengan biaya peluang modal pemegang saham.
- Hanya sisa dana setelah investasi yang harus dibayarkan sebagai dividen – dividen adalah sisa.
- Harga saham adalah PV dari dividen di masa depan – pemegang saham akan acuh tak acuh terhadap bagaimana PV dibuat (ukuran dividen setiap tahun). Jika membayar lebih sedikit pada tahun ini akan menghasilkan lebih banyak pada tahun-tahun berikutnya sehingga PV (dan harga saham) meningkat, maka kekayaan pemegang saham akan meningkat.
- Pemegang saham perorangan dapat menyesuaikan pembayaran dividen bisnis untuk memenuhi kebutuhannya.
- Jika tidak ada (atau sedikit) dividen dan mereka membutuhkan dana, mereka dapat menjual sebagian sahamnya untuk menghasilkan arus kas masuk dari saham tersebut (dividen 'buatan sendiri').

- Jika mereka memilih untuk tidak menerima dividen dari bisnis tersebut, mereka dapat membeli lebih banyak saham dengan uang tunai dari dividen tersebut dan, dengan demikian, membiarkan investasinya tetap utuh.

BAB 13
PENGELOLAAN MODAL KERJA

13.1 PENDAHULUAN

Kebutuhan modal kerja

Ketika dunia usaha mengambil keputusan investasi, mereka tidak hanya harus mempertimbangkan pengeluaran keuangan yang diperlukan untuk memperoleh mesin baru, gedung baru atau apa pun, namun juga memperhitungkan aset lancar tambahan yang biasanya diperlukan untuk perluasan aktivitas. Peningkatan output cenderung menimbulkan kebutuhan untuk mengadakan tambahan persediaan bahan mentah dan barang dalam proses. Pendapatan penjualan yang meningkat biasanya berarti tingkat piutang usaha akan meningkat. Peningkatan skala operasi secara umum cenderung menyiratkan kebutuhan akan jumlah uang tunai yang lebih besar. Seperti halnya investasi apa pun, modal kerja menghadapkan bisnis pada risiko.

Pembiayaan modal kerja

Aset lancar (persediaan, piutang usaha, dan kas) cenderung tidak dibiayai seluruhnya dari sumber pembiayaan jangka panjang. Sebagian besar bisnis juga memiliki akses ke dua sumber utama jangka pendek. Yang pertama adalah kredit perdagangan, yang timbul dari kenyataan bahwa pembelian barang dan jasa biasanya dilakukan secara kredit; dengan kata lain, pembeli tidak harus membayar segera pada saat pengiriman tetapi mungkin diperbolehkan untuk menunda pembayaran untuk jangka waktu tertentu, katakanlah 30 hari. Sumber kedua adalah sumber yang banyak kita kenal dalam kehidupan pribadi kita, yaitu cerukan bank.

Karena hubungan antara sumber-sumber keuangan jangka pendek (atau kewajiban lancar) dan aset lancar cenderung sangat erat, maka masuk akal untuk membahas keduanya dalam bab yang sama, meskipun ada logika dalam hal ini. berurusan dengan sumber pendanaan jangka pendek, selain sumber pendanaan jangka panjang, di Bab 8.

Ciri-ciri khusus pengelolaan modal kerja

Sama halnya dengan pembahasan keuangan jangka pendek yang terpisah dari pembiayaan jangka panjang yang dianggap tidak masuk akal, dapat juga dikatakan bahwa memisahkan pembahasan aset lancar dari pembahasan keputusan investasi secara umum adalah salah. Alasan untuk mengambil pendekatan ini adalah karena terdapat ciri-ciri pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar yang membuatnya sangat tepat untuk menangani keduanya secara bersamaan, namun terpisah dari keputusan investasi dan pendanaan jangka panjang. Ciri-ciri ini mencakup sifat sistematis pengelolaan elemen modal kerja dan frekuensi pengambilan keputusan sehubungan dengan sebagian besar elemen tersebut.

Mungkin alasan lain untuk membahas aset lancar dan kewajiban lancar secara bersamaan adalah bahwa manajer keuangan perlu berhati-hati dalam menjaga keseimbangan yang wajar di antara keduanya, sehingga penting untuk tidak melupakan keterkaitan

keduanya. Faktanya, keduanya sangat erat kaitannya sehingga sering kali digabungkan satu sama lain dan dianggap sebagai satu faktor, yaitu modal kerja (aset lancar dikurangi kewajiban lancar).

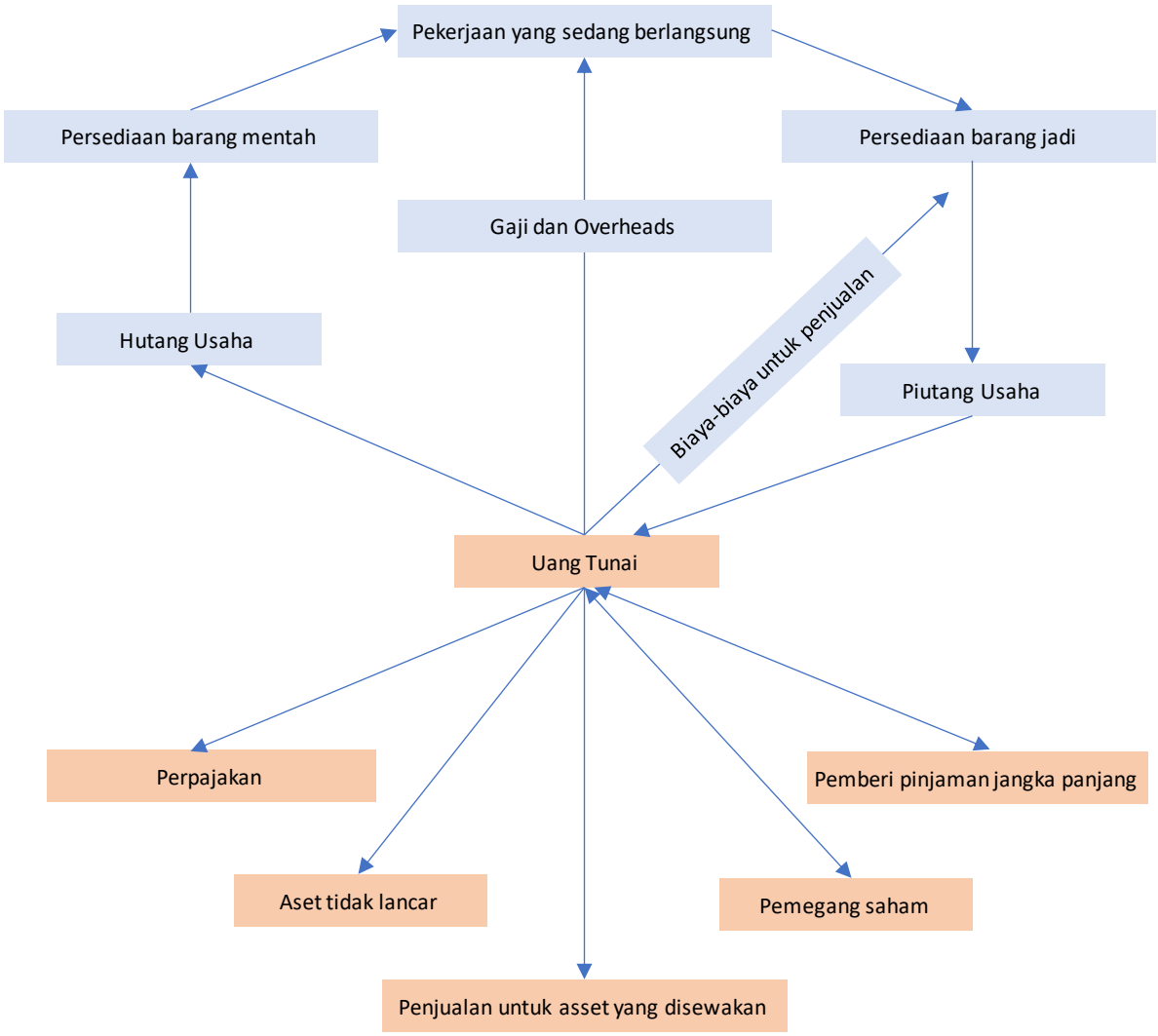
Tujuan pengelolaan modal kerja sama dengan tujuan pengambilan keputusan aset tidak lancar dan pendanaan jangka panjang. Hal ini biasanya merupakan maksimalisasi, atau setidaknya peningkatan, kekayaan pemegang saham. Hal ini dapat dicapai dengan mengoptimalkan arus kas positif melalui keseimbangan yang tepat antara biaya dan pendapatan, di satu sisi, dan risiko, di sisi lain.

13.2 DINAMIKA MODAL KERJA

Siklus modal kerja

Bagian atas Gambar 13.1 menggambarkan, dalam bentuk yang sangat sederhana, rangkaian peristiwa dalam bisnis manufaktur sehubungan dengan modal kerja. Rantai ini dimulai dengan pembelian persediaan bahan mentah secara kredit. Nantinya persediaan tersebut akan digunakan dalam produksi, akan dilakukan pekerjaan atas persediaan tersebut dan menjadi pekerjaan dalam proses (WIP). Pengerjaan WIP akan dilanjutkan hingga akhirnya menjadi produk jadi. Seiring dengan kemajuan produksi, biaya tenaga kerja dan overhead harus dipenuhi. Tentu saja, pada tahap tertentu, utang dagang perlu dibayar. Apabila barang jadi dijual secara kredit, maka piutang usaha bertambah. Pelanggan pada akhirnya akan melunasinya, sehingga uang tunai akan mengalir ke bisnis.

Masing-masing area – persediaan (bahan mentah, WIP, dan barang jadi), piutang dagang, uang tunai (positif atau negatif) dan utang usaha – dapat dipandang sebagai wadah tempat masuk dan keluarnya dana. Sebagian besar bab ini akan membahas pertanyaan mengapa 'tangki' ini perlu ada dan, jika diperlukan, sikap apa yang harus diambil oleh manajer terhadap jumlah yang harus disimpan di setiap tangki pada waktu tertentu. Di sini para manajer perlu berupaya untuk menyeimbangkan biaya yang terkait dengan pemeliharaan dana di dalam tangki, dengan risiko jika tangki terlalu penuh atau terlalu kosong. Perhatikan bahwa bagian atas Gambar 13.1, dengan sedikit perubahan, akan berlaku juga untuk bisnis non-manufaktur. Misalnya, pengecer tidak memiliki persediaan bahan mentah atau WIP. Bisnis jasa tidak mempunyai persediaan bahan mentah maupun barang jadi, namun mungkin mempunyai WIP. Angka tersebut mengambil contoh produsen karena produsen cenderung memiliki seluruh elemen modal kerja.



Masing-masing kotak di bagian atas diagram dapat dilihat sebagai tangki tempat dana mengalir. Tangki-tangki ini, yang berkaitan dengan aktivitas sehari-hari, memiliki dana yang terus mengalir masuk dan keluar. Transaksi non-modal kerja ditunjukkan pada bagian bawah diagram.

Gambar 13.1 Siklus modal kerja untuk bisnis manufaktur

Hubungan antara modal kerja dan investasi dan pembiayaan jangka panjang

Modal kerja jelas bukan satu-satunya aspek bisnis yang berdampak pada uang tunai. Perusahaan harus membayar pajak kepada pemerintah, baik pusat maupun daerah. Aset tidak lancar (tetap) akan dibeli dan dijual. Penyewa aset tidak lancar akan menerima pembayaran sewanya. Pemegang saham (lama atau baru) dapat menyediakan dana baru dalam bentuk uang tunai, sebagian saham dapat ditukarkan dengan uang tunai dan biasanya dividen akan dibayarkan. Demikian pula, pemberi pinjaman jangka panjang (lama atau baru) dapat menyediakan pembiayaan utang, pinjaman harus dibayar kembali dari waktu ke waktu dan kewajiban bunga harus dipenuhi. Berbeda dengan pergerakan barang modal kerja, sebagian besar transaksi tunai 'non-modal kerja' ini bukan merupakan kejadian sehari-hari. Beberapa di antaranya mungkin merupakan peristiwa tahunan (misalnya, pembayaran sewa, dividen, bunga, dan mungkin pembelian dan pelepasan aset tidak lancar).

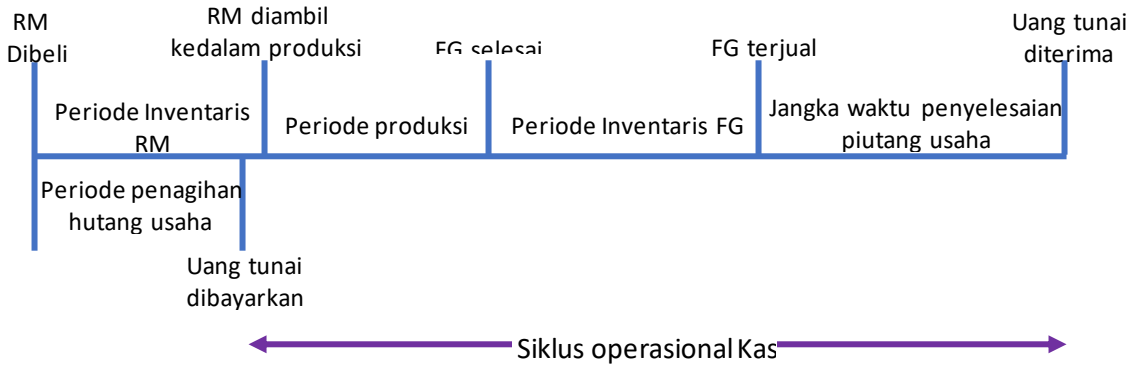
Peristiwa lainnya (seperti pembiayaan ekuitas dan utang baru serta penebusan ekuitas dan pembiayaan utang lama) biasanya merupakan peristiwa yang lebih jarang terjadi. Salah satu faktor yang dimiliki oleh sebagian besar transaksi non-modal kerja ini adalah ukurannya: transaksi tersebut kemungkinan besar melibatkan sejumlah besar uang tunai secara individual.

Jelaslah bahwa pengelolaan modal kerja, khususnya uang tunai, terkait erat dengan keputusan pendanaan dan keputusan yang melibatkan investasi pada aset tidak lancar. Keterkaitan ini melibatkan jumlah uang tunai, waktu arus kas, dan tingkat risiko yang terlibat. Misalnya, jika pinjaman jangka panjang tertentu akan ditebus berdasarkan kewajiban kontrak, pertanyaan tentang sumber uang tunai tersebut harus dipikirkan. Jika kas belum dihasilkan melalui siklus modal kerja (yang pada hakikatnya adalah melalui perdagangan yang menguntungkan), sumber lain (misalnya, ekuitas baru atau pembiayaan utang) perlu dipertimbangkan. Tema-tema ini akan dikembangkan nanti dalam bab ini.

Mengukur siklus kas operasi

Siklus modal kerja, yang digambarkan secara deskriptif di bagian atas Gambar 13.1, juga dapat dinyatakan secara kuantitatif, seperti yang ditunjukkan pada Gambar 13.2. Di sini ditampilkan lamanya waktu yang dibutuhkan setiap elemen modal kerja dalam siklusnya. Gambar 13.2 juga mengacu pada bisnis manufaktur, namun dapat dengan mudah diubah agar sesuai dengan non-produsen.

Pada Gambar 13.2, persediaan bahan mentah (RM) disimpan selama jangka waktu tertentu sebelum dimasukkan ke dalam produksi: persediaan tersebut sekarang menjadi bagian dari WIP, bersama dengan elemen lainnya (tenaga kerja, biaya overhead, dan sebagainya) hingga tiba waktunya. telah selesai dan merupakan bagian dari persediaan barang jadi (FG). Persediaan yang sudah jadi ditahan sampai dijual menjadi piutang usaha, yang pada waktunya dilunasi oleh pelanggan yang bersangkutan; dengan demikian siklusnya selesai. Jumlah waktu yang dibutuhkan sejak pembayaran pembelian persediaan bahan mentah hingga penerimaan kas dari pelanggan dikenal sebagai siklus kas operasi. Siklus ini harus dibiayai oleh bisnis. Secara umum, semakin pendek siklus kas operasi, semakin sedikit pendanaan yang diperlukan. Salah satu tujuan manajemen modal kerja adalah untuk menjaga siklus ini seminimal mungkin. Dengan melakukan hal ini, kekayaan pemegang saham akan cenderung meningkat, jika semua hal dianggap sama.



Panjang siklus kas operasi adalah total waktu yang dibutuhkan keuangan dari bisnis untuk operasi perdagangan normal.

Gambar 13.2 Siklus kas operasi untuk bisnis manufaktur

Contoh 13.1 Informasi berikut berkaitan dengan Jittery plc tahun lalu:

	Dalam Miliyar Rupiah
Pembelian bahan baku	67
Penggunaan bahan baku	65
Pendapatan dari penjualan barang jadi (semuanya secara kredit)	250
Harga pokok penjualan barang jadi	180
Hutang usaha rata-rata	14
Persediaan bahan mentah rata-rata	12
Rata-rata pekerjaan sedang berjalan	10
Rata-rata persediaan barang jadi	21
Piutang usaha rata-rata	47

Solusi

		Hari
Periode persediaan RM	$\frac{\text{Persediaan RM}}{\text{Penggunaan RM}} \times 365 = \frac{12}{65} \times 365 =$	67
Masa/periode produksi	$\frac{\text{WIP}}{\text{Harga pokok}} \times 365 = \frac{10}{180} \times 365 =$	20
Periode persediaan FG	$\frac{\text{Persediaan FG}}{\text{Harga pokok}} \times 365 = \frac{21}{180} \times 365 =$	43
Jangka waktu penyelesaian piutang usaha	$\frac{\text{Piutang usaha}}{\text{Pendapatan penjualan}} \times 365 = \frac{47}{250} \times 365 =$	69
		199
Jangka waktu pelunasan utang usaha	$\frac{\text{Hutang dagang}}{\text{Pembelian RM}} \times 365 = \frac{14}{67} \times 365 =$	(76)
	Siklus kas operasi (Hari)	123

Catatan untuk solusinya

Perlu dicatat bahwa hari-hari dalam solusi di atas tidak sama pentingnya dalam hal ekonomi. Misalnya, mengurangi periode penyelesaian piutang usaha satu hari akan menghemat pendanaan sebesar Rp. 685 Triliyun (yaitu Rp. 250 Miliyar/365). Mengurangi periode penyelesaian utang usaha satu hari akan menyebabkan kerugian dana hanya sebesar Rp. 184.000.000 (yaitu Rp. 67 Miliyar/365). Jadi, meskipun kedua tindakan ini tidak mengubah panjang siklus kas operasi, tindakan tersebut akan berdampak pada pengurangan investasi modal kerja sebesar Rp. 501.000.000 (yaitu Rp. 685.000.000 – Rp. 184.000.000).

13.3 PENTINGNYA PENGELOLAAN MODAL KERJA

Skala modal kerja

Sangat menggoda untuk percaya bahwa dengan modal kerja kita berurusan dengan jumlah yang relatif kecil. Pandangan seperti itu sangat berbeda dengan tipikal bisnis di Inggris; jumlah yang terlibat cenderung besar. Tabel 13.1 memberikan gambaran tentang investasi

modal kerja untuk lima perusahaan di Inggris yang namanya sangat terkenal, atau yang produknya merupakan komoditas sehari-hari bagi sebagian besar dari kita. Bisnis-bisnis ini dipilih secara acak, hanya saja masing-masing bisnis terkenal dan berasal dari industri yang berbeda. Untuk setiap bisnis, item utama yang muncul di laporan posisi keuangan dinyatakan sebagai persentase dari total investasi penyedia keuangan jangka panjang (ekuitas dan kewajiban tidak lancar).

Tabel tersebut memperlihatkan perbedaan yang cukup mencolok dalam susunan laporan posisi keuangan antara satu bisnis dengan bisnis lainnya, termasuk unsur modal kerja. Meskipun total aset lancar cukup besar jika dibandingkan dengan total investasi jangka panjang, persentasenya sangat bervariasi antar bisnis. Ketika melihat campuran aset lancar, kita dapat melihat bahwa hanya Next, Babcock dan Tesco, yang memproduksi dan/atau menjual barang, yang memiliki persediaan dalam jumlah besar. Dua bisnis lainnya adalah penyedia jasa sehingga inventaris bukan merupakan item yang signifikan. Kita juga dapat melihat bahwa sangat sedikit penjualan Tesco, Ryanair dan Severn Trent yang dilakukan secara kredit, karena mereka relatif sedikit berinvestasi pada piutang usaha.

Tabel 13.1 Ringkasan laporan posisi keuangan lima perusahaan di Inggris

Bisnis	Plc berikutnya	Ryanair Holding plc	Babcock Int Grub plc	Tesco plc	Severn Trent plc
Tanggal Laporan keuangan	24.1.23	31.3.23	31.3.23	27.2.23	31.3.23
Aset tidak lancar	48	73	105	132	103
Aset Lancar					
Persediaan	30	-	4	12	-
Piutang dagang dan piutang lain-lain	60	1	17	9	7
Aset lancar lainnya	6	10	1	17	2
Tunai dan Hampir tunai	20	54	3	11	3
	116	65	25	49	12
Total Aset	164	138	130	181	115
Ekuitas dan Liabilitas jangka Panjang	100	100	100	100	100
Kewajiban lancar					
Hutang dagang dan hutang lainnya	46	24	27	41	7
Kewajiban jangka pendek dan lainnya	10	9	1	32	1
Cerukan dan pinjaman jangka pendek	8	5	2	8	7
	64	38	30	81	15
Total ekuitas dan liabilitas jangka panjang	164	138	130	181	115

Next plc adalah bisnis ritel dan belanja rumah besar. Ryanair Holdings plc adalah maskapai penerbangan terkemuka. Babcock International Group plc adalah bisnis teknik dan dukungan yang besar. Tesco plc adalah salah satu supermarket terkemuka di Inggris. Severn Trent plc adalah pemasok penting air, layanan pembuangan limbah, dan pengelolaan limbah, terutama di Inggris. Sumber: Tabel yang disusun dari informasi yang muncul dalam laporan keuangan untuk tahun yang berakhir pada tahun 2015 untuk masing-masing dari lima bisnis terkait.

Perhatikan bahwa utang usaha Tesco jauh lebih tinggi daripada piutang dagangnya. Jumlahnya juga sangat tinggi dibandingkan dengan persediaannya. Karena utang dagangnya terutama merupakan jumlah yang harus dibayarkan kepada pemasok persediaan, ini berarti Tesco menerima uang tunai dari troli barang belanjaan jauh sebelum membayarnya. Angka yang relatif besar untuk 'Aset lancar lainnya' dan 'Liabilitas jangka pendek lainnya' untuk Tesco masing-masing berasal dari uang muka dan simpanan pelanggan, yang disebabkan oleh keterlibatan bisnis dalam perbankan. Besarnya investasi modal kerja yang dilakukan perusahaan pada umumnya telah menyebabkan pengelolaan modal kerja semakin dianggap sebagai hal yang mendasar bagi kesejahteraan perusahaan dan kemampuannya untuk bertahan dan sejahtera.

Biaya pembiayaan modal kerja

Meskipun, seperti yang akan kita lihat ketika kita mempertimbangkan setiap jenis aset lancar secara lebih rinci, pendanaan bukanlah satu-satunya biaya untuk memiliki aset tersebut, namun tetap merupakan biaya yang cukup besar. Untuk menggambarkan hal ini, mari kita pertimbangkan Associated British Foods plc (ABF), dengan menggunakan informasi yang disediakan dalam laporan tahunan bisnis tahun 2015. ABF beroperasi dalam berbagai aktivitas yang berhubungan dengan makanan, termasuk manufaktur makanan (misalnya, merek Ovaltine, Ryvita, dan Kingsmill), yang menyumbang sekitar 60 persen pendapatannya, dan ritel (termasuk Primark, Fortnum, dan Mason) menyediakan sisanya. Perusahaan ini beroperasi di seluruh dunia, dengan total omzet hampir Rp. 13 Triliyun.

Dengan menerapkan biaya nilai modal ABF, yang terungkap dalam laporan tahunan (rata-rata 12,2 persen), biaya pendanaan aset lancarnya, setelah memperhitungkan manfaat pembiayaan utang usaha 'bebas' yang disediakan oleh pemasoknya, adalah Rp. 198 Miliyar pada tahun 2015. Jumlah ini mewakili 21 persen laba operasional bisnis dan 1,5 persen pendapatannya pada tahun itu. Ini adalah angka yang besar. Contoh ini tidak boleh digunakan untuk memberi kesan bahwa ABF salah mengelola modal kerjanya. Tingkat biaya pendanaan seperti ini umum terjadi pada bisnis yang beroperasi di wilayah kegiatan ABF. Biaya pembiayaan setiap elemen modal kerja ABF akan kami rujuk pada beberapa poin dalam bab ini.

Sifat keputusan modal kerja

Kita baru saja melihat bahwa perbedaan antara keputusan modal kerja dan keputusan yang melibatkan aset tidak lancar dan pendanaan jangka panjang tampaknya tidak terletak pada jumlah pendanaan yang terlibat. Perbedaannya terletak pada kecenderungan keputusan modal kerja bersifat jangka pendek, dapat diubah dalam waktu yang relatif singkat, dan lebih sering dibuat.

Walaupun keputusan ini dibuat lebih sering, banyak keputusan modal kerja yang bersifat langsung karena cenderung berulang. Akan ada (atau seharusnya) ada kebijakan yang menciptakan seperangkat aturan yang harus dipatuhi. Misalnya, setiap kali pelanggan ingin membeli barang secara kredit, diperlukan keputusan apakah akan memberikan kredit atau, jika ya, berapa jumlahnya. Sebagian besar bisnis akan memutuskan beberapa formula yang dapat diterapkan untuk membantu mereka mengambil keputusan. Adanya rumus-rumus tersebut memiliki keuntungan karena banyak keputusan yang dapat diambil oleh karyawan

tingkat rendah dalam hierarki manajemen sehingga dapat diambil dengan cukup cepat dan murah.

Dalam menetapkan formula atau seperangkat aturan untuk pengelolaan modal kerja sehari-hari, kehati-hatian harus diberikan untuk menilai pendekatan mana yang paling memajukan tujuan bisnis. Ketika seperangkat peraturan telah ditetapkan, maka peraturan tersebut harus dianggap sebagai kerangka di mana semua keputusan modal kerja harus dibuat. Peraturan yang ditetapkan pada satu waktu tidak mungkin akan terus mewakili pendekatan yang paling menguntungkan dalam jangka waktu yang lama. Keadaan, termasuk posisi kompetitif bisnis, tingkat suku bunga, dan lingkungan ekonomi secara umum, berubah seiring berjalannya waktu. Oleh karena itu, kebijakan harus ditinjau secara berkala dan, jika perlu, direvisi.

Penggunaan anggaran

Pengendalian modal kerja melalui penggunaan rencana rinci dalam bentuk anggaran bisa sangat bermanfaat. Kemampuan untuk menilai terlebih dahulu kebutuhan yang akan dilakukan terhadap berbagai elemen modal kerja memungkinkan manajer untuk memastikan bahwa 'tangki' selalu terisi secara memadai. Hanya sedikit bisnis yang memiliki kebutuhan modal kerja yang stabil dan teratur dari minggu ke minggu sepanjang tahun. Hal ini antara lain disebabkan oleh faktor musiman. Pengetahuan sebelumnya tentang apa yang mungkin menjadi tuntutan pada berbagai waktu sangatlah berharga.

Sikap umum terhadap modal kerja

Secara umum, dunia usaha harus berupaya meminimalkan tingkat setiap jenis aset lancar yang mereka miliki dan memaksimalkan manfaat pembiayaan jangka pendek yang murah. Hal ini tentu saja tergantung pada risiko dan biaya yang harus dikeluarkan jika melakukan hal tersebut. Misalnya saja, memberikan kredit kepada nasabah adalah hal yang mahal (karena hilangnya bunga atas dana tersebut, jika tidak ada yang lain), sehingga idealnya kredit tidak diberikan. Namun, kegagalan dalam menawarkan kredit kemungkinan besar berarti bahwa bisnis tersebut tidak akan mampu melakukan penjualan (mungkin karena pesaing memang menawarkan kredit). Jelasnya, kebijakan kredit harus berupaya untuk mencapai keseimbangan antara biaya dan risiko yang timbul akibat mengambil satu pandangan ekstrim dan pandangan ekstrim lainnya.

Karena elemen-elemen modal kerja cenderung mempunyai nilai finansial yang tinggi, membuat keseimbangan antara elemen-elemen yang ekstrim cenderung menjadi masalah yang mahal. Memang, seperti yang akan segera kita lihat, hal ini bahkan bisa berakibat fatal.

13.4 MODAL KERJA DAN LIKUIDITAS

Kebutuhan akan likuiditas

Perusahaan tidak hanya perlu mencapai keseimbangan yang masuk akal antara elemen-elemen ekstrem dalam hal masing-masing elemen modal kerja, mereka juga perlu mencapai keseimbangan yang tepat antara mengeksploitasi sumber-sumber keuangan jangka pendek yang 'murah' (kewajiban lancar) semaksimal mungkin. dan risiko serta biaya yang mungkin timbul karena ketergantungan yang besar pada pemasok pembiayaan yang dapat meminta pembayaran kembali dalam waktu singkat. Artinya, dunia usaha perlu memelihara

aset lancar yang cukup agar mereka dapat memenuhi klaim jangka pendek pada saat jatuh tempo. Mereka harus mampu melakukan hal ini karena kegagalan untuk memenuhi klaim akan memberikan hak kepada penggugat jangka pendek (atau kewajiban lancar) untuk mengambil langkah-langkah untuk melikuidasi bisnis tersebut. Hal ini biasanya melibatkan penjualan paksa sebagian atau seluruh aset bisnis, termasuk aset tidak lancar.

Jika biaya kebangkrutan tidak signifikan dan jika pasar aset riil efisien, dari perspektif maksimalisasi kekayaan pemegang saham, maka ancaman likuidasi tidak akan menjadi penting. Hal ini karena pemegang saham dapat mengharapkan, pada saat likuidasi bisnis, untuk menerima jumlah yang sama dengan harga pasar modal dari saham tersebut segera sebelum likuidasi. Dengan kata lain, likuidasi tidak akan mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Tentu saja, pada kenyataannya, karena biaya kebangkrutan kemungkinan besar besar dan pasar aset riil tampaknya tidak efisien, likuidasi biasanya diperkirakan akan menimbulkan dampak buruk terhadap kekayaan pemegang saham.

Berarti sisa cairan

Salah satu cara untuk menghindari risiko likuidasi adalah dengan menyimpan sejumlah besar uang tunai pada simpanan berbunga jangka pendek. Dengan cara ini, jika kebutuhan akan uang tunai untuk memenuhi kewajiban lancar tiba-tiba muncul, uang tunai dapat tersedia dengan cepat. Tentu saja tidak ada gunanya mengambil pendekatan seperti itu kecuali dana yang digunakan untuk membentuk deposito jangka pendek disediakan dari sumber-sumber jangka panjang. Jika tidak, kebijakan tersebut akan berdampak pada pemecahan masalah awal dengan menciptakan kelompok penggugat jangka pendek lainnya yang dapat menyebabkan kesulitan yang sama.

Pendekatan penggunaan pendanaan jangka panjang untuk menciptakan dana jangka pendek akan menawarkan solusi sempurna terhadap masalah likuiditas namun tidak sesuai dengan sifat pasar modal. Hal ini cenderung berarti, antara lain, bahwa dunia usaha biasanya tidak dapat memberikan pinjaman dengan tingkat bunga yang tinggi seperti yang harus mereka bayarkan untuk meminjam. Selain itu, suku bunga jangka panjang biasanya lebih tinggi daripada suku bunga jangka pendek. Jadi, bagi rata-rata perusahaan, pinjaman jangka panjang dan pinjaman jangka pendek, dalam upaya menjaga likuiditas yang baik dan menghindari risiko likuidasi, kemungkinan besar merupakan solusi yang mahal untuk mengatasi permasalahan tersebut.

Dalam praktiknya, dunia usaha tampaknya mencoba untuk mencapai keseimbangan antara tingkat aset lancar dan kewajiban lancar mereka, yaitu keseimbangan antara pemanfaatan sumber pendanaan jangka pendek yang murah dan risiko yang melekat dalam hal tersebut.

Mungkin adil untuk mengatakan bahwa, terlepas dari akar permasalahannya (misalnya, kurangnya profitabilitas), sebagian besar kegagalan bisnis diakibatkan langsung oleh kekurangan modal kerja.

Pembiayaan modal kerja

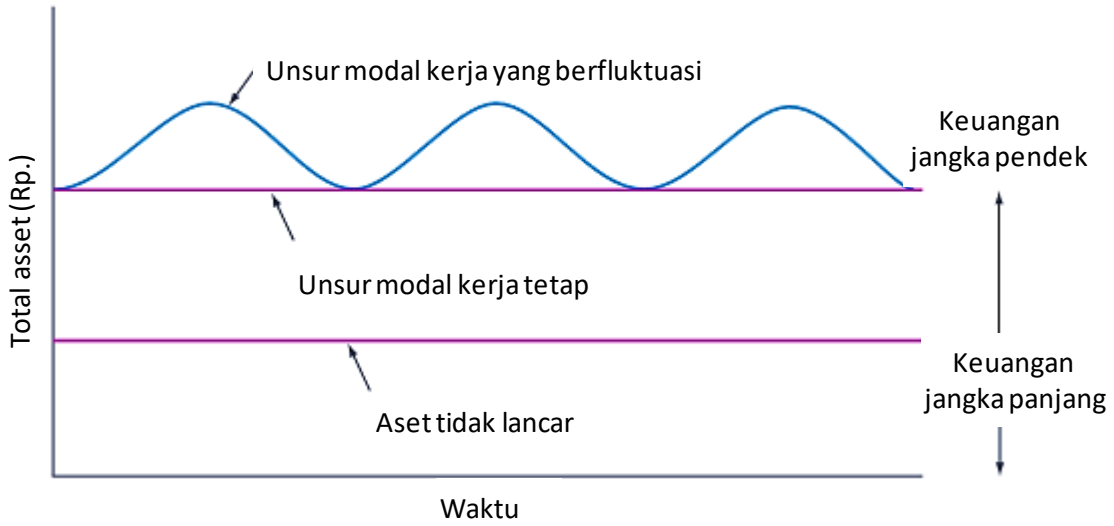
Jumlah dana yang terikat pada modal kerja biasanya tidak konstan sepanjang tahun. Bisnis yang membutuhkan pendanaan modal kerja terus-menerus mungkin merupakan kelompok minoritas. Bagi sebagian besar bisnis, akan ada fluktuasi mingguan. Banyak di antara

mereka yang beroperasi di industri yang sebagian besar mempunyai pola permintaan musiman. Hal ini berarti bahwa pendapatan penjualan, persediaan, piutang usaha, dan sebagainya akan berada pada tingkat yang lebih tinggi pada waktu-waktu tertentu yang dapat diprediksi dalam satu tahun dibandingkan waktu-waktu lainnya.

Pada prinsipnya kebutuhan modal kerja dapat dibedakan menjadi dua bagian, yaitu bagian yang tetap dan bagian yang berfluktuasi. Bagian tetap mungkin didefinisikan dalam jumlah sebagai kebutuhan modal kerja minimum untuk tahun tersebut.

Secara luas dianjurkan agar bisnis ini didanai dengan cara yang digambarkan pada Gambar 13.3. Kebutuhan yang lebih permanen (aset tidak lancar dan unsur modal kerja tetap) harus dibiayai dari sumber yang cukup permanen (ekuitas dan pinjaman jangka panjang, atau yang setara); elemen yang berfluktuasi harus dibiayai dari sumber jangka pendek (seperti cerukan bank), yang dapat ditarik dan dilunasi dengan mudah dan dalam waktu singkat.

Gambar 13.3 mengasumsikan tidak ada perubahan mendasar pada tingkat aset apa pun, kecuali modal kerja yang berfluktuasi. Dalam praktiknya, setiap ekspansi, kontraksi, atau perubahan struktural dalam operasinya juga cenderung mempengaruhi pola pendanaan yang dibutuhkan oleh bisnis tersebut.



Unsur-unsur yang lebih permanen (aset tidak lancar dan modal kerja tetap) umumnya harus dibiayai oleh sumber-sumber jangka panjang. Unsur modal kerja yang berfluktuasi sebaiknya dibiayai dari dana jangka pendek.

Gambar 13.3 Pembiayaan usaha

Penggunaan rasio akuntansi dalam pengelolaan modal kerja

Rasio akuntansi banyak digunakan dalam pengelolaan modal kerja. Beberapa rasio yang digunakan adalah:

- rasio lancar (aset lancar/kewajiban lancar);
- rasio uji asam (aset cepat) (aset likuid/kewajiban lancar); Dan
- tanpa periode kredit (aset likuid/rata-rata biaya operasional kas harian).

Anda mungkin ingin melihat kembali Bab 3 untuk rincian lebih lanjut tentang rasio ini. Mungkin, manajer dapat menggunakan rasio ini dengan baik untuk memantau posisi likuiditas aktual dan membandingkannya secara terus-menerus dengan angka standar atau target, mengambil langkah-langkah untuk memperbaiki penyimpangan yang signifikan. Standar tersebut mungkin muncul dari dalam bisnis, atau rata-rata industri, atau mungkin kombinasi keduanya. Dengan satu atau lain cara, dunia usaha harus secara aktif berupaya menjaga likuiditas dan keyakinan bahwa utang usaha jangka pendek akan dibayar.

13.5 PERDAGANGAN BERLEBIHAN

Masalah

Suatu bisnis tertentu, dalam keadaan tertentu, akan mempunyai kebutuhan modal kerja tertentu, meskipun sebenarnya hal ini bergantung pada pertimbangan manajerial. Misalnya, manajemen pengecer, dengan tingkat permintaan tertentu atas barang dagangannya, akan memutuskan tingkat kebutuhan persediaan. Jika permintaan berubah, tingkat penyimpanan persediaan yang berbeda biasanya diperlukan. Peningkatan dua kali lipat tingkat permintaan tidak selalu berarti perlunya melipatgandakan tingkat persediaan, namun biasanya berarti perlunya peningkatan signifikan dalam jumlah persediaan yang tersedia bagi pelanggan. Hal yang sama berlaku secara umum untuk semua bisnis sehubungan dengan semua aspek modal kerja. Jelas penting bagi para manajer untuk tidak hanya memutuskan tingkat modal kerja yang akan dibutuhkan, namun juga memastikan bahwa bisnis dapat membiayai jumlah tersebut. Tidak mampu menyediakan tingkat modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan tingkat aktivitas tertentu disebut overtrading.

Ekspansi dan perdagangan berlebihan

Dalam praktiknya, permasalahan muncul bagi dunia usaha yang mengalami perluasan aktivitas perdagangan akibat peningkatan permintaan, terutama ketika peningkatan permintaan terjadi secara cepat dan tidak terduga. Godaan untuk mengeksploitasi peluang perdagangan baru yang menguntungkan seringkali sangat besar. Namun peningkatan aktivitas tanpa peningkatan modal kerja untuk mempertahankannya dapat menyebabkan masalah overtrading yang serius, yang kemungkinan berpuncak pada kegagalan finansial bisnis secara total. Pada pandangan pertama, masalah ini nampaknya dapat terselesaikan dengan sendirinya, karena peningkatan keuntungan dari kegiatan tambahan akan menyediakan dana yang diperlukan untuk memperluas modal kerja. Namun pandangan ini biasanya menyesatkan, karena kebutuhan modal kerja (tambahan persediaan, tambahan uang tunai untuk tenaga kerja, dan biaya lainnya) umumnya mendahului arus kas tambahan dari peningkatan aktivitas. Hal ini timbul dari kenyataan bahwa suatu bisnis, apa pun jenis aktivitasnya, harus membayar tunai untuk memenuhi sebagian besar biaya penjualan tertentu, sebelum uang tunai diterima dari pelanggan. Tingkat permasalahan ini berbeda-beda antara satu jenis usaha dengan jenis usaha lainnya. Jelasnya, masalah ini lebih besar bagi perusahaan manufaktur yang melakukan penjualan secara kredit, dengan tingkat persediaan dan piutang usaha yang relatif besar, dibandingkan dengan perusahaan yang menyediakan jasa penyelesaian tunai dalam waktu dekat, misalnya bisnis tata rambut. Faktanya, untuk bisnis tata rambut, ekspansi perdagangan yang pesat mungkin tidak menimbulkan masalah

overtrading sama sekali. Dengan kata lain, produsen cenderung memiliki siklus kas yang panjang sedangkan penata rambut tidak.

13.6 PERSEDIAAN (PERSEDIAAN DALAM PERDAGANGAN)

Seperti yang kita lihat pada Gambar 13.1, bisnis manufaktur biasanya menyimpan persediaan pada berbagai tahap penyelesaian, mulai dari bahan mentah hingga barang jadi. Pelaku usaha dagang (pedagang grosir, pengecer dan lain sebagainya) menyimpan persediaan hanya dalam satu kondisi saja. Secara garis besar, tingkat investasi persediaan oleh produsen cenderung relatif besar dibandingkan dengan tingkat investasi pedagang.

Bahkan dengan para pedagang, mungkin terdapat perbedaan besar. Seorang pedagang perhiasan biasanya memiliki tingkat persediaan yang jauh lebih tinggi (dalam hal nilai) dibandingkan pedagang sayur dengan tingkat perputaran tahunan yang sama. Sifat persediaan pedagang sayur yang mudah rusak juga ikut menyebabkan hal ini, begitu pula tingginya nilai masing-masing barang dalam persediaan pedagang perhiasan. Faktor lainnya mungkin adalah ketika kita membeli perhiasan, kita biasanya meminta sebuah pilihan, dan hal ini tidak akan terjadi ketika kita membeli kentang.

Pada banyak bisnis, kebutuhan inventaris bervariasi menurut waktu dalam setahun. Produsen kembang api di Inggris, yang mengalami volume penjualan yang tinggi pada periode menjelang tanggal 5 November, mungkin akan merasa perlu untuk menyimpan persediaan dalam jumlah besar setiap musim panas karena mereka menimbun untuk periode permintaan tinggi yang akan datang.

Terlepas dari sifat perdagangannya, semua bisnis harus berupaya menyeimbangkan biaya dan risiko dari memiliki persediaan dengan risiko jika tidak memiliki atau memiliki tingkat persediaan yang rendah. Walaupun biaya untuk menyimpan persediaan cenderung cukup pasti, jika sulit untuk diukur, biaya yang timbul dari kegagalan untuk menyimpan persediaan dalam jumlah yang cukup mungkin akan terjadi atau tidak: dengan kata lain, terdapat risiko. Jadi biaya tersebut bersifat nilai yang diharapkan, dimana biaya digabungkan dengan kemungkinan terjadinya.

Biaya dan risiko penyimpanan persediaan

Beberapa biaya dan risiko penyimpanan persediaan adalah:

Biaya pembiayaan

Ada biaya keuangan yang terikat pada persediaan. Misalnya, untuk Associated British Foods plc pada tahun 2015, biaya penyimpanan persediaan adalah Rp. 207 Miliyar, jumlah yang setara dengan 22 persen laba operasional bisnis pada tahun tersebut. Dengan kata lain, seandainya bisnis tersebut mampu melakukan perdagangan tanpa perlu menyimpan persediaan, para pemegang saham akan menjadi lebih kaya, setidaknya sebesar Rp. 207 Miliyar. (Lihat di atas untuk penjelasan tentang bagaimana biaya pembiayaan modal kerja ABF diperoleh.) Biaya pembiayaan persediaan bukanlah satu-satunya biaya, seperti yang akan segera kita lihat. Biaya-biaya lain bisa sama besarnya atau lebih besar dari biaya pendanaan. Kami telah menghitung biaya pembiayaan karena hanya biaya tersebut yang dapat dinilai berdasarkan informasi yang tersedia untuk umum. Mengingat sifat bisnis ABF, tidak mungkin

untuk menghindari persediaan pada tingkat tertentu, namun hal ini memerlukan biaya yang besar.

Biaya pendanaan persediaan sebagian dikurangi dengan sejumlah kredit gratis yang diberikan oleh pemasok persediaan, yang hanya akan tersedia jika persediaan dibeli. Keberadaan aspek ini sangat penting pada beberapa jenis usaha. Supermarket makanan, karena perputaran persediaannya cepat, biasanya seluruh persediaannya dibiayai oleh pemasok persediaan tersebut (lihat, misalnya, posisi Tesco plc seperti ditunjukkan pada Tabel 13.1 di atas).

Biaya penyimpanan

Biaya penyimpanan mencakup sewa ruang yang ditempati oleh persediaan dan biaya mempekerjakan orang untuk menjaga dan mengelolanya. Pada beberapa jenis persediaan, biayanya mungkin mencakup biaya penyimpanannya pada lingkungan tertentu yang diperlukan untuk pelestariannya. Hal ini terutama berlaku untuk barang-barang yang mudah rusak seperti makanan.

Biaya asuransi

Menyimpan inventaris yang berharga membuat bisnis menghadapi risiko kebakaran, pencurian, dan sebagainya. Perusahaan biasanya mengasuransikan risiko ini dengan biaya tertentu.

Mudah rusak dan usang

Jenis persediaan tertentu, misalnya makanan, dapat kehilangan nilainya karena mudah rusak. Persediaan juga bisa menjadi usang, misalnya karena ketinggalan jaman atau kehilangan nilainya karena perubahan desain produk yang produksinya dimaksudkan untuk digunakan. Oleh karena itu, persediaan yang tampak baik-baik saja, jika dilihat dari kondisi fisiknya, hanya akan menjadi barang bekas. Bisnis yang tidak memiliki persediaan jelas tidak terkena risiko biaya ini.

Biaya dan risiko jika persediaan tidak mencukupi

Biaya dan risiko jika persediaan sedikit (atau tidak ada sama sekali) juga bisa sangat besar. Yang lebih umum adalah:

Hilangnya niat baik pelanggan

Kegagalan untuk dapat memasok pelanggan karena persediaan yang tidak mencukupi dapat berarti hilangnya tidak hanya pesanan tertentu, tetapi juga pesanan selanjutnya. Sejauh mana hal ini merupakan risiko yang signifikan sangat bergantung pada sifat perdagangan dan kekuatan pasar relatif antara pemasok dan pelanggan.

Dislokasi produksi

Kehabisan bahan mentah, padahal fasilitas produksi lain (pabrik, mesin, tenaga kerja) tersedia, dapat menimbulkan biaya yang sangat besar. Seberapa mahal biayanya bergantung pada seberapa fleksibel bisnis tersebut dalam menanggapi kehabisan stok, yang pada gilirannya mungkin bergantung pada sifat inventaris yang bersangkutan. Misalnya, produsen mobil yang kehabisan bagian bodi utama mungkin tidak punya pilihan selain menghentikan produksinya. Jika perusahaan kehabisan kaca spion interior, mungkin cukup layak untuk menambahkan kaca spion tersebut pada akhir siklus produksi dibandingkan pada tahap yang dijadwalkan, tanpa harus melakukan dislokasi yang memakan banyak biaya.

Hilangnya fleksibilitas

Bisnis yang memiliki sedikit atau tanpa persediaan pasti akan menjalani kehidupan yang 'hand-to-mouth', dimana pembelian dan manufaktur harus sangat berkaitan dengan penjualan. Hal ini mungkin menghalangi memaksimalkan efisiensi proses produksi atau membeli bahan dalam batch dengan ukuran ekonomis yang optimal. Keberadaan seperti ini juga berarti bahwa, jika segala sesuatunya tidak berjalan sesuai rencana, bisnis akan menghadapi risiko masalah yang merugikan. Ada juga risiko bahwa peningkatan permintaan penjualan sedikit pun tidak dapat dipenuhi.

Penyimpanan persediaan, meskipun memakan biaya, menciptakan 'margin of safety' yang dapat mengurangi risiko, sehingga kesalahan dalam berbagai deskripsi dapat terjadi tanpa dampak besar yang merugikan. Kami akan mempertimbangkan situasi di mana tidak ada stok penyangga yang tersedia dalam waktu dekat.

Biaya pemesanan ulang

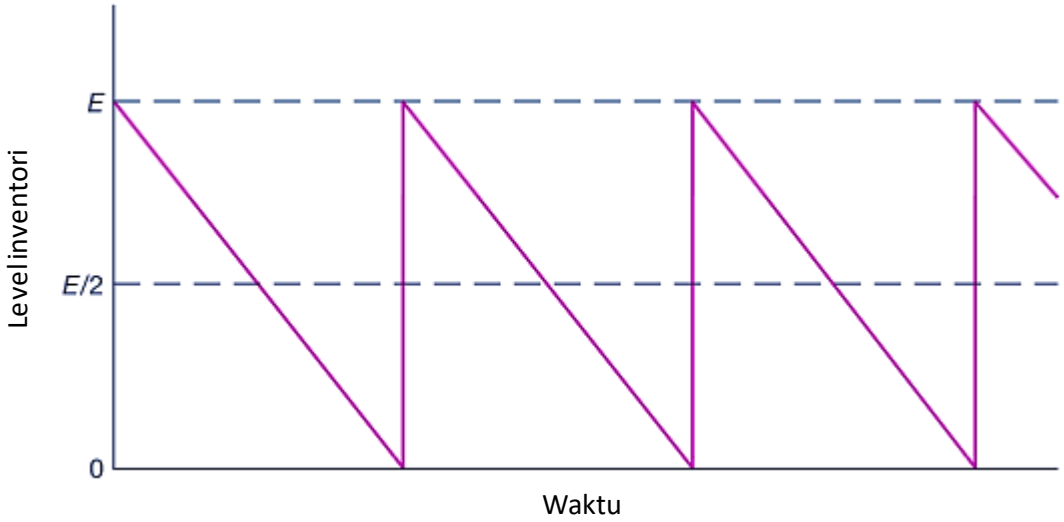
Bisnis apa pun yang memiliki sedikit atau tanpa persediaan akan terpaksa melakukan pemesanan dalam jumlah kecil dengan interval waktu yang singkat di antara setiap pesanan. Setiap pesanan menimbulkan biaya, termasuk penempatan fisik pesanan (waktu pembeli, telepon, ongkos kirim, dan sebagainya) dan penerimaan barang (waktu staf toko, biaya pemrosesan faktur dan pembayaran).

Model manajemen inventaris

Model telah dikembangkan untuk membantu manajer dalam tugas mereka menyeimbangkan biaya. Masing-masing model ini tampaknya mempunyai kelebihan dan keterbatasan.

Salah satu model tersebut dapat digunakan untuk mengidentifikasi ukuran pesanan optimal yang akan dilakukan untuk pembelian bahan mentah baru, dengan mempertimbangkan tingkat penggunaan persediaan tertentu dan faktor relevan lainnya. Model tersebut didasarkan pada asumsi bahwa tingkat setiap item persediaan akan seperti yang ditunjukkan pada Gambar 13.4. Hal ini menunjukkan tingkat persediaan turun secara merata dari waktu ke waktu hingga persediaan benar-benar habis dan digantikan oleh kuantitas E. Karena tingkat persediaan turun secara merata dari E ke nol, rata-rata tingkat penyimpanan persediaan adalah E/2. Model ini berupaya menyeimbangkan biaya penyimpanan persediaan dengan biaya pemesanan.

Jika C adalah biaya penempatan setiap pemesanan, A adalah permintaan tahunan untuk (yaitu, penggunaan) barang persediaan dan H adalah biaya untuk menyimpan satu unit barang persediaan selama satu tahun, maka biaya tahunan untuk menempatkan pesanan adalah (A/E * C) dan biaya penyimpanan persediaan adalah (E/2 * H). Total biaya yang terkait dengan penempatan pesanan dan penyimpanan persediaan adalah jumlah dari keduanya. (Perhatikan bahwa kami tidak tertarik pada harga pembelian persediaan itu sendiri karena hal ini ditentukan oleh penggunaan tahunan dan harga per unit dan tidak bergantung pada, kecuali untuk pertanyaan tentang kemungkinan diskon untuk pesanan massal, ukuran setiap pesanan dan tingkat persediaan rata-rata.)



Sejumlah (E) persediaan dikirimkan pada waktu 0. Hal ini terus digunakan hingga tingkatnya turun menjadi 0, yang pada saat itu kiriman baru (jumlah E) tiba. Tingkat rata-rata persediaan adalah E/2.

Gambar 13.4 Grafik tingkat persediaan terhadap waktu untuk suatu item persediaan

Gambar 13.5 menunjukkan perilaku biaya dengan berbagai tingkat persediaan. Ketika persediaan meningkat dan, mengikuti asumsi kami yang digambarkan dalam grafik pada Gambar 13.4, ukuran pesanan meningkat, biaya tahunan untuk menempatkan pesanan menurun namun biaya penyimpanan meningkat. Total biaya turun seiring dengan meningkatnya tingkat persediaan hingga, pada titik M, biaya tersebut mencapai minimum dan mulai meningkat. Yang ingin kita ketahui adalah besarnya jumlah pesanan E yang akan meminimalkan total biaya: dengan kata lain, kita perlu mengidentifikasi titik M.

Karena M sama dengan E/2, yaitu setengah dari jumlah pesanan optimal, total biaya dan, oleh karena itu, ekspresi yang diplot seperti pada Gambar 13.5, adalah:

$$\frac{AC}{E}+\frac{HE}{2}$$

yaitu, biaya penempatan pesanan tahunan ditambah biaya penyimpanan inventaris tahunan.

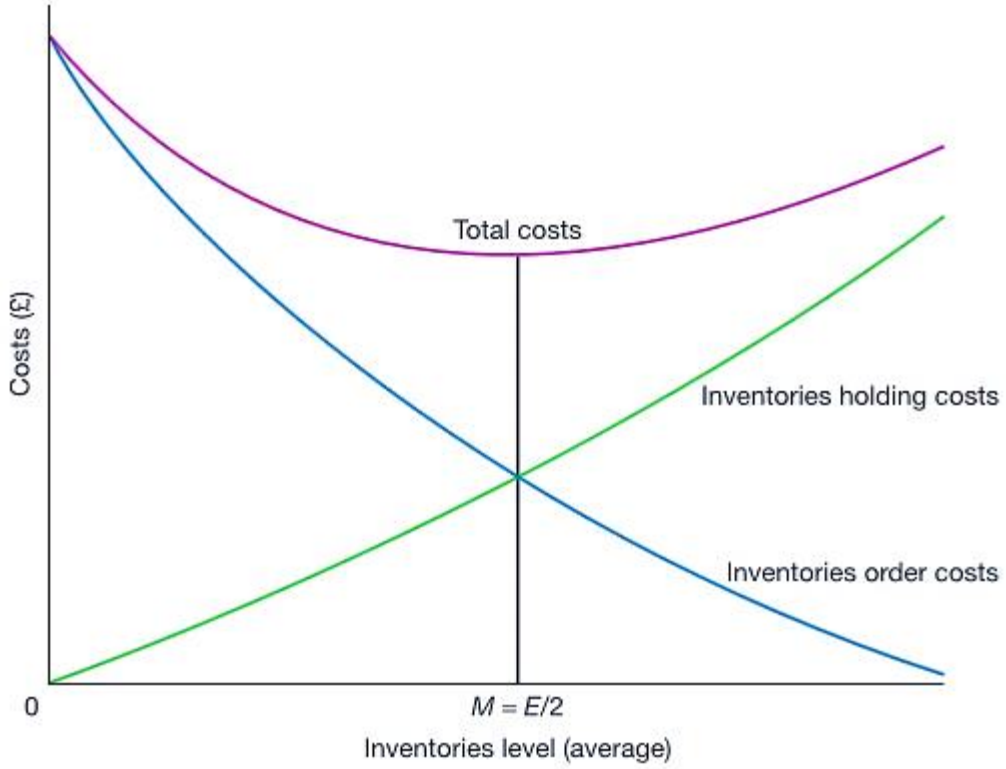
Kita dapat mengetahui berapa jumlah minimumnya (titik M) dengan menggunakan kalkulus diferensial. Ini akan menjadi minimum ketika diferensial ekspresi (sehubungan dengan E) sama dengan nol, titik kemiringan nol.

Diferensiasi terhadap E menghasilkan:

$$\frac{-AC}{E^2}+\frac{H}{2}=0$$

Atau

$$E=\sqrt{\frac{2AC}{H}}$$



Gambar 13.5 Grafik biaya penyimpanan persediaan dan biaya pemesanan terhadap tingkat rata-rata beberapa item persediaan

Semakin besar pesanan persediaan maka semakin besar jumlah rata-rata tingkat persediaan dan semakin tinggi pula biaya penyimpanannya. Di sisi lain, pesanan dalam jumlah besar berarti pesanan yang relatif jarang dan, oleh karena itu, total biaya pesanan relatif rendah. Tampaknya terdapat ukuran pesanan persediaan yang optimal, yang akan menyeimbangkan kedua jenis biaya tersebut.

Contoh 13.2 Kuantitas pesanan yang ekonomis

Sebuah bisnis menggunakan 1.000 unit item persediaan tertentu setiap tahunnya. Biaya untuk menyimpan satu unit selama setahun adalah Rp. 30.000 dan biaya penempatan setiap pesanan adalah Rp. 300.000. Berapa ukuran yang paling ekonomis untuk setiap pesanan?

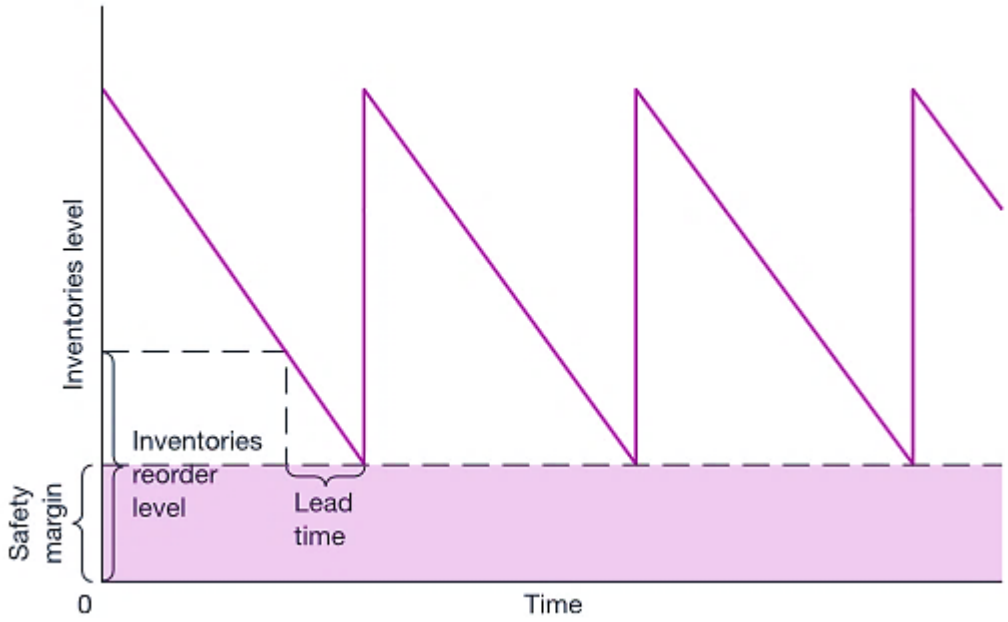
Solusi

$$E = \sqrt{\frac{2AC}{H}}$$

$$E = \sqrt{\frac{(2 \times 1.000 \times 300.000}{30.000}}$$

$$E = 141{,}4 \text{ dibulatkan } 141 \text{ unit}$$

Jadi setiap pesanan akan dilakukan sebanyak 141 unit (atau mungkin angka bulat seperti 140 atau 150), sehingga memerlukan sekitar tujuh pesanan yang dilakukan setiap tahun.



Gambar 13.6 Grafik tingkat persediaan terhadap waktu untuk suatu item persediaan, dengan asumsi margin keamanan

Sejumlah persediaan dikirimkan pada waktu 0. Jumlah ini terus digunakan sampai tingkatnya turun ke tingkat pemesanan ulang, yang mana pada saat itu kiriman baru akan dipesan. Tingkat pemesanan ulang harus ditetapkan sedemikian rupa sehingga terdapat persediaan yang cukup untuk mempertahankan operasi sampai kiriman baru tiba dan untuk memberikan margin keamanan. Besar kecilnya margin keamanan mungkin akan bergantung pada keandalan pemasok dalam melakukan pengiriman dalam jangka waktu yang diharapkan. Hal ini juga akan bergantung pada prediktabilitas tingkat penggunaan persediaan selama waktu tunggu. Waktu tunggu (lead time) adalah jangka waktu antara pemesanan dan penerimaan persediaan. Kita perlu memperhatikan kelemahan model ini, yang paling mencolok adalah:

- Permintaan barang persediaan dapat berfluktuasi berdasarkan musim, sehingga diagonal-diagonal pada Gambar 13.4 mungkin tidak semuanya sejajar, atau bahkan lurus.
- Permintaan tahunan mungkin (hampir pasti) tidak mungkin diprediksi dengan pasti, meskipun probabilitas statistik mungkin berasal dari kemungkinan tingkat permintaan.
- Model ini mengabaikan banyak biaya yang terkait dengan penyimpanan dan kegagalan penyimpanan persediaan. Hal ini terutama berlaku untuk beberapa biaya yang timbul karena persediaan dalam jumlah rendah, seperti hilangnya niat baik pelanggan, dislokasi produksi, dan hilangnya fleksibilitas.

Sebenarnya semua kekurangan ini mampu diakomodasi dengan meningkatkan kecanggihan model. Misalnya, hilangnya niat baik pelanggan dan masalah dislokasi produksi sampai batas tertentu dapat diatasi dengan merevisi model untuk memasukkan margin keamanan yang mencerminkan pola tingkat persediaan dari waktu ke waktu, mengikuti lebih dekat apa yang digambarkan pada Gambar 13.6 dibandingkan yang ditunjukkan pada Gambar 13.4. Seberapa

besar batas keamanan ini harus ditentukan oleh pertimbangan manajerial. Beberapa perkiraan mengenai biaya penyimpanan persediaan tambahan, biaya kehabisan persediaan dan kemungkinan terjadinya hal tersebut, harus memberikan beberapa panduan dalam pelaksanaan pertimbangan.

Perlu dicatat bahwa penerapan buffer pengaman berarti rata-rata tingkat penyimpanan persediaan tidak lagi E/2 sehingga model dasarnya tidak sepenuhnya valid; namun, modelnya dapat dengan mudah disesuaikan untuk mengatasi hal ini.

Mari kita perjelas bahwa model yang kita peroleh adalah upaya yang sangat sederhana, bahkan sederhana, untuk menyeimbangkan kedua jenis biaya tersebut. Namun, seperti yang telah kita lihat, model ini dapat diperluas untuk menangani sebagian besar faktor yang diabaikan oleh versi yang lebih sederhana. Model ini juga dapat digunakan dengan sedikit adaptasi untuk WIP dan persediaan jadi serta untuk bahan mentah yang dibeli.

Beberapa poin praktis tentang pengelolaan persediaan

Jumlah pesanan optimal

Hal ini harus ditetapkan untuk setiap item inventaris, baik dengan menggunakan model yang kita peroleh (di atas) atau versi yang lebih canggih. Jumlah ini harus direvisi secara berkala, namun antar revisi harus dianggap sebagai ukuran standar pesanan yang harus dilakukan. Hanya dalam keadaan luar biasa pesanan selain ukuran standar dapat dilakukan.

Tingkat pemesanan ulang persediaan

Tingkat inventarisasi di mana pemesanan selanjutnya harus dilakukan juga harus ditetapkan dan dipatuhi. Tingkat sebenarnya untuk item inventaris tertentu sangat bergantung pada waktu tunggu (yaitu, berapa lama waktu yang dibutuhkan antara pemesanan dan inventaris benar-benar tiba di lokasi bisnis) dan tingkat penggunaan inventaris. Dengan satu atau lain cara, pemesanan harus dilakukan cukup awal agar persediaan tiba tepat pada saat tingkat keamanan diharapkan tercapai. Hal ini digambarkan pada Gambar 13.6. Untuk menggambarkan hal ini, mari kita asumsikan bahwa, dalam contoh kuantitas pesanan ekonomis (Contoh 13.2), waktu tunggu adalah tiga minggu. Karena penggunaan mingguan adalah sekitar 20 unit (yaitu, 1.000/52), jika pesanan dilakukan ketika tingkat persediaan turun menjadi sekitar 60 unit dan semuanya berjalan sesuai rencana, maka persediaan baru akan tiba tepat ketika persediaan yang sudah habis. . Hal ini tentu saja tidak memberikan batas keamanan, namun seperti yang telah kita lihat, perangkat tersebut dapat dengan mudah digabungkan. Margin keamanan tersebut diwakili oleh 'buffer' – tingkat di mana persediaan biasanya tidak turun.

Kebanyakan paket komputer yang berhubungan dengan pencatatan persediaan mempunyai fasilitas untuk menggabungkan tingkat pemesanan ulang untuk setiap item persediaan sehingga keluaran komputer akan menarik perhatian pada kebutuhan untuk melakukan pemesanan berikutnya.

Penganggaran dan perencanaan

Sebagian besar manajemen persediaan yang sukses berkaitan dengan mengetahui apa yang diharapkan dalam hal tingkat permintaan dan biaya yang terkait dengan persediaan.

Dalam hal pengurangan biaya dan risiko, pentingnya perencanaan dan penganggaran ke depan mungkin tidak dapat ditaksir terlalu tinggi.

Catatan inventaris yang dapat diandalkan

Kecuali perusahaan mengetahui apa yang mereka miliki dalam persediaan, pengelolaannya akan menjadi sangat sulit. Dalam praktiknya, jarang sekali diperoleh informasi yang cukup mengenai inventarisasi dari observasi fisik.

Rasio

Rasio dapat berguna dalam mengelola persediaan, khususnya rasio periode penyimpanan persediaan (rata-rata persediaan * 3 6 5 /penggunaan persediaan tahunan), yang menunjukkan periode rata-rata, dalam hari, dimana persediaan disimpan. Masukan untuk menghitung rasio dapat dinyatakan dalam satuan fisik persediaan atau dalam satuan uang. Kedua masukan harus dinyatakan dalam istilah yang sama; biasanya biaya digunakan.

Rasio ini dapat dihitung untuk seluruh persediaan suatu bisnis (dalam hal ini inputnya perlu dinyatakan dalam satuan uang), untuk suatu bagian dari persediaan (misalnya, persediaan ban untuk produsen mobil), atau untuk persediaan tertentu. item (seperti inventaris ukuran dan kualitas ban tertentu). Angka-angka tersebut dapat digunakan sebagai bukti bahwa kebijakan yang ditetapkan benar-benar dipatuhi.

Keamanan dan otorisasi

Sistem rutin harus ditetapkan dalam upaya untuk memastikan bahwa inventaris hanya dapat dipesan (atau diproduksi) dan digunakan atas wewenang karyawan yang cukup senior. Hal ini melibatkan penentuan karyawan yang diberi wewenang untuk memberikan otorisasi penempatan pesanan dan memastikan bahwa inventaris disimpan di suatu area tertutup, hanya untuk dikeluarkan atas wewenang karyawan tertentu lainnya. Jelasnya, manajemen perlu menggunakan akal sehat dalam hal ini agar pembelian dan pengeluaran persediaan tidak menjadi hambatan besar bagi aktivitas bisnis. Namun, sistem di mana siapa pun dapat memesan inventaris dan menggunakannya tanpa izin kemungkinan besar akan menyebabkan kekacauan dan kerugian. Singkatnya, poin-poin praktis ini benar-benar berkaitan dengan penetapan rutinitas untuk diterapkan secara sistematis. Pengelolaan persediaan tidak boleh dilakukan secara sembarangan.

13.7 MANAJEMEN INVENTARIS TEPAT WAKTU

Filosofi tepat pada waktunya

Terdapat kecenderungan, yang sepertinya berasal dari Amerika Serikat, namun kemudian berkembang di Jepang, dimana perusahaan manufaktur mengoperasikan sistem dimana terdapat aliran persediaan bahan mentah yang cukup kontinyu ke dalam pabrik, barang dalam proses. (WIP) melalui pabrik dan persediaan jadi ke pelanggan. Dalam sistem seperti itu, persediaan dalam jumlah besar (bahan mentah, WIP, dan produk jadi) tidak akan pernah menumpuk. Barang jadi akan diproduksi sesuai kebutuhan untuk dipasok ke pelanggan. Masukan dari komponen dan sub-rakitan yang diproduksi secara internal akan diproduksi, dan diteruskan ke tahap produksi berikutnya, tepat pada saat komponen dan sub-rakitan tersebut diperlukan untuk digunakan. Pengiriman bahan mentah akan tiba dari pemasok tepat pada saat bahan tersebut dibutuhkan dalam produksi. Intinya, pendekatan

just-in-time (JIT) berarti bahwa produksi dan pembelian terkait erat dengan permintaan penjualan setiap hari, bahkan setiap jam, sehingga menghindari kebutuhan untuk menyimpan persediaan penyangga untuk melihat bisnis melalui puncak permintaan yang tidak terduga.

Meskipun pada pandangan pertama JIT tampak seperti teknik inventarisasi dan pengendalian produksi, penerapannya yang efektif memerlukan penerimaan filosofi dan budaya tertentu. Sistem JIT yang efektif memerlukan sikap fleksibel baik dari pihak pemasok maupun tenaga kerja internal, untuk memperluas dan mengontrak output dalam waktu singkat. Hal ini juga memerlukan perhatian yang cermat terhadap kualitas keluaran pada setiap tahap, baik oleh pemasok maupun oleh tenaga kerja internal. Jika persediaan bahan mentah akan tiba tepat pada waktunya untuk langsung diproduksi, maka persediaan tersebut harus terjamin kualitasnya dan tidak perlu diuji atau diperiksa sebelum dimasukkan ke dalam produksi. Poin umum yang sama tentang kualitas mengikuti setiap tahap produksi dan penjualan.

Kepraktisan JIT

Sistem JIT hanya dapat dibangun dengan andal jika terdapat hubungan yang sangat erat antara pengguna dan pemasok. Hal ini mengharuskan pengguna bersiap untuk menjamin hanya membeli dari satu pemasok sehubungan dengan item inventaris tertentu dan memberikan pemasok akses ke rencana produksi/penjualan pengguna. Hal ini memungkinkan pemasok untuk menyesuaikan produksinya dengan kebutuhan pengguna dengan cara yang sama seperti departemen bisnis pengguna yang memasok komponen atau sub-rakitan ke departemen internal lainnya. Agar dapat bekerja dengan baik, sistem ini mungkin mengharuskan pemasok dan pengguna berada cukup dekat secara geografis satu sama lain sehingga pengiriman dapat dilakukan secara sering dan, bila diperlukan, dalam waktu singkat.

Pencapaian tingkat persediaan yang rendah pada komponen, sub-perakitan, dan persediaan jadi yang diproduksi secara internal biasanya memerlukan proses produksi yang singkat. Artinya setiap batch produksi suatu produk atau komponen tertentu berukuran cukup kecil. Agar ekonomis, hal ini biasanya berarti bahwa biaya pengaturan setiap proses produksi cukup rendah. Metode produksi berteknologi tinggi (manufaktur yang dikendalikan robot dan komputer) biasanya memiliki biaya pengaturan yang rendah dan fleksibilitas yang besar. Hal ini membuat sistem JIT yang efektif lebih dapat dicapai dibandingkan masa lalu ketika teknologi produksi masih lebih mendasar.

Sistem JIT yang efektif juga memerlukan tenaga kerja yang bersedia menambah dan mengurangi jam kerjanya dari satu periode ke periode lainnya. Hal ini dapat menimbulkan masalah serius dalam penerapan sistem JIT, khususnya di beberapa negara barat di mana jam kerja reguler mingguan merupakan ciri umum pekerjaan industri. Keberadaan sejumlah tenaga kerja yang bersedia datang dalam waktu singkat untuk menambah tenaga kerja 'inti' selama masa puncak produksi dapat memberikan solusi dalam beberapa kasus.

Jelasnya, kebijakan JIT akan cenderung menurunkan tingkat persediaan dari sudut pandang pengguna dan, oleh karena itu, menghemat biaya penyimpanan persediaan. Perhatian yang diberikan pada pengendalian kualitas dan jaminan juga kemungkinan besar akan menghasilkan keuntungan finansial bersih. Di sisi lain, mungkin terdapat biaya peluang tambahan yang timbul dari kenyataan bahwa pengguna tidak dapat, setidaknya dalam jangka

pendek, membeli dari pemasok yang berbeda berdasarkan harga. Selain itu, mempertahankan tenaga kerja yang fleksibel mungkin cukup mahal. Namun, semakin populernya pendekatan JIT menyiratkan bahwa banyak perusahaan menganggap kebijakan tersebut mempunyai manfaat bersih bagi mereka.

JIT dalam praktiknya

JIT tampaknya digunakan cukup luas dalam praktiknya.

Beberapa tahun yang lalu, Alliance Boots (Boots the Chemist), pengecer layanan kesehatan terbesar di Inggris, meningkatkan manajemen inventaris di tokonya. Bisnis ini menggunakan sistem JIT di mana terdapat pengiriman inventaris harian dari satu gudang pusat di Nottingham ke setiap cabang ritel. Hampir semua lini persediaan ditempatkan langsung di rak penjualan, bukan di area toko cabang. Pihak bisnis mengatakan bahwa hal ini memperluas ruang penjualan di setiap toko, menghemat waktu staf toko secara signifikan, dan menurunkan tingkat persediaan yang disimpan secara signifikan, tanpa mengurangi layanan yang ditawarkan kepada pelanggan.

Honda Motor Europe Limited, cabang manufaktur bisnis mobil Jepang di Inggris, memiliki pabrik di Swindon di barat daya Inggris. Di sini ia mengoperasikan sistem JIT yang dikembangkan dengan baik. Misalnya, mesin buatan Honda di Jepang tiba dengan truk setiap dua menit dan hanya dua jam sebelum digunakan dalam produksi. Hal ini biasa terjadi pada 200 pemasok komponen dan bahan ke pabrik Swindon.

Nissan Motor Manufacturing UK Ltd, produsen mobil Jepang di Inggris, memiliki pabrik di Sunderland di timur laut Inggris. Di sini perusahaan tersebut dulu mengoperasikan sistem JIT yang dikembangkan dengan baik untuk hampir semua item inventarisnya. Namun, dengan hanya menggunakan pemasok lokal, mereka kehilangan peluang untuk mengeksploitasi pemasok berbiaya rendah, khususnya yang berasal dari Tiongkok. Baru-baru ini perusahaan tersebut telah menarik kembali kepatuhan totalnya terhadap JIT, namun hal ini menyebabkan perusahaan tersebut merasa bahwa mereka sekarang perlu mengadakan persediaan penyangga untuk mencegah gangguan pasokan yang timbul dari masalah transportasi dalam pengadaan suku cadang dari Timur Jauh.

13.8 PIUTANG USAHA (DEBITUR USAHA ATAU PIUTANG USAHA)

Kecuali perdagangan eceran, yang didominasi oleh penyelesaian tunai secara langsung, sebagian besar penjualan komersial dilakukan secara kredit. Ketika barang atau jasa berpindah ke bisnis pelanggan, bisnis tersebut menjadi salah satu piutang usaha pemasok sampai pemasok tersebut menyelesaikan kewajibannya dengan membayar tunai.

Tampaknya sikap terhadap pemberian kredit bervariasi dari satu perdagangan ke perdagangan lainnya, dengan kebijakan kredit yang telah lama diterapkan karena fakta bahwa setiap perusahaan merasa sulit untuk mematahkan pola yang ingin dilanjutkan oleh pesaing mereka.

Dalam menentukan kebijakan kredit, manajer keuangan harus berusaha mencapai keseimbangan antara biaya dan risiko pemberian kredit dan risiko yang terkait dengan penolakan atau pembatasan kredit.

Biaya dan risiko pemberian kredit

Biaya dan risiko pemberian kredit adalah:

Biaya pembiayaan

Memberikan kredit sama dengan memberikan pinjaman tanpa bunga. Karena piutang usaha biasanya tidak dijamin, maka piutang tersebut cenderung merupakan pinjaman yang cukup berisiko. Dengan demikian bunga yang hilang berada pada tingkat yang cukup tinggi.

Untuk Associated British Foods plc pada tahun 2015, biaya pendanaan piutang dagang adalah Rp. 143 Miliyar, jumlah yang setara dengan sekitar 15 persen laba operasional bisnis pada tahun tersebut. Dengan kata lain, jika bisnis tersebut dapat melakukan perdagangan tanpa perlu menawarkan kredit perdagangan, maka pemegang saham setidaknya akan mendapatkan keuntungan sebesar Rp. 143 Miliyar. Seperti halnya persediaan, ABF, dalam praktiknya, tidak mungkin menghindari pembiayaan sejumlah piutang usaha, namun hal ini memerlukan biaya yang besar.

Hilangnya daya beli

Ketika terjadi inflasi harga, yang terjadi di Inggris (dan sebagian besar negara maju) hampir sepanjang abad ke-20 dan, sejauh ini, pada abad ke-21, termasuk setiap tahun sejak 1945, maka terjadi transfer nilai dari pemberi pinjaman kepada peminjam. Hal ini karena peminjam (pelanggan kredit dalam konteks ini) membayar Rp. s dengan nilai yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai yang dipinjam. Sampai batas tertentu, poin ini sudah dibahas dalam poin sebelumnya, namun pengalaman terkini mengenai tingkat inflasi yang sangat tinggi menunjukkan bahwa, pada saat seperti itu, suku bunga tidak serta merta meningkat sepenuhnya untuk memberikan kompensasi kepada pemberi pinjaman atas terkikisnya daya beli uang mereka. Pihak yang memberikan kredit perdagangan harus sadar bahwa mereka mungkin akan kehilangan lebih dari sekedar biaya dasar keuangan pada saat inflasi.

Menilai kelayakan kredit calon pelanggan

Biasanya sebelum memberikan kredit kepada pelanggan baru, atau mungkin ketika meningkatkan batas kredit pelanggan yang sudah ada, untuk menilai kelayakan kredit. Hal ini biasanya dilakukan dengan mencari referensi dari bank nasabah dan dari pedagang lain yang telah memberikan kredit kepada nasabah tersebut. Penilaian tersebut dapat mencakup pemeriksaan terhadap laporan keuangan pelanggan yang dipublikasikan, untuk mencari petunjuk mengenai likuiditas dan kebenaran keuangan, dan membayar lembaga pemeringkat kredit untuk laporan mengenai pelanggan tersebut.

Melaksanakan prosedur-prosedur ini akan mengurangi risiko kredit macet, namun memerlukan biaya, meskipun sebagian besar biaya tersebut, sekali timbul, kemungkinan besar tidak perlu terulang kembali. Biasanya, suatu bisnis, setelah memberikan kredit kepada pelanggan tertentu, menilai kembali pelanggan tersebut berdasarkan pengalamannya sendiri terhadap rekam jejak pembayaran pelanggan tersebut.

Biaya administrasi dan pencatatan

Sebagian besar perusahaan yang memberikan kredit merasa perlu mempekerjakan orang untuk bertindak sebagai pengontrol kredit, yaitu mengabdikan diri pada administrasi dan penagihan piutang dagang. Pemberian kredit biasanya melibatkan peningkatan volume transaksi akuntansi.

Hutang macet

Kecuali jika perusahaan menerapkan kebijakan pemberian kredit yang sangat hati-hati, hampir tidak dapat dihindari bahwa beberapa piutang dagang tidak akan pernah terbayar, misalnya karena keruntuhan keuangan pelanggan yang mengalami gagal bayar. Risiko ini dapat diasuransikan, meskipun biasanya risiko ini ditanggung oleh pemasok; bagaimanapun juga, ada biayanya.

Diskon

Sangat umum bagi bisnis untuk menawarkan diskon kepada pelanggan kredit mereka jika mereka menyelesaikannya dengan cepat. Misalnya, diskon 2,5 persen dapat ditawarkan jika pelanggan membayar dalam waktu 30 hari sejak diterimanya barang atau jasa. Berapa biaya efektif dari kebijakan tersebut tergantung pada berapa lama pelanggan yang membayar dengan cepat dan mengklaim diskon akan diperlukan untuk membayar jika tidak ada diskon. Jika, katakanlah, dalam contoh di atas, mereka rata-rata membutuhkan waktu 40 hari namun diskon tersebut menyebabkan mereka membayar tepat pada hari ke 30, maka biaya efektif diskon tersebut adalah 2,5 persen per 10 hari, atau sekitar 100 persen per tahun. (ditumbuk). Tentu saja, pemberian diskon untuk pembayaran yang cepat dapat menimbulkan biaya yang besar, sehingga penggunaannya harus dilakukan dengan hati-hati. Namun, kita harus ingat bahwa pembayaran cepat yang dipicu oleh diskon mungkin akan mengurangi beberapa biaya yang telah kita bahas, khususnya biaya yang terkait dengan risiko kredit macet dan administrasi piutang usaha.

Biaya nilai tukar

Bisnis apa pun yang melakukan penjualan kredit dalam mata uang luar negeri akan menghadapi risiko dan biaya yang lebih besar sebagai akibatnya. Risiko dapat dikelola secara efektif, namun hal ini memerlukan biaya lebih lanjut. Topik ini akan dibahas di Bab 15.

Biaya dan risiko penolakan kredit

Ada berbagai biaya dan risiko yang terkait dengan penolakan kredit. Ini adalah:

Hilangnya niat baik pelanggan

Jika pesaingnya memberikan kredit, maka akan sulit bagi perusahaan untuk menolak kredit, kecuali jika perusahaan tersebut menawarkan insentif khusus (seperti potongan harga), yang mungkin sama mahalnya dengan pemberian kredit. Apabila pemasok berada dalam posisi monopolistik, atau hampir monopolistik, pemasok mungkin dapat menjual sebanyak yang diinginkannya tanpa menawarkan kredit. Namun, dalam pasar yang kompetitif, kredit dapat digunakan sebagai dasar persaingan, sehingga mungkin perlu menawarkan kredit yang diberikan dalam jumlah yang tidak biasa untuk menarik pesanan dalam jumlah besar dan berulang.

Ketidaknyamanan dan hilangnya keamanan dalam mengumpulkan uang tunai

Secara administratif, memasok barang atau jasa secara kredit bisa sangat memudahkan. Uang tunai biasanya tidak dibayarkan sampai pelanggan puas bahwa barangnya sesuai pesanan, sehingga menghindari perlunya pengembalian uang sehubungan dengan barang yang cacat. Uang tunai dikumpulkan secara terpusat, biasanya melalui kredit bank langsung. Pengemudi pengiriman tidak perlu mengambil uang tunai: dengan demikian penundaan dan potensi masalah administratif dan keamanan yang mungkin timbul dari

pengumpulan uang tunai yang terdesentralisasi dapat dihindari. Keberadaan kredit perdagangan cenderung memungkinkan adanya spesialisasi dan pemisahan tugas; pengemudi pengiriman mengirimkan barang dan pengontrol kredit mengumpulkan uang tunai.

Beberapa poin praktis dalam pengelolaan piutang usaha

Menetapkan kebijakan kredit

Perusahaan harus mempertimbangkan apakah mereka menganggap pantas untuk menawarkan kredit perdagangan dan, jika demikian, berapa jumlahnya, kepada siapa dan dalam keadaan apa. Misalnya saja, lembaga tersebut mungkin memutuskan secara umum bahwa kredit perdagangan bukanlah ide yang baik, namun tetap mengidentifikasi keadaan-keadaan tertentu yang membuat mereka siap untuk menawarkannya. Misalnya, pengecer mungkin bersedia menawarkan kredit hanya untuk pesanan di atas Rp. 100.000.

Dengan satu atau lain cara, setiap perusahaan harus menetapkan kebijakan, bukan sekadar menerima bahwa kredit tidak bisa dihindari.

Menilai kelayakan kredit pelanggan

Meskipun pada prinsipnya perusahaan telah memutuskan bahwa memberikan kredit adalah kepentingan terbaiknya, perusahaan tidak boleh menawarkan kredit tanpa batas kepada pelanggan potensial yang mencarinya. Mereka yang mencari kredit sebenarnya meminta pinjaman tanpa jaminan. Perusahaan pemasok harus menilai permasalahan berdasarkan ketentuan tersebut.

Perusahaan harus menetapkan kebijakan untuk menyelidiki kelayakan kredit dan tidak boleh bersiap untuk memberikan kredit sebelum meyakinkan dirinya sendiri bahwa risiko melakukan hal tersebut terhadap setiap pelanggan adalah dapat diterima. Ini bukan sekedar persoalan pemberian kredit atau tidak. Batas kredit harus ditetapkan. Hal ini hampir pasti akan bervariasi dari satu pelanggan ke pelanggan lain tergantung pada kepercayaan perusahaan pemasok terhadap kelayakan kredit masing-masing pelanggan. Setelah ditetapkan, batas kredit setiap pelanggan harus diterapkan secara ketat sampai ada tinjauan mendasar oleh karyawan senior.

Bisnis pemasok harus mencoba menerapkan rutinitas yang bersifat ‘ear to the ground’ sehingga tanda-tanda bahwa nasabah kredit tertentu sedang mengalami masalah likuiditas dapat diketahui dengan cepat dan diambil tindakan. Rutinitas tersebut mungkin mencakup pemantauan rutin laporan keuangan pelanggan (dalam laporan tahunan). Pendekatan lain yang juga dapat digunakan adalah dengan memperhatikan pelanggan yang membutuhkan waktu pembayaran lebih lama dari biasanya; hal ini mungkin mengindikasikan melemahnya posisi likuiditas.

Menetapkan administrasi piutang dagang yang efektif

Sistem harus ditetapkan untuk memastikan bahwa:

- Tidak ada barang yang dikirim atau layanan diberikan sampai dipastikan bahwa pesanan saat ini tidak akan membuat pelanggan melebihi batas kredit yang telah ditentukan untuk pelanggan tersebut;
- Faktur untuk barang atau jasa yang dipasok secara kredit diberikan kepada pelanggan sesegera mungkin setelah penjualan, sehingga mendorong pelanggan untuk memulai rutinitas pembayaran lebih cepat daripada terlambat; dan

- Piutang dagang yang ada ditinjau secara sistematis dan pengingat akan dikirimkan kepada mereka yang terlambat membayar.

Sebagian besar paket komputer untuk menangani piutang dagang dapat menghasilkan daftar, dengan jumlah utang setiap pelanggan dianalisis berdasarkan jangka waktu pembayarannya. Perangkat ini (dikenal sebagai 'ringkasan penuaan') dan perangkat serupa dapat digunakan dengan berguna oleh pengontrol kredit dalam mengejar piutang usaha.

Menetapkan kebijakan mengenai kredit macet

Pada tahap tertentu, mengejar pembayar yang enggan membayar biasanya akan menjadi lebih mahal dibandingkan dengan nilai utang mereka. Bisnis harus memutuskan kebijakan untuk menghapus kredit macet. Setelah ditetapkan, kebijakan tersebut harus diikuti kecuali dalam keadaan yang tidak biasa.

Penghapusan kredit macet harus dilakukan hanya jika semua langkah yang diidentifikasi dalam kebijakan telah diikuti. Penting juga bahwa penghapusan piutang tak tertagih hanya dapat dilakukan dengan izin dari karyawan senior.

Pertimbangkan untuk menawarkan diskon untuk pembayaran cepat

Diskon untuk pembayaran segera (atau diskon tunai) adalah pengurangan yang diperbolehkan atas jumlah piutang usaha yang dibayar dalam jangka waktu tertentu, misalnya satu bulan sejak transaksi yang bersangkutan.

Biaya dan keuntungan dari pemberian diskon harus dinilai. Jika bisnis menetapkan kebijakan tertentu yang memperbolehkan diskon, perhatian harus diberikan untuk memastikan bahwa pelanggan diperbolehkan untuk memotong diskon hanya jika mereka benar-benar telah membayar dalam jangka waktu yang ditentukan.

Pertimbangkan untuk memfaktorkan piutang usaha

Dimungkinkan untuk mengadakan perjanjian dengan faktor piutang usaha (banyak yang merupakan anak perusahaan bank komersial). Di sini faktor tersebut mengumpulkan jumlah utang atas nama bisnis pemasok. Pengaturan yang tepat dapat sangat bervariasi namun, biasanya, pembayaran (dengan potongan harga) dilakukan oleh faktor tersebut, segera setelah penjualan. Faktor tersebut kemudian mengumpulkan uang dan mengelola semua urusan akuntansi dan administrasi yang terkait dengannya. Hal ini meringankan pemasok dari beban administrasi dan keuangan dalam memberikan kredit perdagangan, namun ada biayanya. 'Diskon faktur' adalah pengaturan yang sangat mirip.

Rasio

Ini dapat berguna dalam pengelolaan piutang dagang. Mungkin yang paling banyak digunakan adalah rasio periode penyelesaian piutang usaha (rata-rata piutang dagang * 3 6 5 /pendapatan penjualan kredit tahunan) yang menunjukkan waktu rata-rata yang dibutuhkan antara penjualan yang dilakukan dan uang tunai yang diterima. Hal ini memberikan gambaran menyeluruh tentang apa yang sebenarnya terjadi dengan piutang dagang, yang dapat dibandingkan dengan kebijakan penyelesaian bisnis untuk menyediakan perangkat kendali. Apabila jangka waktu penyelesaian ternyata melebihi jangka waktu yang ditentukan dalam kebijakan, langkah-langkah dapat diambil untuk mencoba memperbaiki keadaan.

Kesimpulannya, pengelolaan piutang usaha harus dipikirkan terlebih dahulu dan dilakukan secara sistematis. Kejadian-kejadian, baik secara kebetulan atau disengaja,

penyimpangan dari kebijakan kredit yang telah ditetapkan seharusnya merupakan hal yang sangat luar biasa.

13.9 KAS (TERMASUK CERUKAN DAN DEPOSITO JANGKA PENDEK)

Jika kita melihat kembali Gambar 13.1, kita melihat bahwa cepat atau lambat, uang terlibat dalam segala hal yang dilakukan oleh bisnis pada umumnya. Beberapa bisnis mungkin tidak memiliki persediaan (mungkin karena mereka menjual jasa dibandingkan barang), bisnis lainnya mungkin tidak memiliki piutang usaha atau hutang dagang (karena mereka tidak memberi atau menerima kredit), namun semuanya memiliki uang tunai. Memang benar, beberapa bisnis mempunyai saldo kas negatif (cerukan), namun bisnis yang tidak memiliki saldo kas pada saat tertentu akan jarang terjadi.

Uang tunai cenderung ditahan karena tiga alasan:

- untuk memenuhi kebutuhan yang direncanakan untuk membayar pemasok dan tenaga kerja;
- sebagai dana untuk memenuhi kewajiban tak terduga: misalnya, pemberi pinjaman jangka pendek yang meminta pembayaran lebih awal dari perkiraan; Dan
- untuk memanfaatkan peluang yang tidak terduga: misalnya, melakukan pemesanan persediaan dalam jumlah yang lebih besar dari yang direncanakan guna memanfaatkan keunggulan harga sementara.

Seperti yang kita lihat pada pembahasan kita pada Gambar 13.1, kas lebih dari sekedar salah satu elemen modal kerja. Sebagai alat tukar dan penyimpan nilai, ia menyediakan hubungan antara seluruh aspek keuangan bisnis. Lebih khusus lagi, hal ini menghubungkan keputusan pendanaan jangka pendek dan jangka panjang satu sama lain. Hal ini juga menghubungkan keputusan pendanaan dengan keputusan yang melibatkan investasi baik pada aset tidak lancar maupun modal kerja.

Jelasnya, pengelolaan kas adalah salah satu peran kunci dalam organisasi apa pun dengan ukuran dan deskripsi apa pun. Manajemen Perbendaharaan, demikian sebutan untuk peran ini, memerlukan keterampilan, pengetahuan, dan pengalaman yang khusus. Hal ini menyebabkan kecenderungan bagi manajer perbendaharaan di organisasi yang lebih besar untuk menjadi spesialis yang jalur kariernya hanya terletak pada bidang fungsional tersebut. Tidak mengherankan, dalam organisasi yang lebih kecil peran manajer perbendaharaan kemungkinan besar akan diisi oleh akuntan.

Pertama-tama kita akan melihat biaya yang timbul akibat menyimpan dan tidak menyimpan uang tunai, sebelum kita melanjutkan ke topik yang berkaitan erat dengan penggunaan cerukan bank untuk mengatasi kekurangan uang tunai sementara dan bagaimana surplus uang tunai sementara dapat digunakan.

Biaya dan risiko memegang uang tunai

Biaya dan risiko yang terkait dengan memegang uang tunai adalah:

Biaya pembiayaan

Jika uang tunai disimpan dalam bentuk yang paling likuid (uang kertas dan koin), maka uang tersebut tidak akan menghasilkan bunga sama sekali. Kalaupun ada di rekening giro di bank, tidak akan menghasilkan pendapatan yang sangat tinggi. Mungkin saja suatu

perusahaan mempunyai sebagian, mungkin sebagian besar, kasnya pada deposito jangka pendek yang dapat ditarik dalam waktu singkat jika diperlukan. Meskipun hal ini dilakukan, tetap saja ada biayanya, karena suku bunga jangka pendek cenderung lebih rendah dibandingkan suku bunga jangka panjang. Dengan satu atau lain cara, uang tunai biasanya bukan merupakan aset yang dapat dibiayai sendiri; bisnis biasanya harus menanggung sebagian besar biaya keuangan.

Untuk Associated British Foods plc pada tahun 2015, biaya pendanaan dari saldo kasnya, dengan asumsi tidak ada satupun yang menghasilkan bunga, adalah £86 juta, jumlah yang setara dengan sekitar 9 persen laba operasional bisnis pada tahun tersebut. Artinya, jika bisnis dapat melakukan perdagangan tanpa perlu mempertahankan saldo kas positif, maka pemegang saham akan mendapatkan keuntungan sebesar £86 juta. Seperti halnya persediaan dan piutang dagang, dalam praktiknya ABF memerlukan akses terhadap uang tunai, namun fasilitas tersebut memerlukan biaya yang mahal. (Lihat di atas (halaman 361) untuk penjelasan bagaimana biaya pembiayaan modal kerja ABF diperoleh.)

Hilangnya daya beli

Sama halnya dengan piutang usaha, pada masa inflasi terjadi pengikisan nilai uang. Hal ini belum tentu diimbangi dengan tingkat suku bunga, meskipun hal ini memungkinkan untuk menghasilkan sejumlah bunga atas uang tunai.

Biaya nilai tukar

Bisnis yang menyimpan uang tunai dalam mata uang luar negeri akan menanggung biaya jika mata uang tersebut melemah terhadap mata uang dalam negeri. Hal ini akan dibahas panjang lebar di Bab 15.

Biaya dan risiko memegang sedikit atau tanpa uang tunai

Biaya dan risiko jika memiliki sedikit atau tanpa uang tunai adalah:

Hilangnya niat baik karyawan dan pemasok

Kegagalan untuk memenuhi kewajiban keuangan tepat waktu, karena kekurangan uang tunai, dapat berarti hilangnya pasokan lebih lanjut dari pihak-pihak yang dirugikan. Hal ini bisa sangat merugikan, terutama jika komoditas tertentu merupakan komoditas yang sangat penting untuk kelangsungan operasi, misalnya tenaga kerja. Kegagalan untuk memenuhi kewajiban keuangan kepada pemberi pinjaman menempatkan pemberi pinjaman tersebut pada posisi di mana mereka dapat mengambil langkah-langkah untuk memicu likuidasi bisnis yang mengalami gagal bayar. Mengingat biaya kebangkrutan dan pasar aset riil yang tidak efisien, kemungkinan terjadinya hal tersebut harus menjadi perhatian besar bagi pemegang saham yang ingin meningkatkan atau setidaknya mempertahankan kekayaannya. Kekurangan uang tunai dapat membuat bisnis menghadapi risiko likuidasi.

Hilangnya peluang

Kekurangan uang tunai cenderung berarti bahwa mustahil untuk bereaksi dengan cepat terhadap suatu peluang. Misalnya, jika sebuah perusahaan ditawari kontrak yang harus dipenuhi dalam waktu singkat melalui kerja lembur, perusahaan tersebut mungkin harus ditolak jika uang tunai tidak tersedia untuk memenuhi biaya tenaga kerja tambahan. Oleh karena itu, kekurangan uang tunai menghadapkan bisnis pada risiko timbulnya biaya peluang.

Ketidakmampuan untuk mengklaim diskon

Diskon untuk pembayaran cepat biasanya sangat menguntungkan, dalam persentase, bagi bisnis pembelian. Kekurangan uang tunai mungkin menghalangi klaim diskon tersebut.

Biaya pinjaman

Kekurangan uang tunai akan membuat bisnis menghadapi risiko karena harus meminjam dalam jangka pendek untuk dapat memenuhi kewajiban yang tidak terduga. Biaya bunga untuk pinjaman tersebut. Hal ini bisa memakan biaya yang besar, terutama jika dana tersebut harus dikumpulkan dalam waktu yang sangat singkat dan di bawah tekanan. Seperti biasa, menyeimbangkan kedua jenis biaya dan risiko ini secara optimal adalah tujuan manajer keuangan (perbendaharaan). Ada beberapa model yang dapat membantu dalam tugas ini.

Model pengelolaan kas

Beberapa model pengelolaan kas telah dikembangkan. Model paling sederhana pada dasarnya sama dengan model kuantitas pesanan persediaan ekonomis yang kita peroleh di atas (di halaman 367–8). Model kas ini mengasumsikan bahwa bisnis menyimpan seluruh kasnya dalam rekening deposito yang menghasilkan bunga sehingga bisnis dapat melakukan penarikan sesuai kebutuhan.

Hal ini juga mengasumsikan bahwa semua penerimaan (dari piutang dagang dan sebagainya) dimasukkan langsung ke dalam rekening deposito dan penggunaan kas bersifat linear dari waktu ke waktu, mengikuti pola yang persis sama seperti Gambar 13.4 untuk persediaan. Model ini memperoleh jumlah uang yang akan ditarik dari simpanan sehingga biaya penarikan seimbang secara optimal dengan biaya bunga, dll., dihilangkan dengan memegang uang tunai, dibandingkan membiarkan dana disimpan di simpanan. Modelnya dapat dinyatakan sebagai:

$$C = \sqrt{\frac{2WP}{H}}$$

dimana C adalah jumlah optimal uang tunai yang akan ditarik setiap kali, W adalah biaya untuk melakukan setiap penarikan (biaya tidak bergantung pada besarnya penarikan), P adalah rencana pembayaran untuk jangka waktu mendatang dan H adalah bunga yang hilang. pada penarikan tunai (yaitu, tingkat bunga deposito).

Contoh 13.3 Sebuah bisnis berencana menggunakan uang tunai Rp. 200.000.000 selama tahun mendatang. Perusahaan ini menyimpan sebagian besar uang tunainya di rekening deposito dengan biaya Rp. 300.000 untuk setiap penarikan dan membayar bunga sebesar 10 persen per tahun. Berapa ukuran optimal untuk setiap penarikan?

Solusi

$$C = Rp\sqrt{\frac{2 \times 30.000 \times 200.000.000}{0.01}} = Rp.34.646.000$$

Oleh karena itu, sekitar Rp. 3.464.000 harus ditarik dari deposit. Ketika semua itu telah dibelanjakan, penarikan lebih lanjut dengan jumlah yang sama harus dilakukan dan seterusnya.

Terkait erat dengan kuantitas pesanan ekonomi persediaan, model kas ini mengambil pandangan dunia yang sangat sederhana, meskipun mungkin lebih baik daripada tidak sama sekali. Modifikasi model dasar telah diusulkan oleh Miller dan Orr (1966), dan Beranek (1963) menyarankan pendekatan lain.

Cerukan bank

Cerukan bank adalah fasilitas yang diperbolehkan oleh bank komersial yang memungkinkan nasabah memiliki saldo negatif pada rekening giro mereka. Oleh karena itu, cerukan bank merupakan suatu bentuk pinjaman yang akan dikenakan bunga oleh bank, biasanya sebesar 1 atau 2 persen di atas suku bunga pinjaman dasar yang relevan. Bank biasanya juga mengenakan biaya tetap untuk pendirian fasilitas tersebut.

Setelah fasilitas dibuat, nasabah dapat terus menjalankan rekening bank seperti biasa, kecuali sekarang dapat mengalami saldo negatif hingga batas yang ditentukan. Ini cenderung merupakan bentuk pembiayaan yang murah, karena nasabah hanya perlu membayar dana yang telah digunakan selama masih digunakan. Faktanya, cerukan pada dasarnya adalah pinjaman jangka pendek dengan jumlah yang berfluktuasi, dengan suku bunga yang berfluktuasi.

Seperti yang telah dibahas di atas, dunia usaha tampaknya menggunakan cerukan terutama untuk mengatasi kekurangan uang tunai yang bersifat sementara, yang mungkin disebabkan oleh fluktuasi musiman. Misalnya, bisnis ritel yang periode perdagangan utamanya adalah pada musim liburan musim panas akan cenderung melakukan persediaan pada akhir musim semi. Hal ini akan memberikan tekanan sementara pada sumber daya keuangannya, yang secara bertahap akan berkurang seiring berjalannya musim panas. Satu-satunya alternatif selain pembiayaan cerukan mungkin adalah sumber jangka panjang. Jika bisnis tersebut meminjam melalui pinjaman berjangka, maka bisnis tersebut akan dibebani dengan pembayaran bunga sepanjang tahun atas dana yang hanya dibutuhkan untuk satu atau dua bulan. Tentu saja, hal ini dapat menempatkan sisa uang tunai di deposito untuk 10 atau 11 bulan berikutnya, namun sifat pasar pembiayaan cenderung berarti bahwa bunga yang diterima tidak akan sesuai dengan bunga yang dibayarkan atas dana tersebut.

Cerukan bank memiliki kelemahan besar dibandingkan dengan pinjaman jangka panjang: cerukan biasanya dapat dibayar kembali saat dibutuhkan (yaitu, segera) sebagai syarat pemberian fasilitas. Ketika cerukan digunakan, seperti dalam contoh kita, untuk mengatasi kekurangan uang tunai yang bersifat sementara, hal ini mungkin tidak menjadi masalah karena 'segera', dalam praktiknya, mungkin berarti dalam waktu beberapa bulan sebelumnya. Namun, bagi bisnis yang ingin menggunakan cerukan bank sebagai sumber keuangan yang lebih permanen, hal ini bisa menjadi masalah yang serius.

Meskipun terdapat masalah ini, banyak bisnis yang dibiayai sebagian melalui cerukan, secara permanen. Cerukan tetap ada, tetapi tidak dilunasi. Bagi bisnis seperti ini, cerukan merupakan sumber pendanaan yang relatif murah namun berisiko.

Surplus uang tunai jangka pendek

Apabila suatu perusahaan mengalami surplus kas, yang biasanya ditandai dengan adanya penumpukan kas di rekening gironya, maka perlu ditentukan apakah kas tersebut merupakan surplus permanen atau surplus sementara. Jika ini bersifat permanen, maka perlu

dipertimbangkan untuk menggunakannya dalam cara 'jangka panjang'. Hal ini harus melibatkan investasi lebih lanjut, jika proyek NPV positif dapat ditemukan, atau pembayaran kembali sejumlah pembiayaan jangka panjang, jika tidak dapat ditemukan.

Apabila surplus kas tampaknya bersifat sementara, misalnya disebabkan oleh musim perdagangan suatu usaha, maka perlu diambil langkah-langkah untuk memanfaatkannya dengan cara yang paling efektif. Opsi yang memungkinkan adalah sebagai berikut:

- Menaruh uang tunai pada deposito yang menghasilkan bunga. Umumnya, pengembalian yang lebih tinggi diperoleh dari deposito yang memerlukan jangka waktu pemberitahuan penarikan, mungkin 30 hari. Oleh karena itu, kehati-hatian harus diberikan dalam menilai berapa lama dana cadangan akan tersedia dan seberapa besar kemungkinan dana tersebut akan dibutuhkan secara tidak terduga.
- Membeli investasi yang dapat dipasarkan. Ini harus mudah untuk dilikuidasi, sehingga yang terdaftar di bursa saham atau pasar serupa yang likuid dan efisien cenderung menjadi pilihan yang paling tepat. Ekuitas mungkin dipandang sebagai prospek yang terlalu berisiko dalam konteks ini; harganya bisa dengan mudah turun. Dimungkinkan untuk menggunakan derivatif keuangan, misalnya opsi jual (lihat Bab 9) untuk menutupi risiko ini, namun dengan biaya tertentu. Beberapa nota pinjaman, mungkin nota pinjaman pemerintah (gilts) mungkin cocok. Hal ini cenderung memiliki risiko yang lebih kecil, meskipun pemegang saham mempunyai risiko terhadap tingkat suku bunga (lihat Bab 8). Sekali lagi, derivatif keuangan dapat digunakan untuk melakukan lindung nilai terhadap risiko ini.

Biaya transaksi kemungkinan besar terkait dengan pembelian dan penjualan kedua jenis surat berharga, yang cenderung berarti bahwa investasi tersebut tidak sesuai jika melibatkan jumlah kecil dan/atau jangka waktu investasi pendek.

Seperti halnya perlakuan terhadap surplus kas permanen, keputusan dalam hal ini harus didasarkan pada tindakan mana yang akan menghasilkan peningkatan terbesar dalam kekayaan pemegang saham.

Beberapa Poin Praktis Dalam Pengelolaan Kas Dan Cerukan

Tetapkan kebijakan

Perusahaan harus, dengan bantuan model dan cara lain, menetapkan kebijakan mengenai uang tunai. Kebijakan ini harus dipatuhi, kecuali dalam keadaan yang paling tidak biasa, sampai kebijakan tersebut ditinjau secara resmi.

Rencanakan arus kas

Perencanaan ke depan sangat penting dalam bidang ini; Kegagalan menyeimbangkan arus kas masuk dan arus kas keluar dapat berakibat fatal. Pernyataan formal rencana keuangan (anggaran) mungkin paling baik dijelaskan melalui sebuah contoh.

Contoh 13.4 Sebuah perusahaan mempunyai rencana berikut untuk beberapa bulan ke depan:

1 Pendapatan penjualan:

	Dalam Ribuan Rupiah

September	60.000
Oktober	60.000
November	70.000
Desember	90.000

Semua penjualan akan dilakukan secara kredit. Separuh dari piutang usaha diharapkan dibayar dalam bulan penjualan dan mendapatkan potongan tunai sebesar 2 persen. Sisanya diharapkan dibayarkan pada bulan berikutnya.

2 Pembelian bahan baku:

	Dalam Ribuan Rupiah
September	20.000
Oktober	40.000
November	40.000
Desember	30.000

Perusahaan berencana untuk membayar utang usahanya (secara penuh) pada bulan setelah pembelian.

3 Upah dan gaji:

	Dalam Ribuan Rupiah
September	12.000
Oktober	15.000
November	17.000
Desember	13.000

Semua karyawan dibayar penuh pada bulan dimana upah atau gaji tersebut diperoleh.

4 Sewa sebesar Rp. 10.000.000 setiap kuartal dibayarkan pada bulan Maret, Juni, September dan Desember.

5 Biaya overhead tunai lainnya sebesar Rp. 2.000.000 per bulan harus dibayar.

6 Beberapa pabrik baru yang akan diserahkan pada bulan September akan dibayar pada bulan November dengan biaya sebesar Rp. 25.000.000

7 Pada tanggal 1 Oktober, bisnis tersebut berencana untuk memiliki Rp. 10.000.000 di bank.

Anggaran kas untuk bulan Oktober sampai Desember (inklusif) harus disiapkan.

Solusi

Anggaran kas untuk tiga bulan yang berakhir pada tanggal 31 Desember:

		Oktober *Dalam Juta Rupiah*	November *Dalam Juta Rupiah*	Desember *Dalam Juta Rupiah*
Arus kas masuk				
Piutang usaha:	Bulan berjalan	29.400	34.300	44.100
	Bulan sebelumnya	30.000	30.000	35.000

Total arus kas masuk (A)	59.400	64.000	79.100
Arus kas keluar			
Hutang gaji	20.000	40.000	40.000
Upah dan gaji	15.000	17.000	13.000
Menyewa	-	-	10.000
Biaya overhead	20.000	2.000	2.000
Bunga akuisisi	-	25.000	-
Total arus kas keluar (B)	37.000	84.000	65.000
Surplus (defisit) kas pada bulan tersebut (A-B)	22.400	19.700	14.100
Saldo tunai komulatif	32.400	12.700	26.800

Catatan untuk solusinya

1. Laporan ini mencerminkan waktu dan jumlah pembayaran dan penerimaan kas serta saldo yang dihasilkan. Laporan ini bukan dan tidak dimaksudkan sebagai laporan laba rugi (akun laba rugi). Laba atau rugi bulan-bulan tersebut hampir pasti berbeda dengan surplus atau defisit kas.
2. Pengetahuan mengenai proyeksi saldo kas kumulatif memungkinkan dibuatnya rencana untuk memanfaatkan surplus tersebut; bahkan jika prospek yang paling efektif adalah menaruhnya pada deposito jangka pendek, itu lebih baik daripada tidak sama sekali.

Manfaatkan rekening cerukan dan deposito bank dengan bijaksana

Cerukan bank harus dihindari jika memungkinkan, dengan menjadwalkan pembayaran dan penerimaan dengan maksud untuk tetap berada dalam kredit. Kelebihan kas sementara harus disimpan atau diinvestasikan pada surat berharga. Ketika surplus tunai terlihat lebih permanen, perlu dipikirkan apakah surplus tersebut akan digunakan dalam investasi riil atau dibayarkan kembali kepada pemasok dana jangka panjang, sehingga menghemat biaya penyediaan dana tersebut.

Sering-seringlah melakukan bank

Perusahaan harus mendorong pelanggan kredit untuk membayar dengan kredit bank langsung, sehingga membatasi waktu minimum sebelum penerimaan tersebut sampai ke bank. Setiap cek yang diterima harus segera dibayarkan ke bank. Bisnis dengan penerimaan uang kertas dan koin dalam jumlah besar (misalnya, pengecer) harus mempertimbangkan perbankan beberapa kali setiap hari, meskipun hanya untuk alasan keamanan.

Atur waktu transaksi untuk mendapatkan efek arus kas terbaik

Ada beberapa hal, khususnya yang berkaitan dengan pembayaran pajak, dimana dengan sedikit pemikiran sebelumnya, pembayaran dapat ditunda atau penerimaannya dapat dipercepat.

Misalnya, pajak perusahaan didasarkan pada periode pelaporan bisnis individual dan waktu penyisihan modal bergantung pada tanggal perolehan aset tidak lancar. Jika sebuah pabrik baru dibeli pada akhir periode pelaporan, keringanan pajak pertama-tama akan terwujud dalam bentuk arus kas setahun lebih awal dibandingkan jika akuisisi ditunda untuk periode pendek hingga awal tahun akuntansi baru.

13.10 HUTANG USAHA (KREDITUR USAHA)

Hutang dagang mewakili uang yang terhutang atas barang dan jasa yang dibeli secara kredit oleh bisnis. Ini adalah sisi lain dari mata uang dari piutang dagang; Piutang usaha suatu perusahaan adalah hutang usaha perusahaan lain. Di seluruh dunia memang benar bahwa total seluruh piutang dagang sama dengan total seluruh utang dagang.

Tabel 13.1 menunjukkan bahwa kredit perdagangan merupakan sumber pendanaan yang signifikan bagi kelima usaha yang disorot. Tabel tersebut juga menunjukkan perbedaan penggunaan kredit perdagangan antara satu bisnis dengan bisnis lainnya. Oleh karena itu, kredit perdagangan merupakan sumber pendanaan 'gratis' yang penting dan harus ditanggapi dengan serius.

Bahwa kredit perdagangan benar-benar gratis masih diragukan, karena pemasok akan memasukkan biaya pemberian kredit ke dalam kebijakan penetapan harga mereka. Namun, kecuali pemasok bersedia melakukan diskriminasi dalam penetapan harga antara pihak yang melunasi tagihannya dengan segera dan pihak yang tidak, maka tidak akan ada perbedaan biaya yang jelas dalam pengambilan kredit. Mungkin terdapat biaya-biaya yang kurang jelas sehingga, seperti biasa, keseimbangan harus dicari antara biaya tersebut dan biaya karena tidak mengambil kredit perdagangan.

Biaya dan risiko pengambilan kredit

Biaya dan risiko pengambilan kredit adalah:

Harga

Beberapa pemasok mungkin menawarkan harga yang lebih murah untuk penyelesaian segera – yang pada dasarnya merupakan diskon untuk pembayaran segera. Pedagang grosir tunai dan bawa barang di perdagangan bahan makanan adalah contoh bisnis yang siap menawarkan harga lebih rendah karena mereka tidak menawarkan kredit (atau pengiriman). Penjual eceran kecil mempunyai pilihan untuk berurusan dengan pedagang grosir yang menawarkan kredit (dan pengiriman) tetapi biasanya juga mengenakan harga yang lebih tinggi.

Kemungkinan hilangnya niat baik pemasok

Jika kredit melampaui batas, pemasok dapat melakukan diskriminasi terhadap pelanggan yang menunggak jika persediaan berkurang. Seperti halnya dampak hilangnya niat baik, hal ini sangat bergantung pada kekuatan pasar relatif dari pihak-pihak yang terlibat.

Administrasi dan akuntansi

Pengambilan kredit hampir pasti menimbulkan biaya administrasi dan akuntansi yang tidak akan timbul jika tidak dilakukan.

Pembatasan

Banyak pemasok bersikeras bahwa, untuk mendapatkan kredit, pesanan harus berukuran dan/atau teratur.

Biaya nilai tukar

Bisnis yang membeli secara kredit yang penyelesaiannya dilakukan dalam mata uang luar negeri akan menghadapi risiko dan potensi biaya. Biasanya, pembeli mengharapkan untuk menerima tagihan dalam mata uang negara asal mereka, yang berarti bahwa pelanggan tidak menghadapi masalah ini, namun ada pengecualian untuk hal ini. Hal ini akan dibahas panjang lebar di Bab 15.

Biaya dan risiko tidak mengambil kredit

Biaya dan risiko tidak mengambil kredit adalah:

Biaya pembiayaan

Kredit perdagangan pada hakikatnya merupakan pinjaman tanpa bunga, sehingga kegagalan untuk mengeksploitasinya akan menimbulkan biaya pendanaan. Mungkin ada gunanya mengeluarkan sebagian biaya untuk mengambil kredit, khususnya ketika biaya pendanaan tinggi. Dengan Associated British Foods plc, penghematan biaya pembiayaan pada tahun 2015 dari pemanfaatan kredit perdagangan bebas yang ditawarkan oleh pemasok adalah Rp. 272 Miliyar, jumlah yang setara dengan sekitar 29 persen laba operasional bisnis pada tahun tersebut. Jika perusahaan tidak mengambil keuntungan dari hal ini, pemegang saham akan menjadi lebih miskin sebesar 272 Miliyar. Untuk penjelasan bagaimana biaya pembiayaan modal kerja ABF diperoleh.)

Inflasi

Pada periode inflasi, peminjam lebih diutamakan dibandingkan pemberi pinjaman karena tingkat suku bunga tampaknya tidak sepenuhnya memperbaiki keseimbangan.

Ketidaknyamanan

Mungkin akan merepotkan, karena alasan yang dibahas dalam konteks piutang usaha, untuk membayar pada saat penyerahan barang atau pelaksanaan jasa. Hal ini mungkin juga akan merepotkan pemasok. Memang benar, desakan untuk membayar biaya pengiriman bahkan bisa menjadi penyebab hilangnya niat baik pemasok. Jika sistem pemasok diarahkan pada pembayaran yang ditangguhkan, pelanggan yang bersikeras untuk melakukan penyelesaian segera mungkin tidak diterima.

Beberapa poin praktis dalam pengelolaan utang usaha

Tetapkan kebijakan

Setelah mempertimbangkan kedua jenis biaya tersebut, suatu kebijakan harus ditetapkan dan diikuti. Mungkin saja pemasok diperlakukan berbeda berdasarkan:

- diskon yang ditawarkan untuk pembayaran cepat;
- sikap terhadap kredit yang diambil oleh masing-masing pemasok; dan/atau
- bobot dampak apa pun yang mungkin timbul akibat hilangnya itikad baik pemasok.

Memanfaatkan kredit perdagangan sejauh yang wajar

Bagi bisnis pada umumnya, kecil kemungkinannya bahwa biaya untuk mengklaim kredit lebih besar daripada keuntungan yang diperoleh dari melakukan hal tersebut.

Rasio

Rasio yang paling berguna dalam pemantauan utang usaha adalah rasio periode penyelesaian utang usaha (rata-rata utang usaha * 3 6 5 /pembelian kredit tahunan). Hal ini memberikan gambaran tentang berapa lama rata-rata waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk membayar pemasoknya, yang dapat dibandingkan dengan periode yang direncanakan.

13.11 TINGKAT MODAL KERJA DALAM PRAKTIKNYA

Secara umum, dunia usaha tidak mengelola modal kerja mereka seefisien mungkin, menurut survei yang dilakukan oleh Ernst dan Young (2015a). Misalnya, membandingkan praktik kerja berbagai bisnis dengan kinerja terbaik menunjukkan bahwa 1.000 bisnis terbesar

di Eropa dan 1.000 bisnis di AS menghabiskan total sekitar Rp. 0,9 triliun, padahal sebenarnya tidak perlu, modal kerja. Jumlah ini mewakili sekitar 7 persen dari total pendapatan penjualan 2.000 bisnis tersebut. Dengan kata lain, rata-rata, untuk setiap Rp. 1 pendapatan, setiap bisnis mempunyai kapasitas untuk menghemat 7 pence dalam investasi modal kerjanya. Hal ini menunjukkan kelebihan dana yang terikat pada modal kerja untuk bisnis pada umumnya. Tabel 13.2 menunjukkan rata-rata ukuran modal kerja untuk bisnis di Eropa dan Amerika dalam survei tersebut.

Tabel 13.2 Ukuran modal kerja

	hari-hari Eropa	hari-hari AS
Siklus kas operasi	37.4	36.1
Jangka waktu pelunasan piutang usaha	49.4	37.5
Jangka waktu pelunasan utang usaha	45.6	31.9
Periode perputaran persediaan	33.7	30.4

Tabel tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di AS lebih efisien dalam pengelolaan modal kerja dibandingkan perusahaan-perusahaan di Eropa. OCC lebih pendek 1,3 hari dan periode perputaran persediaan 3,3 hari lebih pendek. Kedua hal ini penting. Periode utang dagang jauh lebih pendek di AS, namun perusahaan-perusahaan di Eropa mengimbanginya dengan memiliki periode utang dagang yang lebih panjang. Tampaknya dunia usaha di Eropa mempunyai budaya pembayaran kreditor yang lambat dibandingkan dengan dunia usaha di Amerika. Angka-angka ini, yang mengacu pada tahun 2014, secara umum menunjukkan perbaikan dalam beberapa tahun terakhir.

BAB 14
RESTRUKTURISASI PERUSAHAAN
(TERMASUK PENGAMBILALIHAN DAN DIVESTASI)

14.1 PENDAHULUAN

Ciri yang mencolok dalam dunia bisnis pascaperang, di seluruh dunia, khususnya di Inggris, adalah luasnya penggunaan berbagai perangkat restrukturisasi perusahaan. Ciri-ciri ini menjadi lebih menonjol dari waktu ke waktu, mungkin didorong oleh munculnya teknik-teknik yang semakin canggih untuk mencapai restrukturisasi perusahaan.

Perubahan dalam lingkungan ekonomi dan tujuan yang ingin dicapai oleh suatu bisnis tertentu mungkin dianggap oleh bisnis tersebut sebagai sesuatu yang memerlukan perubahan signifikan dalam strukturnya. Perubahan tersebut mungkin berkaitan dengan aset yang digunakan atau cara pendanaan aset tersebut, atau kombinasi keduanya. Apa pun sifat sebenarnya dari restrukturisasi perusahaan tertentu, secara logis hal tersebut harus berupaya mencapai tujuan bisnis. Dengan asumsi bahwa tujuan keuangan utama perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, maka efektivitas restrukturisasi tertentu harus dinilai bertentangan dengan tujuan tersebut. Restrukturisasi perusahaan jelas merupakan hal yang penting dan diinginkan dalam lingkungan perekonomian yang dinamis dan fleksibel. Meskipun ada publisitas buruk yang melekat pada beberapa aspek restrukturisasi perusahaan tertentu, restrukturisasi perusahaan pada dasarnya adalah cara yang sah untuk digunakan oleh bisnis untuk mencapai tujuan mereka.

Pertimbangan kami mengenai perangkat restrukturisasi besar yang ditemukan saat ini di Inggris akan berkonsentrasi pada dua bidang yang lebih penting, yaitu pengambilalihan (atau merger atau akuisisi) dan divestasi.

14.2 PENGAMBILALIHAN DAN MERGER

Dalam beberapa tahun terakhir, membeli seluruh bisnis yang sudah ada telah menjadi cara yang sangat populer untuk berinvestasi dan berkembang. Sebagian besar bisnis besar tampaknya berupaya melakukan ekspansi dengan cara ini. Misalnya, Reckitt Benckiser Group plc mengatakan dalam laporan tahunannya tahun 2015:

Kami pada dasarnya adalah perusahaan dengan pertumbuhan organik dan telah menciptakan nilai signifikan dari inovasi, investasi pada merek kami, dan keunggulan dalam toko. Namun, pasar kesehatan konsumen terfragmentasi, sehingga memberi kita peluang untuk memperoleh merek yang kuat. Dalam beberapa tahun terakhir kami telah melakukan akuisisi penting yang bernilai tambah, yang telah meningkatkan platform pertumbuhan organik kami dan memberikan keuntungan yang signifikan bagi Pemegang Saham kami.

Bisnis ini, yang berspesialisasi dalam bisnis perawatan kesehatan dan produk rumah tangga, dan mereknya meliputi Dettol®, Harpic®, dan Strepsils®, telah terbiasa mengakuisisi bisnis lain selama bertahun-tahun.

Tidak semua perusahaan berupaya melakukan ekspansi dengan cara ini, dan tidak pula perusahaan yang telah melakukan hal tersebut terbiasa melakukannya. Halaman-halaman surat kabar nasional di kota sering kali memberi tahu kita tentang upaya kepemilikan suatu bisnis atau lainnya, seringkali dengan target bisnis yang cukup besar.

Cohen dan Yagil (2010) mensurvei sejumlah manajer bisnis besar di berbagai industri di beberapa negara. Mereka menemukan bahwa ekspansi melalui merger dianggap sama pentingnya dengan pendekatan lain seperti pertumbuhan organik (tumbuh dari dalam) dan melakukan usaha patungan dengan bisnis lain. Dalam praktiknya, pengambilalihan biasanya dilakukan dengan satu perusahaan (peserta lelang) yang membeli saham berhak suara biasa dalam jumlah yang cukup di perusahaan lain (target) agar dapat menjalankan kendali atau bahkan memiliki kepemilikan penuh.

Apakah situasi tertentu digambarkan sebagai pengambilalihan (atau akuisisi) atau merger adalah masalah semantik. Apabila kedua bisnis tersebut memiliki ukuran yang sama dan/atau terdapat kesepakatan antara kedua kelompok manajemen mengenai hasil yang diinginkan, maka hal tersebut cenderung disebut sebagai ‘merger’; jika tidak, ungkapan 'pengambilalihan' cenderung digunakan. Meskipun ada perbedaan nyata, dari sudut pandang penawar (investor), antara merger dan peluang investasi yang lebih tradisional, prinsip dasar yang sama harus diterapkan dalam penilaiannya. Artinya, merger yang akan mencerminkan peningkatan bersih kekayaan penawar saat ini (nilai sekarang bersih positif) harus dikejar, jika tujuan keuangannya ingin tercapai.

Terutama sejak pergantian milenium, dana ekuitas swasta semakin banyak yang menjadi penawar dan melakukan pengambilalihan bisnis lain. Faktanya, banyak dana semacam itu yang didirikan untuk mengambil alih bisnis lain dan merestrukturisasinya dengan tujuan meningkatkan nilainya. Dalam beberapa kasus, bisnis tersebut akan dijual, mungkin dengan meluncurkannya kembali sebagai bisnis terdaftar. Kita telah membahas dana ekuitas swasta dan cara kerjanya di Bab 1.

Alasan merger

Secara teori, suatu bisnis akan menjadi penawar ketika melihat peluang untuk melakukan investasi dengan nilai sekarang bersih yang positif. Kemungkinan besar mereka akan melihat peluang seperti ini:

- ketika Perusahaan menganggap bahwa arus kas tambahan (aktual dan peluang) dari investasi, ketika didiskontokan pada tingkat yang konsisten dengan tingkat risiko yang terkait dengan arus kas tersebut, adalah positif; dan/atau
- jika pengurangan tingkat risiko yang terkait dengan arus kas yang ada dari peserta lelang menyebabkan tingkat diskonto arus kas yang sesuai untuk turun, sehingga meningkatkan NPV dari arus kas yang ada dari peserta lelang.

Seringkali, merger tertentu menarik bagi bisnis penawaran karena kedua alasan berikut. Contoh 14.1 Bidder plc diharapkan menghasilkan arus kas positif tahunan bersih sebesar Rp. 1 Miliyar selamanya. Tingkat risiko yang terkait dengan arus kas ini dianggap oleh pasar modal sebagai pembenaran atas tingkat pengembalian sebesar 15 persen per tahun. Jadi, nilai sekarang bersih Penawar adalah Rp. 1 Miliyar/ 0,15 = Rp. 6,67 Miliyar.

Penawar melihat peluang untuk mengakuisisi seluruh ekuitas Target plc. Perkiraan menunjukkan bahwa arus kas positif bersih tahunan dari bisnis gabungan akan mencapai Rp. 1,5 Miliyar selamanya. Tingkat pengembalian yang disyaratkan adalah 12 persen per tahun. Nilai sekarang bersih Penawar setelah merger, jika terjadi, akan menjadi Rp. 1,5 Miliyar/ 0,12 = Rp. 12,5 Miliyar. Hal ini berarti bahwa Bidder layak membayar berapa pun jumlahnya hingga Rp. 5,83 Miliyar (yaitu Rp. 12,5 Miliyar – Rp. 6,67 Miliyar) untuk Target. Perhatikan bahwa sebagian dari jumlah ini timbul dari arus kas Penawar yang ada yang didiskontokan pada tingkat yang lebih rendah dari sebelumnya. Faktor ini hanya akan muncul jika merger mempunyai dampak pengurangan risiko.

Sangat mungkin bahwa Rp. 5,83 Miliyar melebihi nilai pasar Target saat ini. Alasan mengapa hal ini bisa terjadi antara lain:

- Perkiraan arus kas target kurang dari Rp. 0,5 Miliyar per tahun, artinya, bisnis yang digabungkan mungkin dapat menghasilkan lebih banyak arus kas yang diharapkan daripada jumlah arus kas yang diharapkan dari bisnis yang terpisah; Dan
- kemungkinan risiko yang melekat pada bisnis gabungan menjadi lebih kecil dibandingkan tingkat risiko keseluruhan pada bagian-bagian yang terpisah.

Selama bertahun-tahun, banyak pengamat berupaya mengidentifikasi faktor-faktor yang membuat merger menarik, khususnya bagi penawar. Sekarang mari kita pertimbangkan beberapa faktor ini dan diskusikan masing-masing faktor tersebut dalam konteks pengurangan risiko secara keseluruhan dan perluasan arus kas yang disebutkan di atas.

Penghapusan atau pengurangan persaingan

Jika bidder dan target bersaing memperebutkan pasar untuk mendapatkan output mereka, merger dapat menghasilkan monopoli atau setidaknya pangsa pasar yang lebih besar untuk unit yang digabungkan. Kekuatan pasar ini memungkinkan harga dinaikkan tanpa kehilangan perputaran – sehingga meningkatkan arus kas. (Seperti yang akan kita lihat nanti dalam bab ini, di Inggris, merger semacam itu mungkin melanggar Otoritas Persaingan dan Pasar.)

Menjaga sumber pasokan atau outlet penjualan

Penawar mungkin tertarik pada merger jika targetnya adalah pemasok beberapa bahan mentah penting, yang pasokannya terbatas atau target dapat menghentikan pasokannya, di luar kendali penawar. Demikian pula, jika target mewakili outlet penjualan utama bagi penawar, target dapat menimbulkan masalah bagi penawar jika target tersebut mulai mempromosikan penjualan produk salah satu pesaing penawar. Dalam kedua kasus tersebut, merger mungkin tidak meningkatkan arus kas tahunan, namun mungkin menurunkan risiko yang dirasakan karena arus kas dari kedua bagian bisnis gabungan akan menjadi lebih pasti.

Akses terhadap skala ekonomi yang dapat dihasilkan oleh bisnis yang lebih besar Skala ekonomi dapat dipertimbangkan dalam berbagai bidang. Perekonomian tersebut mungkin mencakup:

- Daya beli yang lebih besar menyebabkan harga yang lebih rendah untuk pasokan barang dan jasa;

- Produksi berjalan lebih besar, sehingga menghemat biaya persiapan dan biaya overhead lainnya;
- Menggabungkan aktivitas administrasi dan akuntansi yang menghasilkan penghematan biaya terkait; dan
- Penggalangan dan pelayanan pembiayaan dilakukan dalam skala yang lebih besar dan, oleh karena itu, mungkin lebih murah. Skala ekonomi ini cenderung menyebabkan penurunan total arus kas keluar.

Akses terhadap beberapa aspek target yang dianggap kurang dimanfaatkan oleh penawar

Aset yang dianggap kurang dimanfaatkan mungkin mencakup:

- Aset berwujud tertentu, termasuk tanah, tanaman dan uang tunai, yang belum sepenuhnya dieksploitasi; Dan
- Aset tidak berwujud tertentu seperti posisi di pasar tertentu, mungkin pasar ekspor atau kontrak tertentu; atau keahlian teknologi, yang dapat dimanfaatkan dengan lebih baik.

Kurangnya pemanfaatan aset menunjukkan pengelolaan yang buruk. Para penawar kadang-kadang akan tertarik pada target-target tersebut karena mereka memiliki banyak keterampilan manajemen. Dunia usaha harus mencari cara untuk mempromosikan peningkatan bakat manajemen. Ekspansi melalui merger dengan bisnis yang salah urus memberikan cara yang sangat baik untuk menciptakan peluang promosi. Kurangnya pemanfaatan aset menyiratkan kemungkinan memperoleh aset dengan harga diskon terhadap nilai ekonomi potensialnya.

Dampak keseluruhan dari merger tersebut adalah peningkatan arus kas positif, melalui keterampilan manajemen yang lebih kuat yang diterapkan pada aset perusahaan target. Hal ini juga dapat mengurangi ketidakpastian mengenai arus kas – dengan kata lain, hal ini dapat mengurangi risiko.

Kurangnya pemanfaatan aset kemungkinan menjadi alasan adanya target potensial untuk menarik minat dana ekuitas swasta. Dana tersebut akan melihat adanya kemungkinan untuk mengelola bisnis secara lebih efektif dibandingkan sebelumnya. Dengan melakukan hal ini, dana tersebut diharapkan dapat menambah nilai yang kemudian dapat diwujudkan, mungkin melalui penjualan kembali target yang telah direvitalisasi.

Penyebaran dan pengurangan risiko melalui diversifikasi

Menggabungkan dua bisnis dengan aktivitas berbeda akan mengurangi risiko karena keuntungan dari aktivitas berbeda tidak mungkin berkorelasi positif satu sama lain. Meskipun faktor ini sering dijadikan alasan untuk melakukan merger, namun dalam konteks memaksimalkan kekayaan pemegang saham, faktor ini bisa jadi tidak valid. Hal ini karena, seperti yang kita lihat di Bab 7, diversifikasi tersebut dapat, dan mungkin, dilakukan oleh masing-masing pemegang saham dengan sedikit atau tanpa biaya. Melakukan hal ini untuk mereka mungkin tidak menambah kekayaan mereka. Bukti keberhasilan merger dalam praktiknya, yang akan kita ulas nanti dalam bab ini, tampaknya menunjukkan bahwa merger yang bersifat 'diversifikasi' cenderung tidak berhasil.

Seperti yang kita lihat di Bab 2, hal ini memberi kita contoh kemungkinan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer – yaitu masalah keagenan. Para pemegang

saham kemungkinan besar tidak akan mendapatkan keuntungan dari merger ini karena mereka biasanya melakukan diversifikasi yang mengurangi risiko dengan cara yang 'buatan sendiri'. Sebaliknya, para manajer tidak memiliki portofolio pekerjaan, sehingga satu-satunya cara mereka dapat mencapai pengurangan risiko pribadi ini adalah melalui diversifikasi dalam bisnis. Cara yang populer untuk melakukan diversifikasi adalah melalui merger, meskipun hal ini bukanlah satu-satunya cara.

Perundang-undangan yang melindungi kepentingan publik dari monopoli menyebabkan merger dalam industri yang sama terkadang mustahil dilakukan. Hal ini dapat membuat bisnis yang berambisi untuk berekspansi hanya memilih diversifikasi sebagai satu-satunya kemungkinan. Perlu dicatat bahwa, terlepas dari manfaat diversifikasi, alasan merger lainnya masih dapat diterapkan pada kasus tertentu yang melibatkan bisnis di industri yang berbeda. Bahkan skala ekonomi, khususnya dalam administrasi bisnis yang digabungkan dan dalam menggalang dana baru, dapat diterapkan.

Sinergi

Kita dapat melihat bahwa, secara teori, merger dapat membawa manfaat nyata bagi pemegang saham karena peningkatan arus kas positif dan/atau pengurangan risiko. Manfaat-manfaat ini sering disebut sebagai hasil dari sinergi, suatu sindrom 'dua tambah dua sama dengan lima' yang keseluruhannya lebih besar daripada jumlah bagian-bagiannya.

Perlu dicatat bahwa manfaat sinergi ini dapat diperoleh baik bagi pemegang saham target maupun bagi penawar. Penggabungan hanya dapat terjadi jika pemegang saham sasaran bersedia menjual sahamnya. Mereka akan melakukan hal ini hanya ketika mereka ditawari sesuatu yang melebihi apa yang mereka anggap sebagai nilai saat ini (biasanya kuotasi bursa) dari saham tersebut. Kecuali jika pasar modal dan manajemen pihak penawar mendasarkan penilaian mereka pada informasi yang berbeda satu sama lain, kelebihan ini hanya dapat terjadi karena adanya manfaat sinergi yang dirasakan oleh manajemen pihak penawar.

Kembali ke Contoh 14.1, kelebihan Rp. 5,83 Miliyar di atas nilai pasar ekuitas Target saat ini adalah ukuran nilai maksimum yang mungkin dari manfaat sinergi. Jika nilai pasar ekuitas Target saat ini mencapai Rp. 5,83 Miliyar maka tidak akan ada manfaat sinergi dari merger dan, dari sudut pandang keuangan, hal itu tidak akan terjadi. Jika nilai pasar ekuitas Target sesaat sebelum merger berada di bawah Rp. 5,83 Miliyar namun Bidder harus membayar sebanyak itu untuk membujuk pemegang saham agar menjual, maka semua keuntungan dari sinergi akan diperoleh pemegang saham Target. Tidak ada yang mau menerima tawaran Bidder. Oleh karena itu, kecil kemungkinannya Bidder akan menawarkan sebanyak Rp. 5,83 Miliyar.

14.3 MERGER: KEPRAKTISANNYA

Penggabungan pembiayaan

Penting untuk disadari bahwa merger pada dasarnya adalah transaksi pasar terbuka, dimana satu pihak (peserta lelang) membeli aset dari pihak lain (pemegang saham target). Berapa banyak yang ditawarkan oleh penawar dan bagaimana cara membayarnya merupakan masalah penilaian yang harus diputuskan oleh manajemen. Seringkali, dalam praktiknya,

keputusan seperti itu dibuat hanya setelah mendapat nasihat dari para ahli, biasanya bankir dagang. Sehubungan dengan pembiayaan, penawar harus mencari metode yang menarik bagi pemegang saham target dan dapat diterima oleh dirinya sendiri. Berikut ini adalah pendekatan-pendekatan yang umum ditemui dalam pendanaan merger:

Uang tunai

Uang tunai memiliki daya tarik tersendiri bagi penerimanya karena memberikan sesuatu yang dapat mereka gunakan segera, baik untuk dikonsumsi atau untuk diinvestasikan kembali, tanpa harus mengeluarkan biaya apa pun. Pemegang saham sasaran yang menerima saham atau surat pinjaman (alternatif normal selain uang tunai) yang tidak ingin mereka simpan harus mengeluarkan biaya dan upaya untuk mengubahnya menjadi uang tunai. Namun, penerimaan uang tunai dalam beberapa kasus akan diperlakukan sebagai pelepasan untuk keperluan pajak keuntungan modal. Banyak pemegang saham tidak akan menyambut kemungkinan adanya biaya yang timbul dari hal ini.

Dari sudut pandang penawar, uang tunai mungkin tidak mudah didapat dan hanya dapat diperoleh dengan menerbitkan saham atau surat pinjaman secara tunai, atau meminjam dalam bentuk lain suatu tindakan yang, karena berbagai alasan termasuk biaya, penawar mungkin tidak ingin mengikuti. Tabel 14.1 di bawah ini dengan jelas menunjukkan bahwa uang tunai merupakan cara yang paling penting untuk mendanai merger.

Saham biasa dalam bisnis penawar

Saham biasa mungkin menarik bagi penerimanya, yang akan berhenti menjadi pemegang saham dalam target dan menjadi pemegang saham dalam penawar. Sebelum merger, mereka memegang saham di satu bisnis (target) sehingga jelas tidak bermusuhan dengan investasi ekuitas pada prinsipnya. Hal ini tidak berarti bahwa mereka ingin memiliki saham pada pihak penawar, sehingga masalah pelepasan yang disebutkan di atas akan ikut berperan. Dari sudut pandang penawar, menerbitkan saham untuk ditukarkan dengan saham target mempunyai daya tarik tersendiri. Uang tunai tidak perlu dikumpulkan. Selain itu, bisnis tidak akan mengambil komitmen kontrak untuk membayar bunga atau membayar kembali modal, seperti halnya dengan penerbitan surat pinjaman.

Penting untuk dipahami bahwa penerbitan saham menimbulkan kerugian bagi pemegang saham awal yang mengajukan penawaran. Penerbitan saham sebagai pertimbangan dalam merger merupakan biaya peluang bagi penawar. Jika pemegang saham sasaran siap menerima saham penawar, mereka harus melihat saham tersebut layak untuk dimiliki. Mengingat hal ini, saham tersebut bisa saja diterbitkan untuk mendapatkan uang tunai, baik sebagai penerbitan saham baru (rights issue) atau penerbitan saham publik. Tabel 14.1 di bawah menunjukkan bahwa ekuitas peserta tender, meskipun secara historis signifikan, belakangan ini cenderung menjadi cara yang kurang penting untuk mendanai merger.

Catatan pinjaman dari bisnis penawar

Surat pinjaman mungkin memiliki peranannya masing-masing, tetapi mungkin memiliki kerugian yang serius dari kedua sudut pandang, tergantung pada situasinya. Seperti yang telah kita lihat, nota pinjaman menciptakan kewajiban kontraktual yang mengikat bagi penawar baik dalam hal pembayaran bunga maupun modal. Bagi pemegang ekuitas target,

hal ini mewakili perubahan investasi yang nyata – perubahan pada profil risiko/pengembalian yang mungkin mereka anggap tidak dapat diterima. Beralih kembali ke ekuitas akan menimbulkan ketidaknyamanan dan biaya, mungkin termasuk kewajiban pajak keuntungan modal. Keuntungan dari nota pinjaman dalam konteks merger tampaknya ada dua:

- Bagi penawar, hal ini tidak akan berdampak pada dilusi pengendalian sebagai akibat dari perluasan kepemilikan sahamnya (pemegang surat utang biasanya tidak mempunyai hak suara pada rapat umum tahunan).
- Bagi penerimanya, mereka mungkin mempunyai ketertarikan bahwa, karena mereka mempunyai pembayaran bunga yang tetap dan biasanya memiliki tanggal pembayaran kembali modal yang tetap, maka nilai pasar mereka didukung. Pemegang saham sasaran yang skeptis terhadap kesuksesan bisnis gabungan di masa depan mungkin lebih memilih investasi pada bisnis gabungan tersebut yang tingkat pengembaliannya lebih pasti dibandingkan dengan modal ekuitas.

Selain faktor-faktor spesifik yang disebutkan dalam setiap metode pembiayaan, peserta lelang juga perlu mempertimbangkan tingkat pendanaan yang diinginkan. Persepsi mengenai hal ini mungkin akan berubah seiring dengan merger. Manajemen peserta tender mungkin merasa bahwa, karena persepsi perubahan risiko yang disebabkan oleh merger, potensi bisnis yang digabungkan akan berbeda dengan potensi bisnis yang dimiliki peserta tender saja. Tabel 14.1 menunjukkan bahwa nota pinjaman dari pihak penawar, selama 30 tahun terakhir, tidak pernah menjadi elemen penting dalam merger pembiayaan.

Pembiayaan merger dalam praktiknya

Tabel 14.1 menunjukkan pendanaan merger di Inggris baru-baru ini. Meskipun campurannya bervariasi dari satu merger ke merger lainnya dan seiring berjalannya waktu, jelas bahwa uang tunai dan saham biasa dari bisnis penawar jauh lebih penting daripada saham preferen dan surat utang. Faktanya, uang tunai mendominasi.

Tabel 14.1 Pengambilalihan dan merger baru-baru ini oleh perusahaan industri dan komersial di Inggris

Year	Total number	Mean value £m	Cash %	Ordinary shares %	Preference shares and loan notes %
1987	1,528	10.8	35	60	5
1988	1,499	15.2	70	22	8
1989	1,337	20.4	82	13	5
1990	779	10.7	77	18	5
1991	506	20.6	70	29	1
1992	432	13.8	63	36	1
1993	526	13.4	81	16	3
1994	674	12.3	64	34	2
1995	505	64.5	78	20	2
1996	584	52.6	64	35	1
1997	506	53.0	41	58	1
1998	635	46.5	53	45	2
1999	439	53.1	62	37	1
2000	587	182.1	37	62	1
2001	492	58.9	52	43	5
2002	430	58.7	69	27	4
2003	558	33.5	86	9	5
2004	741	42.4	63	33	4
2005	769	32.7	87	11	2
2006	779	36.6	*	*	2
2007	825	31.9	75	19	6
2008	558	65.4	94	5	1
2009	286	42.6	30	69	1
2010	325	38.8	85	12	3
2011	373	21.7	86	10	4
2012	255	12.0	82	10	8
2013	238	32.2	92	6	2
2014	189	42.5	65	35	–
2015	197	31.8	74	22	4

* Nilai-nilai ini tidak tersedia.

Sumber: Diadaptasi dari Statistik Nasional, Merger dan Akuisisi di Inggris oleh Perusahaan Inggris Lainnya, kuartal ke-4 tahun 2015, Tabel 8 dan 9.

Kemungkinan alasan penurunan jumlah pengambilalihan sejak akhir tahun 1980an akan dibahas nanti dalam bab ini ketika kita menilai bukti keberhasilan merger.

Nilai rata-rata merger jelas lebih besar selama periode 1995 hingga 2002 dibandingkan pada tahun-tahun sebelumnya atau setelahnya. Ada banyak merger selama periode itu yang melibatkan beberapa bisnis yang sangat besar (misalnya bank-bank besar). Meningkatnya jumlah pengambilalihan dari tahun 2002 hingga 2007 mungkin disebabkan oleh meningkatnya dana ekuitas swasta. Penurunan aktivitas sejak tahun 2007 hampir pasti disebabkan oleh resesi. Selama kemerosotan ekonomi, dunia usaha cenderung melakukan konsolidasi dibandingkan melakukan ekspansi. Tabel 14.1 hanya berkaitan dengan merger yang penawar dan targetnya adalah perusahaan Inggris.

Ada juga cukup banyak merger internasional yang melibatkan bisnis Inggris. Tabel 14.2 menunjukkan jumlah total merger yang melibatkan perusahaan-perusahaan Inggris sebagai penawar atau target selama periode lima tahun hingga 2015.

Tabel 14.2 Pengambilalihan dan merger oleh perusahaan industri dan komersial yang melibatkan perusahaan di Inggris selama periode lima tahun 2011 hingga 2015

Jenis pengambilalihan	Jumlah keseluruhan	Nilai rata-rata *(Triliyun Rupiah)*
Pengambilalihan bisnis Inggris oleh bisnis Inggris lainnya	1.263	26.5
Pengambilalihan bisnis luar negeri oleh bisnis Inggris	1.008	189.8
Pengambilalihan bisnis Inggris oleh bisnis luar negeri	763	169.1

Tabel tersebut menunjukkan bahwa merger di Inggris/Inggris menyumbang lebih dari 40 persen dari seluruh merger yang melibatkan bisnis di Inggris. Namun, nilai rata-rata merger internasional jauh lebih besar. Jumlah merger tahunan di ketiga kategori tersebut sedikit menurun selama periode tersebut, meskipun berfluktuasi dari tahun ke tahun. Sekali lagi, resesi internasional sepertinya menjadi penyebab penurunan ini.

Penilaian Merger

Oleh penawar

Penggabungan hanyalah sebuah investasi dan harus dinilai sebagai satu kesatuan. Arus kas yang diharapkan dari bisnis penggabungan harus diperkirakan dan didiskontokan. Tingkat diskonto harus memperhitungkan persepsi pasar terhadap risiko bisnis yang digabungkan, yaitu risiko sistematis. Arus kas yang harus dinilai akan mencakup seluruh arus kas operasi normal dari usaha baru. Selain itu, setiap arus kas yang timbul dari pelepasan divisi yang tidak diinginkan dari target (atau peserta tender) yang timbul dari merger, termasuk biaya pemecatan karyawan, harus diperhitungkan. Kita juga harus memasukkan jumlah yang dibayarkan untuk memperoleh ekuitas target. Apabila pembayaran tidak semuanya tunai, jumlah tersebut harus mencakup biaya peluang (opportunity cost) dari penerbitan ekuitas dan/atau surat utang. Jumlah ini harus mencakup uang tunai yang akan diterima untuk penerbitan saham/surat utang seandainya dilakukan secara tunai, dengan asumsi bahwa

semua faktor lainnya akan sama. Jika nilai sekarang bersih yang dihitung di atas adalah positif, maka logisnya, investasi harus dilakukan. Biasanya ada faktor-faktor non-finansial yang perlu dipertimbangkan, seperti penerimaan untuk menyatakan karyawan diberhentikan untuk mendapatkan potensi skala ekonomi. Faktor-faktor ini harus diimbangi dengan aspek finansial ketika mengambil keputusan.

Oleh pemegang saham target

Penilaian atas tawaran tersebut merupakan keputusan investasi modal bagi pemegang saham target dan juga bagi penawar. Setiap pemegang saham harus menilai apakah manfaat tunai di masa depan dari penerimaan tawaran tersebut, yang didiskontokan dengan tepat, akan melebihi nilai sekarang dari arus kas yang akan timbul jika saham target dipertahankan.

Tingkat keahlian dan kecanggihan apa yang akan diterapkan pada penilaian ini dan apakah penilaian ini akan dilakukan, berdasarkan dasar yang disarankan di atas, bergantung pada masing-masing pemegang saham. Lembaga-lembaga investasi besar diperkirakan akan mengambil keputusan berdasarkan analisis yang terperinci. Hal ini mungkin tidak terjadi pada investor swasta perorangan.

Penggabungan yang bermusuhan dan bersahabat

Para direktur dari banyak bisnis sasaran menolak setiap upaya merger: dengan kata lain, upaya merger tersebut bersifat 'bermusuhan'. Hal ini mungkin disebabkan oleh berbagai alasan, termasuk:

- Keyakinan bahwa terdapat kekurangan logika komersial dalam merger tersebut;
- Perasaan bahwa harga yang ditawarkan kepada pemegang saham sasaran atas sahamnya terlalu rendah; dan
- Keinginan yang wajar dari para direktur perusahaan target untuk melindungi masa depan pribadi mereka – akibat langsung dari banyak merger adalah keluarnya beberapa atau seluruh direktur perusahaan target.

Penggabungan yang tidak bersahabat cenderung menjadi berita utama, meskipun merger yang melibatkan perusahaan-perusahaan besar tampaknya semakin jarang terjadi. Merger yang tidak bersahabat hanya terjadi kurang dari 1 persen dari seluruh merger di Inggris (Lex, 2010). Namun, Sakoui dan Gelles (2012) melaporkan peningkatan jumlah merger di seluruh dunia. Hal ini disebabkan oleh pasar saham yang tertekan sehingga memberikan peluang untuk transaksi murah.

Baru-baru ini, banyak upaya merger yang tidak bersahabat telah gagal, dengan pemegang saham sasaran menolak tawaran saham mereka dan penawar menarik diri. Dari 32 tawaran bermusuhan yang dibuat untuk bisnis di Inggris antara tahun 2006 dan 2010, hanya setengahnya yang berhasil (Lex, 2010). Tawaran bermusuhan yang berhasil baru-baru ini, meskipun melibatkan target luar negeri, adalah pengambilalihan bisnis farmasi Baxalta Inc. yang terdaftar di Wall Street dan berbasis di AS oleh Shire plc yang terdaftar di Inggris dan terdaftar di London.

Semakin banyak merger yang bersifat 'bersahabat' dan bukannya bermusuhan. Di sini direktur kedua bisnis menegosiasikan syarat dan ketentuan yang akan ditawarkan kepada pemegang saham target. Ketika tawaran resmi dibuat, maka disarankan oleh direktur perusahaan sasaran agar tawaran tersebut diterima. Bobot rekomendasi tersebut cenderung

cukup untuk mempengaruhi para pemegang saham untuk menerimanya. Beberapa contoh merger bersahabat yang seluruhnya terjadi pada tahun 2015 adalah:

- Penggabungan bandar taruhan Betfair Group plc dan Paddy Power plc;
- Pengambilalihan operator pub oleh pembuat bir dan pub asal Inggris, Greene King plc Grup Pub Roh plc; Dan
- Pengambilalihan bisnis komunikasi komersial, Phoenix IT Group plc oleh Daisy Group plc.

Peraturan merger di Inggris

Di Inggris, merger diatur dalam tiga cara, masing-masing oleh lembaga berbeda. Cara yang dilakukan untuk melakukan hal ini memberikan contoh menarik mengenai peraturan perundang-undangan dan pengaturan mandiri yang berjalan beriringan.

Komisi Eropa

Jika merger tertentu akan menciptakan sebuah bisnis yang besarnya, dalam hal omzet di Eropa, kemungkinan besar akan melebihi ambang batas tertentu, maka Komisi Eropa akan menyelidikinya. Komisi prihatin dengan bahaya bahwa merger tertentu dapat berdampak buruk terhadap persaingan usaha di Uni Eropa (UE). Komisi mempunyai wewenang untuk menghentikan merger atau memaksakan persyaratan pada merger. Hal ini berlaku untuk bisnis yang berbasis di UE. Hal ini mungkin juga berlaku untuk bisnis yang berbasis di luar UE, jika merger dapat berdampak pada persaingan di dalam UE.

Otoritas Persaingan dan Pasar

Otoritas Persaingan dan Pasar adalah badan non-kementerian yang independen. Hal ini berkaitan dengan hasil merger, bukan pelaksanaan operasi merger itu sendiri. Ia menggantikan Komisi Persaingan, yang menggantikan Komisi Monopoli dan Merger.

Otoritas ini diberi wewenang oleh undang-undang untuk menunda dan menyelidiki merger apa pun yang melibatkan bisnis Inggris. Otoritas tidak mempunyai wewenang untuk bertindak atas merger yang sedang ditangani oleh Komisi Eropa. Pemerintah akan menjalankan kekuasaannya jika mereka menganggap bahwa merger tertentu, jika dilanjutkan, mungkin bertentangan dengan kepentingan publik. Otoritas tidak akan menyelidiki merger kecuali kemungkinan besar akan terjadi monopoli. Mereka mempublikasikan temuannya dalam laporan yang terkadang panjang dan rinci.

Faktanya, dari banyak merger yang terjadi sejak Komisi dan pendahulunya didirikan, hanya sedikit yang merujuk pada merger tersebut. Dari kasus-kasus yang telah diselidiki, hanya sedikit yang menghasilkan hak veto berdasarkan undang-undang yang diterapkan terhadap kasus-kasus tersebut.

Tampaknya Otoritas tersebut tidak mempunyai pengaruh yang besar dalam membatasi aktivitas merger, dan juga tidak dimaksudkan untuk melakukan hal tersebut. Filosofi umum undang-undang dan Otoritas ini adalah bahwa terserah kepada dunia usaha dan pemegang saham untuk memutuskan kelayakan ekonomi dari merger tertentu, dan negara hanya akan mengambil tindakan ketika negara khawatir bahwa kepentingan publik terancam oleh hasil merger tertentu. penggabungan. Komisi menganggap bahwa ancaman seperti itu mungkin ada dengan merger Betfair Group plc/Paddy Power plc, yang kami sebutkan di atas. Otoritas khawatir bahwa merger tersebut akan menghilangkan persaingan

hingga tingkat yang tidak dapat diterima. Ketika Otoritas datang untuk menyelidiki hal ini secara rinci, mereka menyimpulkan bahwa kepentingan publik tidak terancam dan mengizinkan merger untuk dilanjutkan.\Contoh tindakan Komisi yang memaksa pembalikan merger adalah Eurotunnel (Groupe Eurotunnel SA) pada tahun 2013. Operator terowongan Selat Inggris telah membeli beberapa kapal dari bisnis SeaFrance yang gagal dan menggunakannya pada rute yang sama seperti yang dicakup di dekat terowongan. Komisi telah memutuskan bahwa pengoperasian kapal pada rute yang sama dengan terowongan tidak kompetitif dan bukan untuk kepentingan umum.

Panel tentang Pengambilalihan dan Merger

Panel adalah badan pengaturan mandiri yang anggotanya terdiri dari perwakilan sebagian besar lembaga keuangan terkemuka di Kota London. Ini termasuk London Stock Exchange dan British Bankers' Association. Panel dan Kode Etik yang dikelolanya dibentuk pada tahun 1968, menyusul sejumlah konflik merger pada tahun 1960an yang menurut banyak pengamat melibatkan taktik yang tidak berdampak baik pada bisnis besar dan lembaga keuangan. Banyak dari pertemuan-pertemuan yang kurang menarik melibatkan bisnis-bisnis yang sudah (atau pernah) terkenal, sehingga menarik banyak perhatian media.

Kekhawatiran utama adalah bahwa tindakan yang dilakukan oleh pihak penawar dan manajemen perusahaan sasaran, terutama jika penawaran tersebut ditentang oleh pihak manajemen perusahaan sasaran, akan berdampak buruk terhadap pemegang saham, khususnya pemegang saham kecil, dari perusahaan sasaran. Secara khusus, tampaknya terdapat perbedaan perlakuan terhadap para pemegang saham mengenai kualitas dan kuantitas informasi yang diterima masing-masing pemegang saham sehubungan dengan merger.Kode Etik ini, yang terus-menerus ditinjau, terdiri dari seperangkat aturan yang menjelaskan langkah-langkah yang harus diikuti oleh peserta lelang dan target dalam proses negosiasi merger.

Kode Etik ini tidak membahas pertanyaan yang lebih luas mengenai keinginan merger; ini hanya berkaitan dengan pelaksanaan proses merger. Panel tidak mempunyai kewenangan hukum untuk menegakkan Kode Etik ini, namun Panel dapat menerapkan tekanan moral terhadap pelanggar. Pada akhirnya mereka dapat meminta salah satu anggotanya – London Stock Exchange – untuk mengecualikan bisnis yang melanggar tersebut dari pencatatan.

Apakah Panel dan Kode Etik telah mencapai tujuan mereka merupakan pertanyaan yang masih bisa diperdebatkan, meskipun sebagian besar pengamat tampaknya merasa bahwa perilaku boros yang terlihat pada tahun 1960an tidak terlihat jelas pada saat ini.

Langkah-Langkah Praktis Menuju Merger

Penggabungan yang bersahabat

Di sini kedua kelompok direksi akan bertemu dan menyepakati proses merger. Kedua kelompok direksi akan merekomendasikan merger. Pemegang saham cenderung menerima saran dari direksi dan kesepakatan akan berjalan lancar.

Penggabungan yang bermusuhan

Kebanyakan merger yang tidak bersahabat dicapai dengan pembelian oleh penawar, dari pemegang saham target, saham biasa yang cukup untuk memberikan kendali, atau bahkan kepemilikan total, atas ekuitas. Hal ini biasanya dilakukan dalam dua tahap:
1 oleh penawar yang membeli saham, secara tunai, melalui bursa efek; kemudian
2 dengan membuat penawaran formal kepada pemegang saham yang tersisa melalui surat langsung dan oleh karena itu beroperasi di luar pasar modal yang sudah ada.
Tidak lazim bagi penawar untuk memperoleh sebagian besar saham yang dibutuhkan dengan membelinya di pasar modal. Begitu investor menyadari bahwa terdapat pembeli dalam jumlah besar di pasar, harga saham akan cenderung naik untuk mengantisipasi penawaran resmi, sehingga tidak ekonomis bagi penawar untuk melanjutkan dengan cara ini.

Penawaran formal kepada setiap pemegang saham menjadi lebih murah pada saat kuotasi pasar modal mencapai harga penawaran formal yang diusulkan. Tentu saja, semua pembelian di pasar modal harus dibayar secara tunai, yang mungkin menjadi disinsentif bagi penawar yang ingin membiayai merger dengan cara lain. Dokumen penawaran formal, yang biasanya dikomunikasikan kepada pemegang saham melalui pos, berisi syarat-syarat penawaran yang tepat dan pernyataan yang menjelaskan mengapa, dalam pandangan manajemen pihak penawar, penawaran tersebut harus diterima.

Biasanya, penawaran dilakukan dengan syarat bahwa penawaran tersebut diterima oleh pemilik persentase tertentu dari saham yang bersangkutan. Dengan cara ini penawar dapat memastikan bahwa, jika penerimaan yang diterima tidak mencukupi, penawar tidak akan terpaksa membeli saham yang mungkin tidak diinginkannya. Jika, misalnya, penawar ingin memperoleh minimal 60 persen saham perusahaan target, maka ia mungkin memilih untuk tidak dipaksa membeli, katakanlah, 25 persen jika pemilik 75 persen lainnya memutuskan untuk tidak membeli. untuk menerima tawaran itu. Proporsi 90 persen sering disebutkan dalam dokumen penawaran karena undang-undang perusahaan di Inggris memberikan setiap bisnis yang memiliki persentase ekuitas bisnis lain tersebut hak untuk memperoleh 10 persen sisanya, dengan atau tanpa persetujuan pemiliknya, atas dasar penawaran. syarat yang sama dengan syarat perolehan yang lain.

Sebuah pertanyaan yang harus dipertimbangkan oleh pemegang saham sasaran ketika menerima tawaran tersebut adalah apakah akan menerima tawaran khusus ini atau mengharapkan tawaran yang lebih baik. Meskipun kegagalan suatu penawaran dapat menyebabkan penawar menarik diri, sering kali reaksi penawar adalah dengan meningkatkan penawaran. Ini bisa menjadi pertanyaan yang sulit bagi pemegang saham karena penarikan oleh penawar mungkin akan mengakibatkan harga saham target turun kembali, dari angka tinggi yang mungkin dicapai berdasarkan penawaran, ke harga awal. -harga penawaran. Di sisi lain, penolakan terhadap tawaran pertama kemungkinan besar akan menghasilkan tawaran yang lebih baik. Namun, mungkin hal ini tidak lebih buruk dari dilema yang dialami semua pemegang saham ketika mereka melihat saham mereka dihargai tinggi: haruskah mereka menjual dan mengambil keuntungan atau haruskah mereka menunggu, dengan harapan harga akan naik lebih tinggi lagi?

Manajemen perusahaan target kemungkinan besar tidak akan bereaksi secara pasif terhadap kemajuan yang dibuat oleh penawar kepada pemegang saham target. Seringkali

penawar akan mencari dukungan dari manajemen target sebelum penawaran resminya. Jika manajemen mendukung tawaran tersebut, mungkin karena merasa ada logika komersial dalam merger tersebut, kemungkinan besar dokumen penawaran akan menyertakan pernyataan dari manajemen target mengenai hal tersebut. Dalam hal ini, jika tawaran tersebut diterima maka akan mengarah pada merger yang bersahabat.

Namun sering kali, manajemen target tidak menyetujui tawaran tersebut dan akan menentangnya dengan sekuat tenaga. Taktik khas yang digunakan oleh manajemen target yang bermusuhan meliputi:

- Mengeluarkan pernyataan yang menentang klaim peserta lelang dan mengajukan argumen untuk tetap independen;
- Menilai kembali aset-aset target dalam upaya untuk menunjukkan bahwa penawaran yang diajukan penawar terlalu rendah terhadap aset-aset tersebut; dan
- Mengeluarkan informasi lain yang relevan dengan masa depan target sebagai bisnis mandiri.

Tujuan dari taktik ini mungkin adalah untuk menaikkan harga saham target ke titik di mana tawaran penawar terlihat rendah dan akan ditolak.

Seringkali, pertarungan ini berlangsung panjang dan sengit, dimana klaim dari satu pihak ditanggapi dengan klaim balasan dari pihak lain. Tawaran sering kali ditingkatkan, hingga akhirnya tawaran diterima atau penawar menarik diri. Perjuangan tersebut dapat menimbulkan dampak buruk; biayanya mahal dan, jika merger akhirnya terjadi, banyak kepahitan yang dapat terbawa ke dalam pengelolaan bisnis hasil merger tersebut.

Hasil pertempuran belum tentu semuanya buruk. Banyak informasi baru tentang kedua belah pihak cenderung diungkapkan dalam pernyataan. Hal ini memungkinkan pasar untuk menilai bisnis dengan lebih baik.

Apakah merger berhasil?

Setelah melihat mengapa dan bagaimana merger terjadi, tampaknya tepat untuk mempertanyakan apakah merger tersebut berhasil atau tidak. Sejumlah penelitian telah mempertimbangkan pertanyaan ini. Hal ini cenderung melihat keuntungan yang tersedia bagi para pemegang saham dari bisnis yang digabungkan untuk melihat apakah keuntungan tersebut lebih baik dibandingkan jika merger tidak dilakukan. Pengembalian dalam konteks ini adalah keuntungan modal, ditambah dividen untuk periode tersebut sebagai persentase dari nilai pasar saham pada awal periode.

Sekarang kita akan meninjau secara singkat temuan-temuan penelitian selama sekitar tiga puluh tahun terakhir, sesuai urutan tanggalnya. Hasil penelitian tersebut secara konsisten menunjukkan keuntungan bagi pemegang saham bisnis sasaran. Manfaat bagi pemegang saham pihak yang mengajukan penawaran masih kurang jelas.

Franks dan Harris (1989), dengan menggunakan sampel besar merger di Inggris, menemukan keuntungan bagi kedua kelompok pemegang saham selama periode pra-merger dan segera pasca-merger. Namun, mereka juga menemukan kerugian pasca-merger yang dialami pemegang saham pihak penawar. Limmack (1991) sampai pada kesimpulan serupa dengan Franks dan Harris. Kerugian pasca-merger bagi pemegang saham penawar juga ditemukan oleh Gregory (1997) dalam pemeriksaannya terhadap sejumlah merger di Inggris.

Ia menemukan bahwa, jika uang tunai menjadi pertimbangannya, maka cenderung tidak ada keuntungan maupun kerugian. Namun, jika ekuitas peserta lelang digunakan, terdapat kerugian signifikan atas kekayaan pemegang saham peserta lelang.

Draper dan Paudyal (1999) menemukan bahwa pemegang saham di bisnis target mendapat manfaat besar dari aktivitas pengambilalihan, khususnya ketika mereka diberi pilihan untuk menerima uang tunai atau saham dari penawar sebagai imbalan. Tampaknya pemegang saham penawar tidak dirugikan akibat merger tersebut. Draper dan Paudyal juga menemukan bahwa manfaat bagi pemegang saham sasaran tidak terlalu terlihat dalam pengambilalihan yang terjadi pada akhir periode yang mereka periksa, dibandingkan dengan periode sebelumnya. Walker (2000) menemukan bahwa pengambilalihan AS antara tahun 1980 dan 1996 yang merupakan diversifikasi menyebabkan hilangnya nilai pemegang saham penawar. Di sisi lain, pengambilalihan yang memperluas aktivitas penawar yang ada akan menghasilkan peningkatan nilai pemegang saham.

Fuller, Netter dan Stegemoller (2002) menemukan bahwa, di AS, pemegang saham yang mengajukan penawaran memperoleh keuntungan ketika membeli perusahaan yang tidak terdaftar, namun mengalami kerugian ketika membeli perusahaan yang terdaftar. Mereka juga menemukan bahwa keuntungan yang didapat lebih besar dengan target yang lebih besar dan imbalannya diberikan dalam bentuk saham dibandingkan uang tunai.

Bruner (2004) berpendapat bahwa pendekatan yang diambil oleh banyak penelitian berdasarkan pengambilalihan di AS memiliki kelemahan karena hasil penelitian terlalu dipengaruhi oleh sejumlah kecil kegagalan yang melibatkan bisnis-bisnis besar. Dia menyatakan bahwa semua pengambilalihan menguntungkan pemegang saham sasaran dan sebagian besar juga menguntungkan pemegang saham penawar.

Moeller, Shlingemann dan Stulz (2005) meneliti sejumlah pengambilalihan di Amerika Serikat selama periode 1998 hingga 2001. Mereka menemukan bahwa, secara umum, terdapat keuntungan dalam nilai pemegang saham pihak penawar. Namun, pengambilalihan yang melibatkan nilai-nilai yang sangat besar telah menghancurkan kekayaan dari sudut pandang para penawar.

KPMG (2006) meneliti 101 pengambilalihan selama tahun 2002 dan 2003, di seluruh dunia. Ketika manajer senior perusahaan penawar diwawancarai, 93 persen menyatakan pendapat bahwa pengambilalihan tersebut berhasil. Menariknya, analisis terhadap keuntungan pasar saham menunjukkan bahwa hanya 31 persen pengambilalihan yang berdampak pada peningkatan kekayaan, sementara 26 persen telah menghancurkan kekayaan (dengan 43 persen bersifat netral).

Kita mungkin membayangkan bahwa merger yang bersahabat akan lebih berhasil daripada merger yang tidak bersahabat. Sudarsanam dan Mahate (2006) melihat hal ini dalam konteks 519 pengambilalihan yang melibatkan perusahaan-perusahaan Inggris sebagai penawar antara tahun 1983 dan 1995. Ketika menilai keuntungan bagi pemegang saham selama periode tiga tahun setelah setiap pengambilalihan, mereka menemukan, secara berlawanan dengan intuisi, bahwa terdapat hal-hal yang tidak bersahabat. pengambilalihan secara signifikan lebih berhasil daripada pengambilalihan yang bersahabat.

Savor dan Lu (2009) menemukan bukti bahwa kesepakatan pengambilalihan dimana saham pihak penawar menjadi pertimbangannya cenderung menguntungkan pemegang saham pihak penawar. Alexandridis, Petmezas dan Travlos (2009) mendukung temuan Moeller, Shlingemann dan Stulz (2005) bahwa pengambilalihan cenderung menghancurkan nilai bagi pemegang saham pihak penawar, setidaknya dalam kasus bisnis di Inggris, Amerika Serikat dan Kanada (UUC). Bagi perusahaan yang beroperasi di tempat lain di dunia, biasanya terdapat keuntungan bagi penawar. Alexandridis, Petmezas dan Travlos menjelaskan perbedaan geografis ini dengan fakta bahwa negara-negara UUC memiliki pasar saham yang lebih kompetitif dibandingkan kebanyakan negara di dunia, dengan lebih sedikit bisnis yang melakukan kesalahan harga. Mereka juga menemukan bahwa pemegang saham sasaran cenderung memperoleh keuntungan dari pengambilalihan, dengan target UUC memperoleh keuntungan lebih besar dibandingkan bisnis yang beroperasi di tempat lain di dunia.

Kesimpulan keberhasilan merger

Tampaknya pengambilalihan dapat memberikan keuntungan ekonomi bagi kedua kelompok pemegang saham, namun hal ini tidak selalu berlaku bagi pihak penawar. Bukti secara umum menunjukkan bahwa merger yang melibatkan target yang beroperasi di bidang bisnis yang sama dengan peserta tender cenderung berhasil: dengan kata lain, merger yang melakukan diversifikasi kurang berhasil. Selain itu, jika imbalan diberikan dengan saham pada pihak penawar, pemegang saham pihak penawar tampaknya akan mendapatkan layanan yang lebih baik dibandingkan jika melibatkan uang tunai atau nota pinjaman.

Kurangnya kejelasan mengenai manfaat merger mungkin menjelaskan mengapa jumlah merger di Inggris tampaknya telah berkurang secara drastis antara akhir tahun 1980an dan 2002 (lihat Tabel 14.1). Peningkatan jumlah tersebut sejak saat itu mungkin disebabkan oleh meningkatnya dana ekuitas swasta. Alasan lain yang mungkin menyebabkan penurunan aktivitas merger selama periode tersebut meliputi:

- Profesionalisme yang lebih baik di kalangan manajemen perusahaan sehingga menghasilkan lebih sedikit target murah; Dan
- Perubahan persepsi manajer perusahaan terhadap keinginan unit yang besar dan terdiversifikasi. Poin ini diangkat lagi, dalam konteks divestasi, pada bagian selanjutnya dalam bab ini.

Merger internasional

Seperti yang kita lihat sebelumnya dalam bab ini, meningkatnya internasionalisasi perdagangan telah menyebabkan merger antar bisnis di berbagai negara. Pasar tunggal UE, yang dimulai pada tahun 1993, tampaknya telah menyebabkan dunia usaha di Inggris menjadi aktif melakukan merger dengan negara-negara UE lainnya. Contohnya adalah pengambilalihan pada tahun 2016 oleh maskapai penerbangan International Airlines Group plc yang terdaftar di bursa saham Inggris (yang muncul dari merger tahun 2011 antara BA dan maskapai Spanyol Iberia) atas maskapai penerbangan Irlandia Aer Lingus.

Bukti menunjukkan bahwa merger internasional memiliki tingkat keberhasilan yang sama dengan merger yang melibatkan dua bisnis dari negara yang sama. Dos Santos, Errunza dan Miller (2008) mengamati sejumlah pengambilalihan 'lintas batas' antara tahun 1990 dan 2000. Pengambilalihan ini dilakukan ketika penawar berbasis di AS namun targetnya berbasis

di negara lain. Mereka menemukan bahwa baik penawar maupun target cenderung mendapatkan keuntungan.

Alexandridis, Petmezas dan Travlos (2009) meneliti sejumlah pengambilalihan yang melibatkan bisnis di 39 negara dari seluruh benua. Seperti yang telah kita lihat sebelumnya, mereka menemukan bahwa penawar cenderung mendapatkan manfaat dari pengambilalihan ini, namun manfaatnya cenderung kurang jelas jika targetnya didasarkan pada negara-negara dengan pasar pengambilalihan yang paling kompetitif, yaitu Amerika Serikat, Inggris, dan Kanada.

14.4 DIVESTASI

Dalam keadaan tertentu suatu bisnis mungkin ingin menjual sebagian dari operasinya, mungkin sebuah divisi atau anak perusahaan. Kemungkinan alasan untuk hal ini kini dipertimbangkan.

Alasan divestasi

Keinginan untuk berkonsentrasi pada kegiatan inti Sebuah bisnis yang beroperasi di berbagai bidang aktivitas, baik sebagai hasil pertumbuhan organik atau setelah merger, mungkin memutuskan untuk lebih memilih berkonsentrasi pada bidang keahlian utamanya. Rasionalisasi seperti ini sudah menjadi hal yang umum akhir-akhir ini dan mungkin mencerminkan pandangan, yang akan kita bahas di Bab 16, bahwa masa depan terletak pada bisnis yang lebih kecil dan lebih fokus.

Contoh aksi jual baru-baru ini (2015), yang alasan yang diberikan adalah keinginan untuk berkonsentrasi pada aktivitas inti, diberikan oleh Diageo plc. Bisnis minuman internasional Inggris menjual sebagian besar operasi anggurnya di Inggris dan AS kepada Chateau and Estate Wine Inc. yang berbasis di AS. Tujuannya adalah untuk berkonsentrasi pada bisnis minuman beralkoholnya.

Datta dan Iskandar-Datta (1996), dengan melihat data di Inggris, menemukan bahwa divestasi yang ditujukan pada penjualan aset yang secara strategis tidak sesuai dengan aktivitas inti bisnis cenderung bermanfaat bagi kekayaan pemegang saham.

Keinginan untuk menyingkirkan beberapa bagian dari bisnis yang menyebabkan masalah Salah satu masalah yang umum terjadi adalah kurangnya profitabilitas. Alasan ini, bersama dengan keinginan untuk berkonsentrasi pada kegiatan-kegiatan inti, mungkin memberikan contoh kebalikan dari sinergi, yaitu sindrom 'lima tambah satu sama dengan empat', yang mana jumlah bagian-bagiannya lebih besar daripada keseluruhannya. Contohnya adalah Tesco plc ketika menjual bisnis toko Homeplus Co Ltd di Korea Selatan seharga £4,2 miliar pada tahun 2015. Tesco telah membeli bisnis ini beberapa tahun sebelumnya, namun mengalami kesulitan dalam menjalankannya untuk mendapatkan keuntungan.

Kebutuhan untuk mengumpulkan uang tunai

Kebutuhan untuk mengumpulkan uang tunai mungkin timbul dari keinginan untuk melakukan investasi di bagian lain dari bisnis, mungkin termasuk merger. Alasan terjadinya banyak aksi jual baru-baru ini adalah keinginan untuk mengumpulkan uang tunai guna memungkinkan pengurangan tingkat capital gearing. Pada bulan Maret 2016, bisnis minyak

internasional Royal Dutch Shell plc mengumumkan niatnya untuk menjual aset sekitar US$10 miliar di AS, India, dan Trinidad untuk membantu meningkatkan posisi likuiditas bisnis tersebut.

Beberapa aksi jual, terutama yang melibatkan usaha kecil mungkin disebabkan oleh kebutuhan untuk mengumpulkan uang tunai agar tidak terpaksa melakukan likuidasi (kebangkrutan) sebagai akibat dari ketidakmampuan memenuhi kewajiban keuangan. Penjualan pemain terkemuka oleh beberapa klub sepak bola Liga Utama Inggris dan liga yang lebih rendah (misalnya, Portsmouth FC) selama beberapa tahun terakhir memberikan contoh mengenai hal ini.

Faktanya, divestasi adalah kebalikan dari merger. Memang benar, banyak divestasi yang terjadi baru-baru ini adalah anak perusahaan yang diakuisisi melalui merger yang dilakukan secara terburu-buru dalam beberapa tahun terakhir. Ketika menilai efektivitas divestasi, tujuan perusahaan baik penjual maupun pembeli harus menjadi batu ujiannya. Dengan asumsi bahwa kekayaan pemegang saham adalah kriteria finansial utama, kedua belah pihak harus melakukan analisis NPV mengenai manfaat dan biaya finansial. Ada berbagai cara yang digunakan untuk melakukan divestasi, yang lebih penting akan kita bahas secara singkat.

Pembelian Dan Pembelian Manajemen

Pembelian manajemen

Dalam pembelian manajemen (MBO), para manajer dari bagian bisnis yang akan dilepaskan membelinya dari bisnis tersebut. Jumlah MBO telah berkembang pesat selama beberapa tahun terakhir di Inggris. Contoh MBO terjadi pada bulan Maret 2016 ketika tim manajemen di Thermodial Ltd, sebuah bisnis jasa bangunan yang berbasis di Dublin, melakukan pembelian perusahaan tersebut dalam kesepakatan yang sebagian dibiayai oleh Ulster Bank.

Beberapa MBO telah terbukti sangat sukses. Banyak hal yang menyebabkan terjadinya pengambilalihan atau flotasi pasar saham dari perusahaan-perusahaan yang telah dibeli tersebut. Beberapa di antaranya telah menjadikan para manajer yang bersangkutan menjadi jutawan. Simon Rigby memimpin pembelian manajemen divisi pemeliharaan Yorkshire Electricity. Harga pembeliannya adalah Rp. 1. Bisnis baru tersebut, yang diberi nama Spice plc, terus melayani Yorkshire Electricity, namun juga memperluas penyediaan layanan di luar pelanggan aslinya. Spice dijual pada tahun 2010 ke Cinven, sebuah grup ekuitas swasta, seharga Rp. 251 Miliyar: Rp. 22 Miliyar di antaranya diberikan kepada Simon Rigby. Keuntungan ini harus dibandingkan dengan risiko yang diambil oleh manajer dalam menjalankan bisnis yang tidak dianggap penting oleh Yorkshire Electricity.

Karena para manajer tidak mungkin mampu mengumpulkan semua uang tunai yang diperlukan untuk melakukan pembelian tersebut, beberapa pengaturan pembiayaan yang cukup rumit telah dikembangkan. Pinjaman menyumbang sebagian besar pendanaan: oleh karena itu diberi label ‘leveraged buy-out’ (‘leverage’ adalah kata lain untuk ‘gearing’). Tingginya tingkat gearing yang diperlukan telah menghasilkan pinjaman yang relatif berisiko tinggi dan berbunga tinggi, yang dikenal sebagai ‘obligasi sampah’. Pembiayaan ‘Mezzanine’ juga menjadi bagian dari sejumlah pembelian manajemen. Ini pada dasarnya adalah pinjaman

dengan suku bunga tinggi (mungkin melalui penerbitan nota pinjaman) dengan kemungkinan bahwa pemberi pinjaman dapat mengubah pinjaman mereka menjadi ekuitas. Biasanya opsi konversi ekuitas hanya timbul jika bisnis yang melaluinya MBO dilaksanakan tercatat di Bursa Efek. Bukti keberhasilan MBO masih sedikit dan tidak meyakinkan; Namun nampaknya pengambilalihan manajer terhadap bisnis yang dijalankannya merupakan fenomena yang kemungkinan besar akan terus terjadi.

Pembelian

Dalam buy-in, sekelompok individu mengajukan penawaran untuk sebagian, atau mungkin seluruh, suatu bisnis yang sebelumnya tidak memiliki hubungan khusus dengan mereka. Sebagian besar fitur MBO hadir dengan pembelian, termasuk sarana pembiayaan kesepakatan tersebut. Banyak pembelian melibatkan sejumlah besar uang. Contoh pembelian adalah ketika Excel Components Ltd dijual kepada tim pembelian pada bulan Mei 2015. Bisnis yang berbasis di Normanton ini memasok suku cadang otomotif. Kesepakatan itu sebagian didanai oleh ABN AMRO Commercial Finance. Pembelian tampaknya cukup sering terjadi ketika pemegang saham mayoritas sebuah bisnis keluarga kecil ingin pensiun.

Munculnya buy-out dan buy-in

Pembelian dan pembelian manajemen pertama kali terlihat di Inggris pada akhir tahun 1970an. Pada tahun 2007, nilai total kesepakatan Inggris adalah Rp. 42,2 Triliyun. Hal ini terbukti menjadi puncaknya. Selama tahun 2009, terdapat kesepakatan dengan nilai total hanya Rp. 4,7 Triliyun – terendah sejak tahun 1995. Aktivitas mulai meningkat lagi pada tahun 2010 dan, selama tahun 2014, terdapat 226 kesepakatan dengan nilai total Rp. 19,9 Triliyun (Centre for Penelitian Pembelian Manajemen, 2012; Ernst dan Young, 2015b). Pembelian dan pembelian manajemen bukanlah fenomena di Inggris; mereka populer di seluruh dunia usaha bebas.

Penjualan

Penjualan melibatkan satu bisnis mapan yang menjual sebagian operasinya (yaitu sekumpulan aset) ke bisnis lain yang sudah mapan, biasanya dengan uang tunai. Aksi jual bisa menjadi alternatif dari merger. Aset dari bisnis penjualan, mungkin seluruh asetnya, dijual ke bisnis lain, sehingga bisnis penjualan tersebut harus melunasi hutangnya. Pembuangan operasi anggur oleh Diageo plc, yang kami sebutkan di atas, merupakan contoh aksi jual, meskipun hal ini hanya merupakan sebagian kecil dari total bisnis Diageo.

Spin-off

Dalam spin-off, bagian dari suatu bisnis dilebarkan (dipisahkan) sebagai bisnis baru yang terpisah (mungkin terdaftar). Para pemegang saham bisnis 'lama' menerima jumlah saham yang sesuai di bisnis baru. Tidak ada perubahan kepemilikan, hanya pemegang saham yang memiliki langsung bagian yang dipisah-pisahkan tersebut, dan tidak memilikinya melalui perantara bisnis awal. Alasan untuk melakukan hal ini mungkin mencakup keinginan untuk memberikan identitas korporat tersendiri pada bisnis spin-off, atau keinginan untuk menghindari upaya pengambilalihan seluruh bisnis. Nilai bagian spin-off mungkin diremehkan sebagai bagian dari nilai bisnis awal, kecuali mungkin oleh calon predator. Jika bagian bisnis yang sangat berharga dipisahkan, pasar akan mempunyai peluang untuk menilai bagian

tersebut sebagai unit terpisah. Hal ini mungkin membuatnya tidak menarik bagi predator. Hal ini menyiratkan kurangnya kepercayaan terhadap efisiensi pasar modal.

Reckitt Benckiser Group plc (RB), yang mengkhususkan diri dalam bisnis produk kesehatan dan rumah tangga, dan memiliki merek termasuk Dettol®, Harpic® dan Strepsils®, memisahkan sebagian bisnis farmasinya pada akhir tahun 2014. Perusahaan ini membentuk perusahaan baru, Indivior plc, untuk mengambil alih bisnis spin off tersebut. Setiap pemegang saham biasa BPR menerima satu saham Indivior baru untuk setiap saham BPR. Sejak saat itu, pemegang saham RB memiliki bisnis Indivior secara langsung, bukan melalui RB. Kedua bisnis tersebut kini terdaftar di Bursa Efek London, sama seperti RB sebelum spin-off.

Merger (pengambilalihan)

- Merger = membeli cukup saham perusahaan lain untuk mengendalikannya.
- Ini merupakan alternatif terhadap pertumbuhan organik (pertumbuhan organik adalah perluasan bisnis melalui proyek-proyek baru yang dihasilkan secara internal).
- Merger dinilai oleh bisnis penawar dan pemegang saham sasaran berdasarkan prinsip NPV, secara logis dari perspektif kekayaan pemegang saham.

Alasan merger:

- penghapusan atau pengurangan persaingan
- menjaga sumber pasokan atau outlet penjualan
- akses terhadap skala ekonomi
- akses ke aset yang kurang dimanfaatkan
- menyebarkan risiko melalui diversifikasi sinergi ('2+2=5').
- Penggabungan pembiayaan – harus dapat diterima oleh penawar dan menarik bagi pemegang saham sasaran.
- Tunai – memberikan pilihan kepada penerima; mungkin memiliki konsekuensi pajak bagi penerimanya.
- Saham – mungkin populer di kalangan pemegang saham sasaran, namun kendali atas penawar terdilusi; juga memiliki konsekuensi yang besar bagi penawar.
- Surat pinjaman – mungkin tidak populer di kalangan investor yang saat ini memiliki saham; juga memiliki konsekuensi yang besar bagi penawar.
- Keberhasilan merger beragam; yang baru-baru ini cenderung kurang berhasil.

Divestasi

- Divestasi = suatu bisnis yang berpisah dengan beberapa aspeknya
- berkonsentrasi pada 'kegiatan inti';
- melepaskan diri dari investasi yang merepotkan;
- mengumpulkan uang tunai.
- Pembelian manajemen (MBO):
- MBO = penjualan suatu bisnis, atau bagiannya, kepada sekelompok staf.
- Seringkali dibiayai dengan tingkat utang yang cukup tinggi – pembelian dengan menggunakan leverage.
- Beli@masuk = sekelompok orang di luar bisnis yang membeli seluruh atau sebagian bisnis.

- Sell@off = suatu bisnis mapan yang menjual sebagian operasinya ke bisnis mapan lainnya.

Pemutaran:

- Spin@off = mengambil bagian dari sebuah bisnis, menempatkannya di dalam bisnis baru dan menerbitkan saham kepada pemegang saham di bisnis awal secara proporsional dengan jumlah saham yang dimiliki oleh masing-masing pemegang saham.
- Biasanya dilakukan karena salah satu dari dua alasan berikut:
    - untuk memberikan identitas korporat yang berbeda kepada bisnis spin-off dalam upaya meningkatkan kekayaan pemegang saham secara keseluruhan;
    - untuk menghindari pengambilalihan keseluruhan bisnis, dengan menempatkan bagian yang sangat menarik di luar bisnis lainnya.

BAB 15
ASPEK INTERNASIONAL KEUANGAN BISNIS

15.1 PENDAHULUAN

Ciri yang mencolok dari banyak bisnis modern adalah sejauh mana mereka bersifat internasional dalam satu atau lebih aspek aktivitas mereka. Ambil contoh, Vodafone Group plc, bisnis komunikasi seluler. Ini seolah-olah merupakan bisnis di Inggris, karena kantor pusatnya berada di London dan sahamnya dicatatkan, dan terutama diperdagangkan, di Bursa Efek London. Namun, menurut laporan tahunan bisnis tahun 2015,

- 84 persen karyawannya berbasis di luar Inggris;
- 85 persen omsetnya dilakukan di luar Inggris;
- beroperasi di lebih dari 100 negara, di banyak belahan dunia, dan juga di Inggris;
- sebagian besar pinjaman jangka panjang dan pendeknya berasal dari luar Inggris;
- saham biasa terdaftar di pasar NASDAQ AS dan juga Bursa Efek London; Dan
- sebagian besar sahamnya dimiliki oleh pemegang saham yang bukan berbasis di Inggris.

Vodafone, mungkin, adalah salah satu bisnis internasional di Inggris, tetapi ini bukanlah kasus yang tidak biasa. Sebagian besar bisnis besar, dan sejumlah besar bisnis kecil, sampai batas tertentu mirip dengan internasionalisasi Vodafone.

Mengapa bisnis melakukan internasionalisasi?

Agaknya, dunia usaha menjadi internasional dalam upaya mencapai tujuan perusahaannya yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Mengimpor dan mengekspor

Tanpa bahan mentah tertentu yang hanya tersedia, atau tersedia dengan harga lebih murah, di luar negara asal, banyak perusahaan tidak akan mampu memproduksi produk atau jasa mereka. Cadbury®, misalnya, tidak akan mampu memproduksi coklat di Inggris kecuali mereka mengimpor kakao.

Mengekspor memungkinkan bisnis menjangkau pasar yang lebih besar untuk outputnya. Mungkin saja pasar dalam negeri sudah jenuh dengan produknya, sehingga penetrasi pasar luar negeri menjadi satu-satunya cara untuk melakukan ekspansi yang menguntungkan. Mungkin perusahaan mempunyai pilihan untuk melakukan ekspansi di pasar dalam negeri atau dengan mengekspor, namun mengejar pasar luar negeri karena menawarkan keuntungan yang lebih baik.

Investasi luar negeri

Investasi langsung pada fasilitas di negara asing mungkin akan membuat pasokan barang atau jasa ke pasar luar negeri lokal lainnya, atau bahkan pasar dalam negeri, menjadi lebih ekonomis. Banyak bisnis di Inggris memiliki pusat panggilan yang berlokasi di luar Inggris (India tampaknya merupakan lokasi yang populer) yang menyediakan layanan kepada pelanggan di Inggris. Manufaktur di lokasi yang dekat dengan pasar jelas mengurangi biaya

transportasi. Biaya produksi mungkin lebih rendah di lokasi luar negeri tertentu, sehingga mungkin lebih murah untuk memproduksi di sana untuk diekspor ke pasar dalam negeri.

Manufaktur lokal mungkin merupakan satu-satunya cara yang menguntungkan untuk memasuki pasar tertentu. Misalnya, daya tarik Inggris sebagai lokasi manufaktur bagi produsen mobil Jepang tertentu bukan hanya untuk menghindari biaya transportasi yang terkait dengan manufaktur di Jepang. Jika mobil-mobil tersebut tidak dibuat di salah satu negara anggota UE, para pelaku bisnis akan menghadapi hambatan tarif yang efektif ketika mencoba menjual mobil mereka di mana pun di UE. Warga negara UE mungkin juga lebih bersedia membeli mobil buatan lokal.

Pembiayaan luar negeri

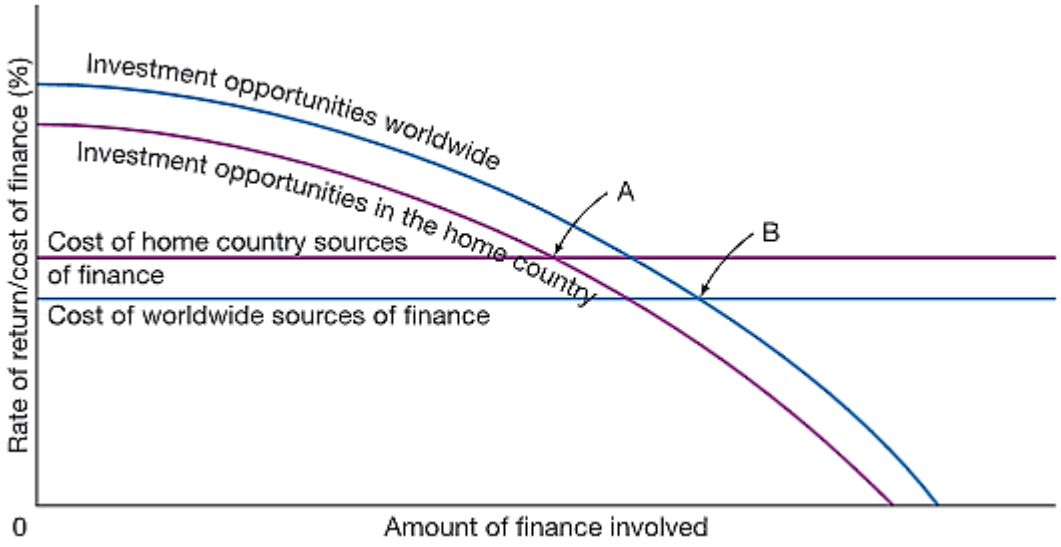
Pasar modal dalam negeri mungkin tidak menawarkan opsi pendanaan termurah atau paling sesuai. Secara teori, pergerakan modal yang relatif bebas berarti bahwa biaya pendanaan akan sama di mana pun uang tunai diperoleh, namun ketidaksempurnaan di pasar berarti bahwa hal ini tidak selalu terjadi.

Internasionalisasi dan pengurangan risiko

Internasionalisasi dapat menawarkan peluang untuk diversifikasi risiko dan, tampaknya, banyak dunia usaha yang tertarik melakukannya karena alasan tersebut. Risiko kemerosotan ekonomi di pasar dalam negeri dapat dilawan dengan kemungkinan bahwa kemerosotan tersebut tidak akan berdampak pada pasar luar negeri. Argumen mengenai risiko dan diversifikasi internasional akan kita bahas pada bab selanjutnya.

Internasionalisasi dan kekayaan pemegang saham

Tampaknya, menolak untuk dibatasi oleh batas-batas negara dapat menawarkan lebih banyak peluang investasi. Hal ini juga dapat memberikan kemungkinan menurunkan biaya modal. Hal ini diilustrasikan pada Gambar 15.1. Garis melengkung merah menunjukkan peluang investasi yang tersedia bagi suatu bisnis, dengan asumsi bahwa bisnis tersebut membeli pasokannya di negara asal dan hanya menjualnya di pasar dalam negeri. Di sebelah kiri adalah peluang yang paling menguntungkan, yang mana bisnis akan mengambil terlebih dahulu. Ketika hal ini dieksploitasi, bisnis bergerak ke kanan, ke pihak yang kurang menguntungkan. Garis merah lurus dan horizontal adalah biaya keuangan, dengan asumsi bahwa bisnis hanya menggunakan sumber keuangan di negara asal. Pemerintah akan memilih untuk berinvestasi pada seluruh proyek hingga titik A, dimana laba atas investasi sama dengan biaya pendanaannya.



Gambar 15.1 Peluang investasi dan biaya pendanaan untuk suatu bisnis dengan asumsi (A) pandangan negara asal dan (B) pandangan internasional

Ketika suatu bisnis hanya melihat pada pasar dalam negeri, basis produktif di negara asal, dan, secara eksklusif, sumber pendanaan di negara asal, maka bisnis tersebut akan berinvestasi pada semua peluang yang ada di sebelah kiri titik A. Bisnis tersebut akan memperoleh keuntungan sebesar jarak vertikal antara keduanya. garis merah untuk setiap investasi. Jika bisnis menerapkan internasionalisasi, jumlah peluang yang menguntungkan akan bertambah dan biaya keuangan (garis biru) berkurang, sehingga menghasilkan keuntungan yang lebih besar dan perolehan kekayaan yang lebih besar.

Dua garis biru mewakili peluang investasi dan biaya pendanaan saat bisnis memanfaatkan peluang di luar negeri. Di sini terdapat proyek investasi dengan imbal hasil lebih tinggi dan biaya pendanaan rata-rata lebih rendah. Artinya, perusahaan akan berinvestasi di semua proyek hingga titik B. Pengembalian berbagai investasi adalah jarak vertikal antara garis biru. Dengan demikian, bisnis akan lebih efektif dalam menghasilkan kekayaan bagi pemegang sahamnya, baik karena bisnis tersebut dihadapkan pada lebih banyak peluang keuntungan maupun karena biaya pendanaan yang lebih rendah.

Gambar 15.1 jelas sangat disederhanakan dan bersifat teoritis. Dalam kehidupan nyata, pada titik waktu tertentu, peluang investasi terbaik mungkin terletak di negara asal. Demikian pula, pada saat perusahaan sedang mencari pendanaan baru, pasar modal di negara asal mungkin merupakan sumber yang paling murah. Namun, dalam jangka panjang, bisnis yang memperluas cakrawala komersialnya kemungkinan besar akan menghasilkan lebih banyak kekayaan.

Hal ini mungkin berlaku bagi banyak perusahaan, dan semakin banyak perusahaan, baik besar maupun kecil, yang menganggap dirinya sebagai pemain di panggung dunia. Bagi sebuah bisnis di Inggris, pelanggan di Moskow sama pentingnya dan diinginkan dengan pelanggan di Middlesbrough, jika semuanya dianggap sama. Demikian pula, sumber pendanaan di Tokyo lebih menarik dibandingkan sumber pendanaan di London jika biayanya lebih murah, dan semua hal lainnya dianggap sama.

Salah jika melihat internasionalisasi bisnis sebagai fenomena baru. Memang benar bahwa internasionalisasi, karena berbagai alasan, jauh lebih mudah dibandingkan sebelumnya. Namun demikian, banyak perusahaan, khususnya di Eropa dan Amerika Serikat, telah melakukan perdagangan internasional dalam skala besar selama lebih dari satu abad. Namun, internasionalisasi saat ini berada pada tingkat yang tidak terbayangkan pada dua puluh tahun yang lalu.

Sekarang kita telah menetapkan bahwa, pada prinsipnya, internasionalisasi adalah pendekatan yang menguntungkan secara ekonomi, bagian selanjutnya dari bab ini akan membahas tentang identifikasi masalah-masalah yang terkait dengan dunia usaha yang bersifat internasional, dan pendekatan-pendekatan praktis untuk mengatasi masalah-masalah tersebut.

15.2 DEVISA

Salah satu masalah terbesar dan paling nyata dalam internasionalisasi muncul dari kenyataan bahwa tidak semua negara menggunakan mata uang yang sama. Nilai relatif dari dua mata uang dapat berubah seiring berjalannya waktu. Terkadang, perubahan signifikan dapat terjadi dalam waktu yang sangat singkat. Di antara negara-negara tertentu, dalam jangka waktu tertentu, masing-masing pemerintah nasional sepakat untuk 'mematakan' mata uang mereka dengan mata uang negara lain yang tercantum dalam perjanjian. Misalnya, sebagian besar negara Uni Eropa (tidak termasuk Inggris) sepakat untuk menjaga mata uang mereka tetap terikat satu sama lain, dengan fluktuasi kecil, selama bertahun-tahun menjelang diperkenalkannya mata uang bersama (euro) pada tahun 1999. Tentu saja, pengenalan euro merupakan langkah untuk menghilangkan kecenderungan pergerakan relatif nilai mata uang secara lebih permanen dan konkrit. Meskipun perjanjian dan pengaturan tersebut ada, jika kita memilih secara acak dua negara dagang di dunia, kemungkinan besar kedua negara tersebut tidak akan menjadi anggota kelompok mata uang yang sama. Oleh karena itu, kita harus bersiap menghadapi masalah nilai tukar antara kedua mata uang yang bergerak seiring berjalannya waktu. Hal ini merupakan masalah khusus karena bisnis tidak mengetahui secara pasti nilai suatu transaksi tertentu, dalam kaitannya dengan mata uang dalam negeri.

Sebelum kita melihat lebih dekat masalah pergeseran nilai relatif mata uang, dan bagaimana dunia usaha dapat mengatasi masalah ini, ada baiknya kita melihat sekilas cara kerja pasar valuta asing dan alasannya. - nilai mata uang aktif dapat berubah seiring waktu.

Kebutuhan pasar valuta asing

Ketika suatu bisnis menjual barang atau jasa kepada pelanggan asing, transaksi tersebut biasanya mengharuskan sejumlah mata uang asing dikonversi ke mata uang dalam negeri, cepat atau lambat. Meskipun penjualan dapat dilakukan dalam mata uang asing, penjual biasanya harus memiliki mata uang dalam negeri untuk membayar karyawan dan pemasoknya, membayar pajak, dan membayar dividen. Mereka yang berada di negara asal dimana perusahaan mempunyai kewajiban finansial biasanya tidak akan bersedia menerima apapun selain mata uang dalam negeri sebagai penyelesaian. Jika penjualan dilakukan dalam mata uang dalam negeri, pelanggan asing biasanya perlu mengkonversi mata uang lokal (asing) ke mata uang penjual (mata uang dalam negeri). Kata 'biasanya' digunakan dalam

kalimat sebelumnya karena, dalam keadaan tertentu, konversi mungkin tidak diperlukan. Misalnya, pelanggan asing mungkin memiliki jumlah mata uang asal penjual yang diperlukan, mungkin dari penjualan yang dilakukan kepada pelanggan di negara asal. Kemungkinan penjual mempunyai kewajiban finansial, yang tidak berhubungan dengan transaksi saat ini, yang harus dipenuhi dalam mata uang asing. Namun, secara umum, dan dalam jangka panjang, penjualan kepada pelanggan asing akan mengharuskan sejumlah mata uang asing 'dijual' untuk 'membeli' jumlah mata uang dalam negeri yang diperlukan.

Apa itu pasar valuta asing?

Pasar di mana satu mata uang dikonversi ke mata uang lain dikenal sebagai pasar valuta asing. Pasar ini dioperasikan oleh bank komersial, bank sentral nasional (Bank of England di Inggris), broker dan lain-lain. Pasar tidak memiliki lokasi tertentu, namun sebagiannya ada di mana saja di mana satu mata uang dikonversi ke mata uang lain. Saat kita bersiap untuk bepergian ke luar negeri dan berencana membawa sebagian mata uang negara tujuan, kita mungkin melakukannya melalui bank biasa. Di sini, kami dan bank merupakan bagian dari pasar valuta asing. Jika Anda memiliki sisa uang beberapa dolar setelah berkunjung ke AS dan menukarnya dengan sterling dengan seorang teman yang akan segera berangkat ke sana, Anda dan teman Anda akan menjadi bagian dari pasar valuta asing untuk sementara waktu.

Berurusan dengan valuta asing

Ketika berhadapan dengan profesional valuta asing, biasanya dimungkinkan untuk berdagang di salah satu dari dua basis. Mata uang dapat ditukar dengan segera, dengan kurs yang berlaku pada saat penukaran, yang dikenal sebagai kurs spot. Alternatifnya, kontraknya dapat berupa pertukaran mata uang pada tanggal tertentu di masa depan, dengan kurs yang ditentukan pada saat perjanjian, yang dikenal sebagai kurs forward. Karena alasan-alasan yang akan dibahas segera, kurs spot dan forward sering kali berbeda satu sama lain.

Ketika pedagang valuta asing didekati dengan maksud untuk melakukan transaksi valuta asing spot, mereka akan mengutip dua kurs yang akan mereka gunakan untuk bertransaksi: satu kurs yang akan mereka jual dan satu lagi kurs yang siap mereka beli. Misalnya, dealer mungkin bersedia menerima Rp. 1.590 dengan imbalan Rp. 1.000, namun hanya bersiap memberi Anda Rp. 1.580 dengan imbalan Rp. 1.000. Artinya mereka akan menjual Anda Rp. 1.000 dengan harga Rp. 1.590, tetapi hanya akan membayar Rp. 1.580 untuk membeli Rp. 1.000 dari Anda.

Pada kenyataannya, untuk sebagian besar transaksi komersial, perbedaan antara kedua tarif biasanya lebih dekat dibandingkan contoh ini. 'Spread' (selisih antara kedua kurs) mewakili keuntungan dealer. Adanya spread ini berarti ada biaya yang harus dikeluarkan dalam penggunaan pasar valuta asing. Besarnya spread cenderung mencerminkan efisiensi operasional pasar, volatilitas nilai tukar, dan besarnya transaksi yang terlibat. Ketika pasar efisien secara operasional, volatilitas nilai tukar rendah dan transaksinya besar, maka spreadnya cenderung paling kecil.

Bagaimana nilai tukar mata uang asing ditentukan?

Jika kita melihat halaman keuangan surat kabar kita pada awal tahun 2016, kita seharusnya melihat bahwa £1 sterling bernilai sekitar €1,28 (euro). Mengapa tarifnya pada saat itu? Jawabannya adalah pasar bebas, yaitu pasar yang tunduk pada hukum penawaran dan permintaan, menentukan nilai tukar. Penawaran dan permintaan relatif disebabkan oleh sejauh mana individu, dunia usaha, dan institusi ingin mengkonversi euro menjadi sterling atau sterling menjadi euro.

Secara umum ada lima alasan mengapa individu, bisnis, atau institusi ingin mengkonversi mata uang dalam negeri menjadi mata uang asing atau sebaliknya:

1. Untuk memungkinkan mereka menukarkan uang tunai, yang diterima dari penjualan barang atau jasa dalam mata uang asing, ke mata uang dalam negeri;
2. Untuk memungkinkan mereka membayar barang atau jasa dalam mata uang asing yang bersangkutan (termasuk berlibur di negara asing yang bersangkutan);
3. Karena mereka mungkin merasa bahwa mereka lebih suka menyimpan sebagian kekayaannya dalam mata uang asing;
4. Berspekulasi, misalnya dengan membeli mata uang asing tertentu dengan harapan, atau harapan, bahwa nilainya akan terapresiasi dibandingkan dengan mata uang dalam negeri; dan
5. Dalam hal bank sentral, untuk memungkinkan bank tersebut mengelola, atau mencoba mengelola, nilai tukar antara dua mata uang.

Yang pertama dan kedua sudah cukup jelas. Jika hal-hal tersebut merupakan satu-satunya alasan keberadaan pasar valuta asing, maka nilai tukar mata uang akan cenderung mencerminkan relatif ekspor dan impor barang dan jasa antara kedua negara.

Individu, dunia usaha, dan institusi mungkin lebih memilih untuk menyimpan sebagian atau seluruh kekayaan mereka dalam mata uang asing dibandingkan dalam mata uang dalam negeri. Hal ini mungkin terjadi karena mereka mempunyai keyakinan bahwa mata uang asing akan menguat dibandingkan dengan mata uang dalam negeri, sehingga mereka dapat melakukan konversi kembali di kemudian hari dan memiliki lebih banyak mata uang dalam negeri dibandingkan sebelumnya.

Sebagai alternatif, mereka mungkin memilih untuk mengkonversi ke mata uang asing agar mereka dapat meminjamkan uang kepada peminjam di luar negeri, yang membayar tingkat bunga lebih tinggi daripada yang dapat diperoleh di negara asal. Kekuatan relatif sterling pada akhir tahun 1990an dan awal tahun 2000an dianggap disebabkan oleh faktor ini. Selama periode tersebut, suku bunga di Inggris relatif tinggi dibandingkan dengan negara-negara lain. Pemerintah, melalui bank sentralnya, pada akhirnya menentukan tingkat suku bunga. Suatu pemerintah mungkin memilih untuk menerapkan suku bunga tinggi untuk memperkuat mata uangnya dalam upaya mengelola nilai tukar untuk mencapai beberapa tujuan, seperti mempertahankan nilai tukar relatif tetap (‘dipatok’) terhadap mata uang tertentu lainnya. Namun hal ini tidak terjadi di Inggris pada saat itu. Tingginya suku bunga Inggris menjadi senjata Bank of England dalam upaya mengekang kecenderungan inflasi dalam perekonomian Inggris. Sebagian besar negara cenderung menggunakan suku bunga sebagai alat utama kebijakan anti-inflasi.

Alasan keempat, spekulasi, cenderung dianggap sebagai aktivitas parasit dan tidak diinginkan. Namun para spekulan berpendapat bahwa aktivitas mereka cenderung mengarah pada pasar yang lebih efektif dan rasional.

Alasan kelima mengapa ada keinginan untuk mengubah mata uang dalam negeri menjadi mata uang asing juga berkaitan dengan pengelolaan nilai tukar. Pemerintah, biasanya melalui bank sentralnya, terkadang berupaya menciptakan penawaran dan permintaan mata uang nasional dengan menjual atau membelinya. Oleh karena itu, pemerintah Inggris dapat mengubah sebagian cadangan dolarnya menjadi sterling (yaitu, menjual dolar, membeli sterling) dalam upaya untuk memperkuat sterling terhadap dolar. Alternatifnya, hal ini mungkin melakukan hal sebaliknya dalam upaya melemahkan sterling.

Baik penyesuaian suku bunga maupun intervensi pasar merupakan praktik yang banyak dilakukan pemerintah dalam upayanya mengelola nilai tukar mata uangnya.

Beberapa penjelasan teoritis tentang nilai tukar relatif

Berbagai upaya telah dilakukan untuk menjelaskan dan memprediksi hubungan antara dua mata uang nasional. Sekarang kita akan meninjau secara singkat hal ini dan bukti penelitian tentang keberadaannya dalam kehidupan nyata.

Hukum satu harga

Teori-teori yang menjelaskan nilai tukar relatif didukung oleh gagasan umum bahwa, jika ada banyak pembeli dan penjual yang memaksimalkan kekayaan yang memiliki akses terhadap informasi, maka harga barang dan jasa yang sama di dua negara berbeda (masing-masing memiliki mata uangnya sendiri) akan meningkat.) secara logis harus sama, bila dinyatakan dalam mata uang yang sama. Nilai tukar akan disesuaikan untuk memastikan hal ini benar. Hal ini dikenal dengan hukum satu harga.

Misalnya, jika nilai tukarnya US$1,59 = £1, maka produk atau layanan seharga $15,90 di AS seharusnya berharga £10 di Inggris. Jika hal ini untuk sementara tidak benar, maka kekuatan pasar akan memaksa hal tersebut menjadi kenyataan. Misalkan suatu produk berharga £11 di Inggris dan $15,90 di AS. Kemudian pedagang akan mencari keuntungan dengan membeli produk tersebut di AS dan menjualnya di Inggris. Hal ini akan menimbulkan beberapa efek secara bersamaan. Hal ini akan menciptakan permintaan tambahan di AS, yang cenderung menaikkan harga produk di sana. Di Inggris, hal ini akan menciptakan pasokan tambahan, yang cenderung menurunkan harga di sana. Tindakan penjualan produk turunan AS di pasar Inggris juga akan menyebabkan konversi sterling menjadi dolar, yaitu meningkatkan permintaan dolar dan meningkatkan pasokan sterling. Hal ini akan berdampak pada penguatan dolar terhadap sterling. Penyesuaian dalam penawaran dan permintaan, baik produk maupun kedua mata uang, cenderung mengarah pada biaya efektif produk yang sama di kedua sisi Atlantik.

Secara teori, hukum satu harga harus diterapkan pada aset keuangan – pinjaman, saham, dan sebagainya. Dalam praktiknya, hukum satu harga tidak selalu berjalan sesuai teori. Ini untuk beberapa alasan:

- Ada biaya konversi mata uang. Artinya, tidak ada gunanya bagi para pedagang untuk mengeksploitasi perbedaan harga yang sangat kecil; setelah menutupi biaya konversi

mata uang, tidak akan ada keuntungan. Hal ini bukanlah hal yang penting dalam hal ekonomi.

- Mungkin terdapat pembatasan hukum dalam mengimpor produk tertentu dari negara asing.
- Biaya transportasi berarti membeli suatu produk di satu negara dan menjualnya di negara lain tidak dapat sepenuhnya menyamakan harga di kedua negara.
- Nilai tukar, seperti yang telah kita lihat, tidak selalu sepenuhnya ditentukan oleh pedagang barang dan jasa yang independen. Pemerintah seringkali menjadi intervensi utama dalam pasar valuta asing.

Dari hukum satu harga timbul beberapa hubungan anak perusahaan.

Keseimbangan daya beli

Jika suatu produk identik memiliki harga yang sama di dua negara yang berbeda, seperti yang diprediksikan oleh hukum satu harga, maka perbedaan tingkat inflasi antara kedua negara, secara teori, pasti mempengaruhi nilai tukar.

Paritas daya beli (PPP) dapat diringkas sebagai berikut: (15.1)

$$\frac{e_1}{e_0} = \frac{1 + i_h}{1 + i_f}$$

dimana e_0 adalah nilai satu unit mata uang asing dalam mata uang negara asal pada awal periode, e_1 adalah nilai satu unit mata uang asing dalam mata uang negara asal pada akhir periode, i_h adalah tingkat inflasi di dalam negeri selama periode tersebut dan i_f adalah tingkat inflasi di luar negeri selama periode tersebut.

Untuk mengilustrasikan cara kerjanya, asumsikan saja nilai tukar saat ini sebesar £1 = US$1,59. Mari kita asumsikan juga bahwa tingkat inflasi pada tahun depan adalah 10 persen di Inggris dan 5 persen di Amerika Serikat. Saat ini, menurut hukum satu harga, produk seharga £1 di Inggris akan berharga $1,59 di AS.

Pada akhir tahun, harga produk (£1 * (1 + 10%)) = £1,10 di Inggris dan ($1,59 * (1 + 5%)) = $1,67 di AS. Artinya, pada akhir tahun, £1 akan bernilai $1,67/1,10 = $1,52.

Kembali ke Persamaan 15.1 dan ingat bahwa pada awal periode $1 = £0,63 (yaitu, £1/1,59),

$$e_1 = \frac{(1 + i_h)e_0}{1 + i_f} = \frac{(1 + 0.10 \times 0.63)}{(1 + 0.05)} = 0.66$$

itu adalah,

$$\$1 = £0.66 \quad \text{or} \quad £1 = \$1.52$$

Karena hukum satu harga tidak berlaku secara ketat dalam praktiknya, tidak mengherankan jika KPS juga tidak berlaku secara ketat dalam praktiknya. Namun, seperti yang ditunjukkan oleh Shapiro dan Balbirer (2000), negara-negara dengan tingkat inflasi tertinggi selama tahun 1980an menunjukkan tingkat depresiasi atau penurunan nilai mata uang tertinggi, seperti yang diperkirakan oleh PPP.

Efek Fisher

Hukum satu harga akan membawa kita pada kesimpulan bahwa tingkat bunga riil (dengan mengabaikan inflasi) di negara mana pun harus sama, dengan asumsi simpanan

memiliki tingkat risiko yang sama. Jika hal ini tidak terjadi, dana akan mengalir melintasi negara untuk mencari keuntungan terbaik hingga tingkat suku bunga akan berubah dan/atau nilai tukar akan berubah sehingga suku bunga riil akan setara. Fenomena ini dikenal sebagai efek Fisher.

Seperti yang kita lihat di Bab 5, dalam konteks penilaian investasi,

$$1 + r_n = (1 + r_t)(1 + i)$$

dimana r_n adalah tingkat bunga nominal (atau uang) (yaitu, tingkat bunga yang sebenarnya harus kita bayar untuk meminjam, yang memperhitungkan inflasi), r_r adalah tingkat bunga riil dan i adalah tingkat inflasi. Kemudian:

$$1 + r_t = \frac{1 + r_n}{1 + i}$$

Jika tingkat suku bunga riil sama di semua negara, maka:

$$\frac{1 + r_{nh}}{1 + r_{nf}} = \frac{1 + i_{nh}}{1 + i_{nf}}$$

dimana r_{nh} adalah tingkat bunga nominal (atau uang) di dalam negeri, r_{nf} adalah tingkat bunga nominal (atau uang) di luar negeri, ih adalah tingkat inflasi di dalam negeri dan i_f adalah tingkat inflasi di dalam negeri. negara asing.

Shapiro dan Balbirer (2000) juga menunjukkan bahwa, meskipun hubungan ini tampaknya tidak persis seperti yang ditunjukkan dalam model, negara-negara dengan tingkat suku bunga nominal yang tinggi cenderung memiliki tingkat inflasi yang tinggi.

Efek Fisher Internasional

Efek Fisher internasional menggabungkan prinsip-prinsip yang mendasari efek Fisher secara umum dan PPP. Fisher menyiratkan bahwa suku bunga akan bergerak memperhitungkan tingkat inflasi:

$$\frac{1 + r_{nh}}{1 + r_{nf}} = \frac{1 + i_{nh}}{1 + i_{nf}}$$

PPP menyiratkan bahwa nilai tukar bergerak sebagai respons terhadap perbedaan tingkat inflasi (lihat Persamaan (15.1)):

$$\frac{e_1}{e_0} = \frac{1 + i_h}{1 + i_f}$$

Karena tingkat suku bunga yang dirujuk dalam model KPS adalah tingkat nominal, maka dengan menggabungkan Fisher dan PPP, kita memperoleh:

$$\frac{e_1}{e_0} = \frac{1 + r_{nh}}{1 + r_{nf}}$$

Oleh karena itu, efek Fisher internasional menyiratkan bahwa nilai tukar, secara teori, terkait langsung dengan tingkat suku bunga nominal.

Sekali lagi, Shapiro dan Balbirer (2000) menunjukkan bahwa hubungan ini merupakan perkiraan valid terhadap kenyataan.

Paritas suku bunga

Seperti yang kita lihat sebelumnya di bagian ini, ada dua dasar dimana kita dapat membeli atau menjual mata uang asing. Kita dapat melakukan perdagangan untuk pengiriman mata uang segera, ketika kita akan melakukan perdagangan pada nilai tukar 'spot'. Alternatifnya, kita dapat membeli atau menjual mata uang berdasarkan kontrak forward. Di sini, pengiriman akan dilakukan pada tanggal tertentu di masa depan, namun nilai tukar yang digunakan untuk melakukan transaksi ditentukan sekarang. Tentu saja, kurs 'forward' akan terkait erat dengan kurs spot. Secara teori, jika suku bunga nominal di kedua negara sama, maka kurs spot dan forward akan sama. Ingatlah bahwa tingkat bunga nominal mencerminkan tingkat bunga riil dan tingkat inflasi.

Paritas suku bunga dapat diringkas, dalam konteks ini, dengan mengatakan bahwa ketika suku bunga nominal berbeda dari satu negara ke negara lain, maka suku bunga spot dan suku bunga di masa depan tidak akan sama. Hubungannya adalah sebagai berikut:

$$\frac{f_1}{e_0} = \frac{1 + r_{nh}}{1 + r_{nf}}$$

dimana f_1 adalah nilai masa depan, dalam mata uang negara asal, dari satu unit mata uang asing, dan simbol lainnya seperti yang telah ditentukan sebelumnya.

Suku bunga di masa depan akan lebih tinggi dibandingkan dengan suku bunga spot dimana suku bunga di dalam negeri lebih besar dibandingkan dengan suku bunga di luar negeri. Misalnya, dengan asumsi bahwa suku bunga di Inggris lebih tinggi daripada suku bunga di AS, Anda harus membayar lebih banyak dalam sterling untuk dolar AS jika Anda menerima pengiriman dolar (dan membayar pound) pada suatu tanggal di masa depan, dibandingkan jika itu adalah transaksi spot. Hal ini karena Anda akan mendapatkan keuntungan dari suku bunga Inggris yang lebih baik lebih lama dibandingkan jika Anda segera menukarkan sterling dengan dolar. Kebalikannya juga benar.

Misalnya, asumsikan kurs spot adalah £1 = $1,59 atau $1 = £0,63. Asumsikan juga bahwa tingkat suku bunga yang diharapkan berlaku pada tahun depan adalah 10 persen di AS dan 5 persen di Inggris. Jika kita mengkonversi £0,63 sekarang, kita seharusnya memiliki $1, yang dapat kita investasikan di AS sehingga akan tumbuh menjadi $1,10 pada akhir tahun. Orang yang menerima £0,63 kami dapat menginvestasikannya di Inggris sehingga akan tumbuh menjadi £0,66 pada akhir tahun. Pada saat itu, dengan mempertimbangkan bunga yang dapat kita peroleh masing-masing, nilai tukar efektif adalah $1 = £0,60 (yaitu, £0,66/1,10). Ini adalah kurs masa depan untuk suatu transaksi yang akan dilakukan dalam waktu satu tahun.

Rumus paritas suku bunga yang diberikan di atas akan menunjukkan hasil yang sama kepada kita:

$$\frac{1 + 0.05}{1 + 0.10} = \frac{f_1}{0.63}$$

$$f_1 = \frac{1.05 \times 0.63}{1.10} = 0.60$$

Dalam keadaan yang diuraikan di atas (yaitu ketika suku bunga di AS lebih tinggi daripada di Inggris), kita dapat mengatakan bahwa dolar diperdagangkan dengan diskon ke depan terhadap sterling. Jika keadaan sebaliknya diterapkan (suku bunga di AS lebih rendah dibandingkan di Inggris), sterling akan diperdagangkan dengan diskon ke depan terhadap dolar. Besar kecilnya premi atau diskon sebagian bergantung pada seberapa jauh pertukaran akan terjadi di masa depan, serta pada tingkat suku bunga relatif. Dalam praktiknya, paritas suku bunga cenderung mengikuti model teoretis.

Pasar valuta asing dan efisiensi pasar

Kita melihat di Bab 9 bahwa pasar modal sekunder (bursa saham dunia) cenderung efisien dalam hal harga hingga tingkat yang signifikan. Ini berarti bahwa informasi baru dengan cepat dan rasional dimasukkan ke dalam harga sekuritas. Oleh karena itu, tidak mungkin menghasilkan keuntungan yang lebih baik daripada rata-rata secara konsisten tanpa memiliki informasi yang tidak tersedia bagi investor pada umumnya.

Pengamatan sekilas terhadap pasar valuta asing mungkin mengarah pada kesimpulan bahwa hal ini juga efisien, sehingga tidak mungkin secara konsisten memperoleh keuntungan abnormal dengan memperdagangkan mata uang. Faktor umum yang sama tampaknya juga berlaku. Ada banyak orang cerdas dan berpengetahuan yang mempelajari pasar dengan cermat dan mencari peluang yang menguntungkan. Mereka memiliki akses ke modal untuk mengeksploitasi segala anomali dan mendapatkan keuntungan. Namun dalam satu hal yang signifikan, pasar valuta asing dan pasar modal sekunder berbeda. Hal ini disebabkan karena pemerintah cenderung tidak melakukan intervensi di pasar modal sekunder, sedangkan pemerintah kadang-kadang, mungkin sering, melakukan intervensi secara signifikan di pasar valuta asing. Hal ini dilakukan sebagai upaya untuk mengatur nilai tukar dengan cara tertentu.

Mengetahui bahwa suatu pemerintah mempunyai tujuan nilai tukar tertentu dapat memungkinkan spekulator memprediksi apa yang akan terjadi di pasar valuta asing. Bukti-bukti tampaknya mendukung hal ini. Studi menunjukkan bahwa ketika terdapat kebijakan pemerintah yang jelas untuk tidak melakukan intervensi di pasar, yaitu ketika mata uang dibiarkan 'mengambang' dengan bebas, pasar akan tampak efisien, setidaknya pada tingkat 'bentuk lemah' (Lee dan Khatanbaatar, 2012). Ketika pemerintah mempunyai kebijakan tertentu, seperti menaikkan suku bunga, atau membeli mata uang mereka di pasar, untuk mendukung nilainya, bukti menunjukkan bahwa pasar tidak efisien.

15.3 MASALAH INTERNASIONALISASI

Sejauh ini kita telah melihat bahwa dunia usaha, secara umum, harus mengambil manfaat dari penggunaan perspektif internasional dalam seluruh aspek kegiatan mereka. Kita juga telah melihat cara kerja pasar valuta asing dan beberapa teori serta bukti mengenai faktor-faktor yang tampaknya mempengaruhi penentuan nilai tukar. Sekarang kita akan

melihat beberapa masalah yang terkait dengan operasional di tingkat internasional. Kami juga akan mempertimbangkan bagaimana beberapa risiko dapat dihilangkan atau diatasi.

Masalah dengan valuta asing

Setiap bisnis yang berdagang di pasar luar negeri hampir terpaksa menukar mata uang sebagai bagian dari rutinitas sehari-hari. Adanya permasalahan seputar nilai tukar mata uang asing mendorong negara-negara untuk mematok mata uangnya terhadap mata uang negara-negara yang sering bertransaksi, atau mengadopsi mata uang bersama, seperti yang dilakukan banyak negara UE dengan euro.

Masalah paling nyata dalam transaksi valuta asing yang dihadapi bisnis-bisnis tersebut adalah biaya. Ketika sebuah bisnis menjual kepada pembeli asing, pembayaran biasanya dilakukan dalam mata uang negara pembeli. Oleh karena itu, sebagian dari nilai hasil penjualan akan hilang ke pasar valuta asing. Secara persentase, angka ini bukanlah angka yang besar, namun merupakan biaya.

Risiko nilai tukar

Risiko nilai tukar adalah risiko dimana nilai tukar antara dua mata uang akan bergerak secara merugikan untuk bisnis tertentu yang sedang dipertimbangkan. Perubahan nilai tukar mata uang dapat berdampak pada berkurangnya kekayaan usaha. Demikian pula, perusahaan dapat meningkatkan kekayaannya, jika perubahannya menguntungkan, tergantung jenis eksposurnya.

Risiko nilai tukar dapat dibagi menjadi tiga bidang: risiko transaksi, risiko ekonomi, dan risiko translasi.

Risiko transaksi

Misalkan sebuah bisnis di Inggris membeli sesuatu yang dihargai dalam dolar, dari pemasok AS, dengan harga $100 pada saat £1 = $1,59. Pada saat itu, bisnis mempunyai kewajiban untuk membayar setara dengan £62,89 (yaitu, £100/1,59). Misalkan juga, pada saat perusahaan tersebut datang untuk melunasi tagihannya, nilai tukar sterling telah terdepresiasi menjadi £1 = $1,40. Sekarang jumlah yang sebenarnya harus dibayar adalah £71,43. Masalahnya di sini adalah ketika bisnis membuat keputusan untuk membeli barang tersebut, harganya adalah £62,89, namun ternyata menjadi £8,54 lebih tinggi. Risiko ini dikenal sebagai risiko transaksi karena merupakan risiko bahwa nilai tukar akan bergerak ke arah yang merugikan bisnis di tengah-tengah transaksi. Ada beberapa cara untuk menangani risiko transaksi, yang sekarang akan kita pertimbangkan secara individual.

Tidak melakukan apapun

Metode-metode untuk menangani risiko transaksi semuanya bertujuan untuk menghentikan kejadian terburuk, atau untuk memastikan bahwa bisnis tidak mengalami kerugian jika hal tersebut terjadi. Dalam hal ini, kebijakan tersebut seperti polis asuransi dan mempunyai biaya yang terkait dengannya. Dengan sebagian besar risiko dalam kehidupan pribadi kita, kita cenderung tidak mengasuransikannya kecuali jika kejadian buruk tersebut tidak mungkin terjadi dan/atau akan sangat merugikan jika hal tersebut terjadi. Alasannya adalah premi asuransi kemungkinan besar akan terlalu tinggi dibandingkan dengan potensi kerugian yang kemungkinan besar terjadi. Misalnya, penjual es krim dapat mengasuransikan terhadap cuaca musim panas yang buruk, namun di Inggris ada kemungkinan besar hal ini

terjadi sehingga preminya cenderung tinggi. Penjual es krim cenderung 'self-insurance', yaitu menanggung sendiri risikonya. Yang secara umum dianggap layak untuk diasuransikan adalah peristiwa yang tidak mungkin terjadi atau peristiwa yang dapat menyebabkan bencana besar bagi bisnis.

Pergerakan nilai tukar yang merugikan, seperti musim panas yang buruk di Inggris, sangat umum terjadi. Arah pergerakan nilai tukar di masa depan sulit, bahkan mustahil, untuk diprediksi. Jika suatu perusahaan berhutang uang dalam mata uang asing, kemungkinan besar nilai tukar akan bergerak ke arah yang menguntungkan bagi bisnis tersebut dan juga akan bergerak ke arah yang tidak menguntungkan – atau mungkin akan tetap sama. Oleh karena itu, sebuah bisnis yang memiliki banyak transaksi luar negeri akan mendapatkan keuntungan dari pergerakan nilai tukar dan sering kali mengalami kerugian. Hanya ketika bisnis dihadapkan pada risiko transaksi yang luar biasa besar, mungkin terisolasi, maka bisnis mungkin merasa perlu mengambil langkah-langkah untuk mengelola risiko tersebut dengan menggunakan salah satu teknik yang dijelaskan di bawah ini. Efek portofolio juga merupakan argumen untuk tidak mengelola risiko nilai tukar. Kita akan membahasnya di Bagian 15.5.

Perdagangan dalam mata uang dalam negeri

Ada kemungkinan bagi dunia usaha di Inggris untuk menghindari risiko transaksi dengan menegaskan bahwa harga pembelian dan penjualan menggunakan mata uang sterling. Hal ini hanya mengalihkan risiko dari bisnis ke pemasok dan pelanggannya. Sejauh penjual biasa mengutip harga dalam mata uang pembeli, maka akan cenderung layak untuk membeli dari luar negeri dan ditagih dalam mata uang dalam negeri. Ketika waktu penyelesaian tiba, sterling dibayarkan. Namun demikian, pelanggan asing biasanya mengharapkan tagihan dalam mata uang mereka sendiri. Bersikeras membuat faktur dalam mata uang negara asal, dan mengalihkan risiko transaksi ke pelanggan, bisa berarti bisnis tersebut kehilangan penjualan (atau terkena sanksi karena harus menerima harga yang lebih rendah). Selain itu, memaksakan agar semua pemasok menagih dalam mata uang asal pembeli dapat menghalangi peluang bisnis untuk membeli dari pemasok asing tertentu yang hanya siap menagih dalam mata uang dalam negeri mereka.

Poin kuncinya di sini adalah kekuatan di pasar. Jika barang atau jasa perusahaan banyak dicari dan pasokannya terbatas, maka pelanggan asing mungkin bersedia menerima tagihan dalam mata uang asal penjual. Demikian pula, pemasok asing, yang ingin melakukan penjualan, mungkin bersedia menagih dalam mata uang asal pelanggan, yang bertentangan dengan praktik normal pemasok tersebut. Seperti telah disebutkan sebelumnya, bahkan ketika perusahaan tersebut dapat membujuk pemasok dan pelanggan untuk melakukan transaksi secara eksklusif dalam mata uang dalam negeri perusahaan tersebut, hal ini mungkin merupakan strategi yang mahal karena perusahaan asing cenderung mengharapkan harga yang akan memberikan kompensasi kepada mereka atas biaya yang harus mereka tanggung. risiko transaksi.

Memelihara rekening bank mata uang asing

Jika perusahaan mempunyai rekening bank terpisah dalam masing-masing mata uang yang digunakan untuk melakukan transaksi bisnis di luar negeri, konversi mungkin dapat ditunda sampai waktu yang dinilai menguntungkan bagi perusahaan tersebut. Misalnya, jika

sebuah bisnis di Inggris memiliki pelanggan AS, bisnis tersebut dapat membuka rekening bank dalam dolar AS dan membayar semua penerimaan tunai dolar ke dalamnya. Rekening tersebut kemudian akan menghasilkan bunga sampai bisnis tersebut merasa bahwa dolar relatif kuat. Pada saat itu, bisnis akan mengubah saldo menjadi sterling.

Jika sebuah perusahaan di Inggris cenderung membeli dari pemasok Amerika, yang menagih dalam dolar, maka perusahaan tersebut dapat mengkonversi sejumlah sterling ke dolar secara berkala, ketika sterling relatif kuat. Dana ini kemudian dapat dibayarkan ke rekening bank dolar yang berbunga, untuk digunakan melakukan pembayaran dalam dolar ketika pembayaran tersebut timbul.

Masalah dengan strategi ini adalah hilangnya likuiditas karena uang tunai terikat di rekening bank dalam mata uang asing ketika uang tersebut mungkin diperlukan di tempat lain dalam bisnis. Selain itu, menentukan waktu terbaik untuk berpindah agama mungkin sulit. Sejauh pasar valuta asing untuk kedua mata uang tersebut efisien, maka tidak akan ada waktu bagi dunia usaha untuk yakin bahwa nilai tukar, di masa depan, akan bergerak ke satu arah dan bukan ke arah yang lain.

Menjaring transaksi

Suatu bisnis yang melakukan perdagangan baik sebagai pembeli maupun penjual dalam mata uang asing yang sama mungkin dapat menetapkan penerimaan penjualan terhadap pembayaran pembelian, yang mungkin paling baik dilakukan dengan membuka rekening bank dalam mata uang asing. Bahkan jika netting yang tepat tidak mungkin dilakukan karena, misalnya, penerimaan dalam mata uang asing melebihi pembayaran, hanya saldonya saja yang perlu dikonversi.

Dalam banyak hal, hal ini hampir merupakan solusi sempurna terhadap masalah ini, namun hal ini memerlukan serangkaian keadaan tertentu yang jarang terjadi, sampai batas tertentu, pada sebagian besar bisnis.

Kontrak pertukaran berjangka

Sebelumnya dalam bab ini telah dikemukakan bahwa kontrak valuta asing dapat dilakukan pada hari ini, dengan nilai tukar yang ditetapkan pada saat perjanjian (hari ini), di mana mata uang tersebut tidak akan dipertukarkan sampai tanggal tertentu di masa depan. . Misalnya, jika sebuah bisnis di Inggris mengetahui bahwa mereka akan menerima $1 juta dalam waktu tiga bulan, maka bisnis tersebut dapat segera menandatangani kontrak pertukaran berjangka yang akan menetapkan nilai tukar dan dengan demikian menghilangkan risiko transaksi. Nilai tukar akan terkait erat dengan nilai tukar spot. Jika suku bunga di AS lebih tinggi dibandingkan di Inggris, maka suku bunga akan didiskon terhadap harga spot dalam sterling sebesar $1. Jika suku bunga di Inggris lebih tinggi, harganya akan lebih tinggi dibandingkan (dengan premi) harga spot.

Salah satu masalah dalam penggunaan pasar forward untuk menyelesaikan masalah risiko transaksi adalah bahwa bisnis tidak dapat memperoleh keuntungan jika nilai tukar bergerak positif. Alasan suatu perusahaan menggunakan pasar forward ketika mempunyai kewajiban melakukan pembayaran dalam mata uang asing adalah untuk menghindari risiko mata uang asing menguat terhadap mata uang dalam negeri selama jangka waktu kontrak. Hal ini akan membuat perusahaan harus melakukan pembayaran dalam mata uang dalam

negeri yang lebih besar dibandingkan jika perusahaan tersebut segera mengkonversi mata uangnya atau melakukan transaksi pasar forward. Namun bagaimana jika mata uang dalam negeri menguat terhadap mata uang asing? Perusahaan bisa saja membayar lebih sedikit untuk memenuhi kewajibannya seandainya risikonya tidak terungkap. Tentu saja, para pengguna pasar forward siap menerima ketidakmampuan untuk mendapatkan keuntungan dari pergerakan nilai tukar yang menguntungkan, jika mereka dapat menghilangkan risiko kerugian melalui pergerakan yang merugikan.

Permasalahan lainnya adalah, karena kontrak bersifat mengikat, maka kedua belah pihak harus menyelesaikannya. Jika bisnis di Inggris, yang mengharapkan untuk menerima $1 juta, gagal menerimanya karena pelanggan gagal bayar, bisnis tersebut masih harus memenuhi kewajibannya berdasarkan kontrak forward.

Penggunaan kontrak berjangka tampaknya sangat luas, setidaknya di kalangan bisnis besar. Sebuah survei terhadap 200 perusahaan terbesar di Inggris yang terdaftar di Bursa Efek London menemukan bahwa 75 persen responden mereka sering menggunakan kontrak berjangka dan 21 persen lainnya menggunakannya, namun lebih jarang (Ricci dan Di Nino, 2000).

Lindung nilai pasar uang

Bisnis menggunakan lindung nilai pasar uang untuk menghindari risiko transaksi dengan menggabungkan pasar valuta asing dengan pinjaman atau pinjaman. Misalkan sebuah bisnis di Inggris mengharapkan untuk menerima $1 juta dalam waktu tiga bulan. Ia dapat meminjam sejumlah uang dalam dolar yang, dengan bunga, akan tumbuh hingga $1 juta. Dolar yang dipinjam dapat segera dikonversi ke sterling, sehingga menghilangkan risiko. Jika tingkat bunga selama tiga bulan adalah 2 persen, maka jumlah yang harus dipinjam adalah $980,392 (yaitu $1 juta * 100/102). Nilai ini akan segera dikonversi ke sterling. Ketika $1 juta itu diterima, ia akan melunasi jumlah pinjamannya, beserta bunganya.

Demikian pula, jika perusahaan lain di Inggris harus membayar $1 juta kepada pemasok AS dalam waktu tiga bulan, maka perusahaan tersebut dapat segera mengkonversi sterling menjadi dolar sehingga jumlah dolar tersebut, beserta bunganya, akan menjadi $1 juta dalam waktu tiga bulan. Sekali lagi, dengan asumsi tingkat bunga 2 persen, jumlah yang dibutuhkan adalah $980,392, jadi dengan asumsi nilai tukar £1 = $1,59, £616,599 (yaitu, £980,392/1,59) diperlukan untuk mengkonversi ke dolar di pasar spot.

Kerugian pendekatan ini hampir sama dengan kelemahan penggunaan pasar maju. Yang pertama adalah hilangnya kesempatan untuk memperoleh keuntungan dari pergerakan nilai tukar yang menguntungkan. Kedua, perusahaan mempunyai kewajiban atau aset dalam mata uang asing sehingga mengandalkan penerimaan atau pembayaran dalam mata uang asing untuk menyelesaikan lindung nilai.

Pilihan mata uang

Seperti yang telah kita lihat, permasalahan pada beberapa strategi untuk menghilangkan risiko transaksi adalah hilangnya risiko sisi negatif dan sisi positifnya. Artinya, tidak ada peluang bagi dunia usaha untuk mendapatkan keuntungan dari pergerakan nilai tukar yang menguntungkan. Mereka juga membiarkan bisnisnya terekspos jika pelanggan luar negeri mengalami gagal bayar. Opsi mata uang menawarkan solusi untuk kedua masalah ini.

Opsi diperkenalkan pada Bab 1. Opsi valuta asing memberi pemiliknya hak, namun bukan kewajiban, untuk menukar sejumlah mata uang tertentu dengan mata uang lain, dengan kurs dan waktu yang ditentukan dalam kontrak opsi. Misalnya, suatu bisnis yang mengharapkan untuk menerima sejumlah mata uang asing dalam waktu tiga bulan dapat membeli opsi untuk menukar sejumlah mata uang asing tersebut dengan mata uang dalam negeri dalam waktu tiga bulan dengan kurs tertentu. Opsi ini dikenal sebagai opsi 'put' karena memungkinkan pemegangnya untuk menjual mata uang asing.

Perlu diperhatikan, khususnya, bahwa pemilik opsi mempunyai hak untuk menjual mata uangnya kepada pemberi opsi, namun tidak harus melakukannya. Jika mata uang asing menguat terhadap mata uang dalam negeri selama tiga bulan, pemegang opsi akan mengabaikan opsi tersebut dan menjual mata uang tersebut di pasar spot ketika sudah diterima. Demikian pula, jika pelanggan melakukan default, opsi tersebut diabaikan. Opsi ini bertindak seperti polis asuransi. Perusahaan siap membayar untuk membeli opsi tersebut karena, jika hal terburuk terjadi dan mata uang asing melemah terhadap mata uang dalam negeri, perusahaan dapat melaksanakan opsinya. Jika semuanya berjalan baik, pilihan tersebut akan hilang begitu saja.

Dimungkinkan juga untuk membeli opsi ‘call’, yaitu hak untuk membeli mata uang asing dalam jumlah tertentu, pada kurs tertentu relatif terhadap mata uang dalam negeri, pada waktu tertentu di masa depan. Sebuah bisnis yang mengharapkan untuk membayar tagihan dalam mata uang asing mungkin memilih untuk menghindari risiko transaksi dengan menggunakan opsi beli dalam mata uang yang bersangkutan.

Kerugian menggunakan opsi valuta asing untuk menghindari risiko transaksi adalah biayanya. Pemberi opsi tidak mempunyai hak untuk mendesak agar perusahaan melaksanakan opsi tersebut. Opsi ini akan dilaksanakan hanya jika pergerakan nilai tukar tidak menguntungkan dari sudut pandang pemberi hibah. Oleh karena itu, pemberi hibah memerlukan insentif yang baik agar siap memberikan opsi tertentu.

Survei Ricci dan Di Nino (2000) menunjukkan bahwa opsi merupakan cara yang populer dalam menghadapi risiko nilai tukar, dan 75 persen responden menggunakannya, setidaknya pada beberapa waktu.

Mata uang berjangka

Kontrak berjangka mata uang mirip dengan kontrak berjangka karena mengikat para pihak dalam pertukaran dua jumlah, pada nilai tukar dan pada tanggal di masa depan, semua yang ditentukan dalam kontrak. Perbedaan antara masa depan dan masa depan adalah bahwa masa depan hanya ada untuk pertukaran antara mata uang yang relatif sedikit, nilai yang relatif sedikit, dan titik waktu masa depan yang relatif sedikit; dengan kata lain itu adalah kontrak standar.

Pembatasan ini cenderung membuat masa depan menjadi sulit karena tidak mungkin melakukan lindung nilai terhadap risiko nilai tukar tertentu karena nilai standar dan tanggal jatuh tempo mungkin tidak sesuai dengan kebutuhan bisnis. Di sisi lain, sifat kontrak berjangka yang terstandar berarti dapat dibeli dan dijual; ada pasar untuk mata uang berjangka. Artinya, bisnis dapat menciptakan lindung nilai tanpa harus mengidentifikasi pihak lawan: mereka

cukup membeli kontrak berjangka di pasar. Demikian pula kontrak berjangka yang tidak diperlukan lagi dapat dijual.

Survei Ricci dan Di Nino (2000) menunjukkan bahwa kontrak berjangka bukanlah pendekatan yang populer dalam menangani risiko nilai tukar. Kontrak berjangka, kontrak berjangka, dan opsi adalah contoh derivatif keuangan yang dapat digunakan untuk mengurangi atau menghilangkan risiko. Bisnis fashion dan kecantikan online Inggris, ASOS plc, adalah contoh dari sekian banyak bisnis yang memiliki eksposur risiko transaksi valuta asing. Hal ini karena, pada dasarnya, bisnis tersebut mencari dan menjual produknya secara internasional. Dalam laporan tahunan tahun 2015, bisnis tersebut mengatakan:

Grup beroperasi secara internasional dan oleh karena itu terekspos terhadap risiko transaksi mata uang asing, terutama pada penjualan dalam mata uang dolar AS, Euro, dan dolar Australia. Kebijakan Grup adalah menyesuaikan eksposur transaksi mata uang asing jika memungkinkan. Jika diperlukan, Grup menggunakan instrumen keuangan dalam bentuk kontrak forward mata uang asing untuk melakukan lindung nilai terhadap arus kas mata uang asing yang kemungkinan besar terjadi di masa depan.

Risiko ekonomi

Masalah

Jika nasib suatu bisnis mungkin terpengaruh oleh pergerakan nilai tukar, maka bisnis tersebut akan terkena risiko ekonomi. Beberapa orang melihat risiko transaksi sebagai bagian dari risiko ekonomi dan, mengingat definisi risiko ekonomi yang baru saja kita temui, hal ini benar. Namun secara umum, risiko transaksi cenderung dilihat terkait dengan piutang jangka pendek (debitur) dan hutang (kreditur), sedangkan risiko ekonomi cenderung terkait dengan bahaya pergerakan nilai tukar yang lebih bersifat jangka panjang.

Risiko ekonomi mencakup bidang-bidang seperti:

- Pinjaman jangka panjang dalam mata uang asing menjadi lebih mahal dari perkiraan pembayarannya (pembayaran bunga) dan memerlukan biaya yang lebih besar untuk melunasi pokok pinjaman, sebagai akibat dari pergeseran nilai tukar;
- Proyek dalam praktiknya tidak memiliki npv setinggi yang direncanakan, karena mata uang dalam negeri telah menguat terhadap mata uang asing, sehingga nilai arus kas operasi lebih kecil dari yang direncanakan; dan
- Perusahaan, ketika memasok dari dalam negeri, mengalami kesulitan untuk bersaing di pasar luar negeri sebagai akibat dari penguatan mata uang dalam negeri terhadap mata uang asing terkait.

Bisnis yang terkena dampak risiko ekonomi

Kita mungkin berpikir bahwa hanya bisnis yang mentransaksikan sebagian aktivitasnya dalam mata uang asing yang terkena risiko ekonomi valuta asing, namun hal ini belum tentu demikian. Sebagian besar bisnis terkena dampak risiko ini. Ambil contoh bisnis imajiner, Little England plc, yang hanya menggunakan pemasok Inggris, berproduksi di Inggris, dan menjual produk atau layanannya di pasar Inggris. Pada pandangan pertama, bisnis seperti itu kebal dari risiko ekonomi valuta asing. Bagaimana jika ada pesaing pasar yang memasok produk atau jasa dari Jepang dan sterling menguat terhadap yen? Kini produk Jepang bisa menjadi lebih murah, dalam satuan sterling, tanpa perusahaan Jepang menerima lebih sedikit dalam bentuk

yen. Hal ini dapat dengan mudah merusak kemampuan Little England untuk menjual, setidaknya dengan harga yang biasa dikenakannya. Sebagai contoh lain, bagaimana jika elemen utama pasar Little England adalah bisnis Inggris lainnya yang terutama bergerak di pasar ekspor dan sterling menguat terhadap sebagian besar mata uang lainnya? Pelanggan utama Little England mungkin akan menyadari bahwa pasar mereka berada di bawah tekanan akibat kuatnya sterling. Hal ini mungkin menyebabkan penurunan volume penjualan dan/atau pendapatan Little England, meskipun faktanya Little England sendiri tidak menjualnya ke luar negeri.

Mengelola risiko ekonomi

Mengelola risiko ekonomi tidak semudah mengelola risiko transaksi, yang sebagian besar cukup mudah. Terdapat teknik yang sudah mapan untuk mengelola risiko transaksi, seperti opsi dan kontrak berjangka, yang dapat memecahkan masalah ini, meskipun bukan tanpa biaya. Meskipun ada beberapa teknik serupa yang tersedia untuk mengelola risiko ekonomi, sebagian besar manajemen risiko ekonomi berkaitan dengan pendekatan strategis yang mencoba membatasi eksposur.

Pendekatan tersebut meliputi:

- Menghindari terlalu terpapar pada satu mata uang asing;
- Mencoba melakukan perdagangan di negara-negara asing dimana diketahui adanya niat dari pihak pemerintah dalam negeri untuk mempertahankan mata uang dalam negeri pada nilai tukar yang secara umum konstan, relatif terhadap mata uang asing yang relevan; dan
- Mengambil langkah-langkah untuk mencoba menyeimbangkan pembayaran dan penerimaan dalam mata uang yang sama.

Terkait dengan risiko transaksi, terdapat argumen untuk tidak melakukan apa pun terhadap risiko ekonomi. Salah satu aspeknya, asuransi mandiri, telah dibahas dalam konteks risiko transaksi pada awal bagian ini. Hal lainnya adalah mengambil langkah-langkah yang disebutkan di atas mungkin tidak sehat secara komersial. Misalnya, tidak selalu mudah untuk melakukan perdagangan di negara-negara tertentu yang menjadi pilihan bisnis; bisnis sering kali harus melakukan penjualan semampu mereka. Aspek lain dalam menangani risiko ekonomi, yaitu penghapusan risiko tertentu melalui diversifikasi, akan dibahas nanti dalam bab ini, di Bagian 15.5.

Pertukaran mata uang

Masalah peminjaman dana di luar negeri adalah fluktuasi nilai tukar dapat mengubah biaya pembayaran dan pembayaran utang sterling. Pertukaran mata uang dapat mengatasi masalah ini. Di sini, dua peminjam yang berbasis di negara berbeda, masing-masing memiliki utang berukuran sama dalam mata uang negara lain, setuju untuk menukar kewajiban arus kas utang mereka. Jadi, sebuah perusahaan di Inggris mungkin setuju untuk mengambil alih pembayaran bunga dan pembayaran pokok utang negara asing dalam mata uang sterling. Sebagai imbalannya, perusahaan asing mengambil alih kewajiban terkait utang perusahaan Inggris dalam mata uang negara asal negara tersebut.

Survei Ricci dan Di Nino (2000) menunjukkan pertukaran mata uang menjadi cara yang populer untuk menangani risiko ekonomi, dan digunakan oleh 81 persen responden, setidaknya sampai batas tertentu.

Risiko penerjemahan

Masalah

Elemen terakhir dari risiko nilai tukar adalah risiko translasi. Hal ini terkait dengan fakta bahwa, jika suatu perusahaan mempunyai aset di negara asing yang mata uangnya melemah terhadap mata uang dalam negeri, maka kekayaannya akan berkurang jika diukur dalam mata uang dalam negeri. Hal ini tidak sama dengan risiko transaksi atau risiko ekonomi, dimana risiko berkaitan dengan arus kas. Belum tentu ada alasan mengapa uang tunai perlu mengalir dari operasi luar negeri ke negara asal. Bisnis tersebut mungkin dapat menghasilkan kekayaan bagi pemegang sahamnya dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari perdagangan untuk melakukan akuisisi lokal (yaitu, akuisisi di luar negeri) untuk memperluas operasi di luar negeri.

Risiko translasi cenderung menjadi perhatian khusus karena, berdasarkan peraturan akuntansi yang berlaku di sebagian besar dunia, kinerja dan posisi seluruh operasi bisnis, termasuk operasi asing, harus dimasukkan dalam laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan. masing-masing. Dalam kasus operasi luar negeri, hal ini memerlukan penerjemahan angka-angka yang dinyatakan dalam mata uang asing ke dalam mata uang dalam negeri. Jika mata uang asing lebih lemah dibandingkan mata uang dalam negeri, angka keuntungan dan nilai aset akan berada di bawah nilai yang seharusnya jika mata uang asing lebih kuat.

Masih menjadi perdebatan mengenai apakah risiko penerjemahan mempunyai dampak ekonomi. Jika suatu perusahaan mempunyai aset di negara asing yang nilai tukarnya melemah terhadap mata uang dalam negeri, maka dalam kaitannya dengan mata uang dalam negeri, aset tersebut bernilai lebih rendah dan, jika dianggap sama, maka akan ada keuntungan masa depan yang mungkin dihasilkan oleh aset tersebut. Buktinya tampaknya menunjukkan bahwa, dalam keadaan seperti itu, nilai pasar saham perusahaan akan turun. Mengingat bahwa tujuan sebagian besar bisnis tampaknya adalah untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham, tampaknya sulit untuk menyangkal bahwa risiko translasi adalah masalah yang nyata.

Di sisi lain, dapat dikatakan bahwa aset di luar negeri sama-sama produktif dan berharga jika diukur dengan mata uang lokal, terlepas dari nilai mata uang tersebut dibandingkan dengan mata uang lainnya. Pertanyaannya mungkin bergantung pada lokasi dan mata uang lokal pemegang saham. Jika mereka berada di negara asal bisnis, nilai aset mereka dalam mata uang dalam negeri akan lebih rendah. Jika mereka berada di tempat lain, hal ini mungkin tidak menjadi masalah.

Mengelola risiko penerjemahan

Risiko penerjemahan sangat sulit untuk dikelola dan, seperti halnya risiko ekonomi, risiko ini cenderung berada pada tingkat strategis sehingga pengelolaannya dapat dilakukan dengan sebaik-baiknya. Hal berikut ini mungkin terjadi:

- Menghindari terlalu terpapar pada satu mata uang asing dengan melakukan operasi di berbagai negara yang masing-masing memiliki mata uang berbeda dan tidak terkait;
- Berupaya untuk melakukan operasi luar negeri di negara-negara yang diketahui ada niat dari pihak pemerintah untuk mempertahankan mata uang dalam negeri pada nilai tukar yang konstan dengan mata uang asing terkait; Dan
- Mengambil langkah-langkah untuk membiayai sebagian besar investasi asing dengan dana yang dipinjam dalam mata uang lokal, sehingga kerugian penjabaran nilai aset dapat diimbangi dengan keuntungan liabilitas.

Terkait dengan risiko transaksi dan, pada tingkat lebih rendah, risiko ekonomi, terdapat argumen untuk mengabaikan risiko translasi. Salah satu alasannya adalah ketidaknyamanan komersial dan biaya untuk mengambil langkah-langkah strategis yang disebutkan di atas. Misalnya, mungkin akan sangat mahal untuk menggalang dana di negara dimana perusahaan ingin melakukan investasi pada pabrik manufaktur. Alasan lainnya, yang berkaitan dengan dampak portofolio, akan kita bahas nanti pada bab ini, di Bagian 15.5. Banyak bisnis di Inggris tampaknya tidak melakukan lindung nilai terhadap risiko penerjemahan.

Produsen makanan Associated British Foods plc melakukan lindung nilai sebagian terhadap risiko translasinya. Dalam laporan tahunan tahun 2015, perusahaan tersebut mengatakan: Grup menyajikan laporan keuangannya dalam sterling. Akibat operasinya di seluruh dunia, grup ini menghadapi risiko penjabaran mata uang asing dimana operasinya di luar negeri mempunyai mata uang fungsional selain sterling. Perubahan nilai tukar mata uang asing berdampak pada penjabaran laporan laba rugi dan aset bersih operasi luar negeri tersebut ke dalam sterling.

Apabila diperlukan, kelompok tersebut membiayai operasinya dengan meminjam secara lokal dalam mata uang fungsional operasinya. Hal ini mengurangi nilai aset bersih yang dilaporkan dalam mata uang fungsional selain sterling, sehingga mengurangi paparan ekonomi terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang asing pada saat penjabaran.

Grup juga mendanai operasinya dengan memperoleh pendanaan di tingkat grup melalui pinjaman eksternal dan, jika pinjaman tersebut tidak dalam mata uang sterling, pinjaman ini dapat ditetapkan sebagai lindung nilai investasi bersih. Hal ini memungkinkan keuntungan dan kerugian yang timbul dari penjabaran kembali pinjaman mata uang asing tersebut dibebankan pada penghasilan komprehensif lain, sehingga memberikan sebagian offset dalam ekuitas terhadap keuntungan dan kerugian yang timbul dari penjabaran aset bersih kegiatan usaha luar negeri. Grup tidak secara aktif melakukan lindung nilai terhadap dampak translasi pergerakan nilai tukar mata uang asing pada laporan laba rugi (selain melalui lindung nilai ekonomi parsial yang timbul dari biaya pembayaran pinjaman non-sterling).

15.4 PENILAIAN INVESTASI INTERNASIONAL

Intinya, semua investasi harus dinilai dengan cara yang persis sama. Hal ini tidak tergantung pada apakah arus kas dari investasi tersebut akan berasal, sebagian atau seluruhnya, dari negara asing atau secara eksklusif dari negara asal. NPV berlaku untuk semua investasi, di mana pun investasi tersebut berada, dan dalam mata uang apa pun arus kas

dihasilkan. Namun demikian, ada aspek investasi internasional yang memerlukan perhatian khusus. Ini sekarang sedang dipertimbangkan.

Memperkirakan nilai tukar

Apabila sebagian arus kas yang terkait dengan proyek akan menggunakan mata uang asing, penilaian mengharuskan seluruh arus kas yang relevan dinyatakan dalam mata uang umum, biasanya mata uang dalam negeri perusahaan. Hal ini tidak hanya mengharuskan arus kas masa depan diestimasi, namun juga dijabarkan ke dalam mata uang negara asal dengan menggunakan estimasi nilai tukar yang berlaku pada saat arus kas tersebut terjadi di masa depan. Secara teori, prinsip paritas daya beli (PPP), yang telah dibahas sebelumnya dalam bab ini, seharusnya memastikan bahwa nilai tukar tidak menjadi masalah. Hal ini karena pergerakan daya beli kedua mata uang tersebut harus mengimbangi setiap pergeseran nilai tukar. Namun, kita telah melihat di awal bab ini bahwa PPP tidak sepenuhnya berlaku di dunia nyata. Mengingat sulitnya memperkirakan nilai tukar mata uang di masa depan, maka masuk akal untuk mengasumsikan PPP kecuali terdapat alasan kuat untuk meyakini sebaliknya dalam kondisi tertentu.

Perpajakan

Hampir pasti akan ada konsekuensi perpajakan luar negeri dimana keuntungan dihasilkan di luar negara asal. Mungkin ada pajak pada aspek lain serta keuntungan. Misalnya, mungkin ada pajak atas kepemilikan properti, seperti yang terjadi di Inggris.

Dalam hal pajak atas keuntungan, mungkin terdapat perjanjian pajak berganda dengan negara asal, yang pada dasarnya, pajak dibayarkan dengan tarif yang lebih tinggi antara tarif di negara asal dan di negara asing terkait. Bagi perusahaan-perusahaan di Inggris, karena tarif pajak perusahaan di Inggris tergolong rendah menurut standar internasional, hal ini mungkin berarti pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan laba serupa yang dihasilkan di Inggris. Tentunya penilaian terhadap investasi harus mempertimbangkan aspek perpajakan.

Pembatasan pengiriman uang

Beberapa negara membatasi jumlah keuntungan yang dapat dikirimkan ke negara asalnya oleh investor asing. Hal ini mungkin terjadi karena mengkonversi dana ke mata uang lain akan melemahkan mata uang pertama – sesuatu yang menjadi perhatian pemerintah negara asing tersebut mungkin ingin sekali menghindarinya. Selain itu, dana yang tidak dapat dikirim ke luar negeri hanya dapat diinvestasikan kembali di negara tempat dana tersebut dihasilkan, suatu tindakan yang kemungkinan besar akan bermanfaat bagi negara yang bersangkutan. Apa pun alasan pembatasannya, hal ini merupakan faktor yang perlu dipertimbangkan.

Faktor lingkungan

Mungkin ada faktor-faktor tertentu yang mempengaruhi lokasi asing tertentu dan memerlukan penyelidikan. Hal ini mencakup hal-hal seperti kendala lingkungan (misalnya, undang-undang anti-polusi) dan kendala etika (misalnya, penolakan masyarakat untuk bekerja dengan cara tertentu atau untuk membeli produk tertentu). Hal-hal ini perlu dicermati dengan cermat.

Tugas beresiko

Kemungkinan besar ada risiko yang melekat pada lingkungan asing yang tidak ada di dalam negeri. Misalnya, terdapat risiko politik, yaitu risiko yang berkaitan dengan bahaya perang dan kerusuhan sipil, kenaikan pajak yang tidak terduga, pembatasan pengiriman dana ke Inggris, dan penyitaan aset luar negeri suatu perusahaan. Tesco plc, yang mengoperasikan gerai ritel di berbagai lokasi di luar negeri, menjelaskan risikonya sendiri dalam laporan tahunan tahun 2015:

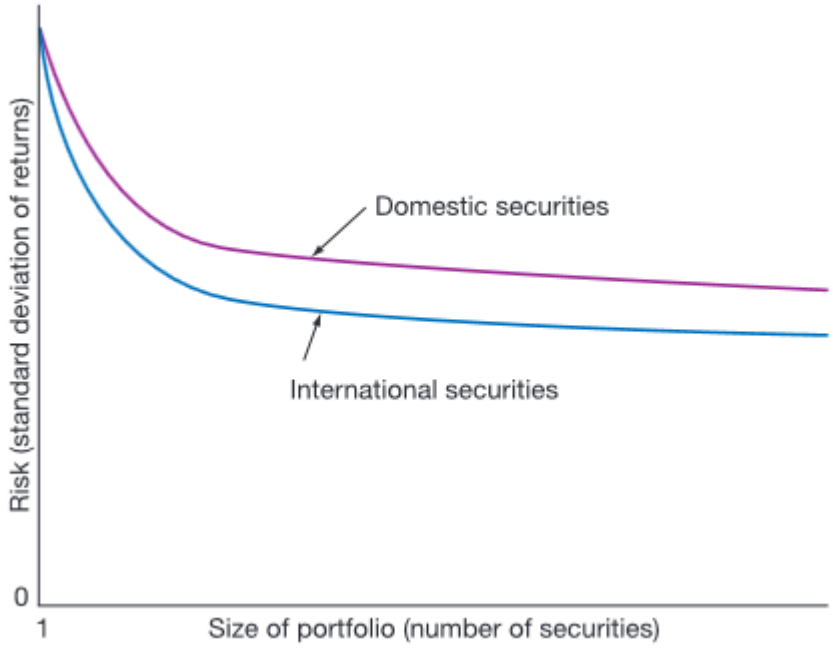
Di setiap negara tempat kami beroperasi, kami mungkin terkena dampak perubahan hukum dan peraturan, peningkatan pengawasan dari otoritas persaingan usaha, dan perubahan politik yang memengaruhi pasar ritel. Lanskap peraturan menjadi lebih ketat di banyak pasar dan mungkin berdampak pada perdagangan kita. Untuk investasi tertentu, risiko-risiko ini mungkin tidak lebih besar, atau bahkan lebih kecil, dibandingkan dengan risiko yang timbul dari investasi di negara asal. Namun, hal-hal tersebut merupakan tambahan dari hal-hal yang dihadapi di rumah. Salah satu cara untuk menghindari risiko politik adalah dengan menghindari investasi di negara-negara yang risiko politiknya tinggi. Ada layanan komersial yang memberikan informasi mengenai risiko politik, negara demi negara. Cara lain untuk menghindari risiko politik adalah dengan mengasuransikan risiko tersebut. Sangat umum bagi perusahaan untuk mengasuransikan investasi asing mereka.

15.5 RISIKO INTERNASIONALISASI, PENGELOLAAN RISIKO TERSEBUT DAN TEORI PORTOFOLIO

Investasi internasional dan pengurangan risiko

Seperti yang kita lihat di Bab 7, mungkin lebih baik bagi dunia usaha untuk berkonsentrasi pada peluang yang paling menguntungkan dan menyerahkan diversifikasi risiko kepada pemegang saham pada tingkat portofolio. Hal ini karena pemegang saham dapat menghilangkan hampir seluruh risiko spesifik dari portofolionya dengan memiliki jumlah kepemilikan saham yang cukup besar (15 hingga 20) dalam bisnis di berbagai industri. Logikanya, kita dapat memperluas prinsip ini pada diversifikasi ke sekuritas internasional. Hal ini karena risiko yang sistematis di suatu negara mungkin spesifik di negara tersebut sehingga dapat dihilangkan melalui diversifikasi internasional.

Bukti mendukung pernyataan ini. Shapiro dan Balbirer (2000) menunjukkan bahwa diversifikasi portofolio internasional mengarah pada hubungan antara risiko portofolio, di satu sisi, dan jumlah kepemilikan berbeda dalam portofolio, di sisi lain, seperti yang ditunjukkan pada Gambar 15.2.



Gambar 15.2 Risiko berbagai ukuran portofolio yang dipilih secara acak, membandingkan portofolio saham domestik dengan portofolio internasional

Ketika ukuran portofolio meningkat, tingkat risikonya akan berkurang, namun dengan tingkat penurunan yang sedemikian rupa sehingga, untuk portofolio yang terdiri dari 15 hingga 20 sekuritas, menambahkan lebih banyak sekuritas tidak akan mengurangi risiko total lebih lanjut. Hal ini berlaku baik untuk portofolio domestik maupun internasional, namun tingkat pengurangan risiko jauh lebih besar pada portofolio internasional.

Gambar 15.2 menunjukkan standar deviasi (ukuran risiko) untuk portofolio dengan tingkat diversifikasi yang meningkat. Kita telah membahas hal ini di Bab 7. Risiko portofolio menurun secara signifikan seiring dengan bertambahnya jumlah sekuritas yang membentuk portofolio. Penurunan ini jauh lebih nyata ketika sekuritas internasional dimasukkan ke dalam portofolio.

Valadkhani, Chancharat dan Harvie (2008) menunjukkan bahwa terdapat tingkat korelasi yang relatif rendah antara tingkat pengembalian investasi ekuitas di satu negara dan tingkat pengembalian di negara lain. Misalnya, pada periode Desember 1987 hingga April 2007, korelasi antara pasar ekuitas Inggris dan Jepang hanya sebesar 0,47 (korelasi positif sempurna = 1,00). Antara Inggris dan Thailand bahkan lebih rendah yaitu 0,17. Korelasi antara Inggris dan Jerman adalah 0,66. Jadi bahkan diversifikasi yang dilakukan oleh pemegang saham Inggris ke saham Jerman tampaknya akan menghasilkan pengurangan risiko. Diversifikasi ke perusahaan Jepang atau Thailand tampaknya akan menghasilkan jumlah yang cukup besar.

Mathur, Singh dan Gleason (2004) meneliti ukuran kinerja berbasis akuntansi dari serangkaian bisnis industri kimia yang telah melakukan diversifikasi secara internasional selama tiga tahun. Mereka mendapat dukungan kuat atas keuntungan dari diversifikasi internasional.

Ferreira dan Ferreira (2006) mengamati bisnis yang beroperasi di negara-negara yang menjadi anggota Uni Ekonomi dan Moneter Eropa (EMU) sebelum tahun 1999 dan kemudian menggunakan euro pada tahun 1999. Para peneliti menemukan bahwa, sebelum dan sesudah tahun 1999, risiko manfaat pengurangan diversifikasi internasional sangat signifikan. Sebelum tahun 1999, diversifikasi internasional lebih efektif dalam mengurangi risiko dibandingkan mendiversifikasi investasi antar industri yang berbeda. Setelah tahun 1999, kedua jenis diversifikasi tersebut memiliki efektivitas yang serupa.

Dapat dibayangkan bahwa, seiring berjalannya waktu, pasar saham di seluruh dunia akan semakin bergerak maju. Namun, beberapa penelitian terbaru (misalnya Bouslama dan Ben Ouda, 2014; dan Moosa, Tawadros dan Hallahan, 2015) menunjukkan bahwa manfaat diversifikasi internasional, dalam hal pengurangan risiko, masih tetap signifikan.

Tentu saja, tidak ada alasan bagi investor untuk tidak mendiversifikasi investasi ekuitas mereka baik antar negara maupun antar industri. Investor yang rasional akan melakukan ini. Meskipun diversifikasi internasional memberikan manfaat yang jelas, bukti menunjukkan bahwa investor relatif enggan berinvestasi pada saham luar negeri. Tidak ada yang seperti itu tingkat diversifikasi internasional yang mungkin diharapkan.

Investasi internasional pada tingkat portofolio

Dapat dikatakan bahwa mengingat kemampuan pemegang saham untuk menghilangkan risiko tertentu dengan menginternasionalkan portofolionya, dunia usaha tidak perlu merasa perlu mengeluarkan uang untuk menghindari risiko spesifik yang terkait dengan aktivitas internasional. Risiko nilai tukar memberikan contoh yang sangat baik mengenai risiko spesifik. Berdasarkan sifatnya, mata uang melemah dan menguat satu sama lain. Jika dolar AS melemah terhadap sterling, sterling pun menguat terhadap dolar. Risiko nilai tukar, secara internasional, tidak dapat menjadi risiko sistematis karena penurunan kekuatan satu mata uang tidak mungkin sejalan dengan penurunan semua mata uang lainnya. Hal ini, dari sudut pandang pemegang saham yang terdiversifikasi secara internasional, berarti bahwa dunia usaha harus membiarkan risiko spesifik internasional tetap terbuka dan tidak membuang-buang uang untuk mengelolanya.

Investasi internasional dan biaya keagenan

Banyaknya perdagangan di pasar berjangka dan opsi mata uang internasional jelas menyiratkan bahwa bisnis tidak mengikuti pesan teori portofolio modern sebagaimana diterapkan pada bisnis yang diinternasionalkan. Penyebabnya belum diketahui secara pasti. Mungkin manajemen tidak memahami teori dan bukti pengurangan risiko melalui diversifikasi portofolio.

Kemungkinan lain adalah bahwa manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham, namun memperhatikan kesejahteraan mereka sendiri. Pada akhir Bab 7 kita membahas poin bahwa manajer biasanya tidak dapat melakukan diversifikasi pekerjaan mereka. Jika bisnis mereka mengalami kerugian besar, mungkin karena terkena risiko nilai tukar yang signifikan, dan terpaksa gulung tikar, maka para manajer akan kehilangan satu-satunya pekerjaan mereka. Pemegang saham yang terdiversifikasi dengan baik dapat lebih santai menghadapi situasi ini, karena kerugian ini kemungkinan besar akan diimbangi dengan keuntungan yang lebih besar dari perkiraan di tempat lain. Seperti yang

akan kita lihat di Bab 16, poin ini mungkin tidak begitu relevan untuk usaha kecil, karena diversifikasi pada tingkat portofolio mungkin tidak praktis.

Terlepas dari teori tersebut, tampaknya banyak bisnis yang melakukan internasionalisasi setidaknya sebagian untuk tujuan diversifikasi risiko. Biaya pengelolaan risiko nilai tukar, yang mungkin tidak diperlukan, dapat menjadi contoh lain dari biaya keagenan.

Internasionalisasi bisnis

- Banyak, jika bukan sebagian besar, bisnis yang bersifat internasional sampai batas tertentu.
- Peluang investasi dan pilihan pembiayaan yang diperluas dapat menghasilkan nilai.

Valuta asing (valas)

- Ada pasar yang harga ditentukan oleh penawaran dan permintaan.
- Karena tindakan bank sentral yang dapat diprediksi, pasar belum tentu efisien dalam hal harga.
- Mata uang dapat diperdagangkan (ditukarkan) untuk penyelesaian segera (spot rate) atau untuk penyelesaian pada suatu waktu di masa depan (misalnya, setelah satu bulan atau satu tahun) pada kurs yang berbeda (kurs forward).
- Pedagang mata uang akan mengutip dua kurs spot (misalnya, US$ per £1): kurs pertama (angka bawah) yang akan digunakan untuk menjual mata uang asing; yang kedua (lebih tinggi) di mana mereka akan membeli.

Penjelasan teoritis tentang nilai tukar relatif

- Hukum satu harga: suatu barang atau jasa akan memiliki harga yang sama di semua negara dan harga untuk masing-masing komoditas dan/atau nilai tukar mata uang asing akan disesuaikan untuk mewujudkan hal ini.
- Keseimbangan daya beli: tingkat inflasi yang berbeda di berbagai negara akan menyebabkan nilai tukar mata uang asing berubah sehingga hukum satu harga berlaku.
- Efek Fisher: tingkat suku bunga riil sama di berbagai negara, sehingga tingkat inflasi yang berbeda antar negara akan mempengaruhi tingkat suku bunga nominal (uang) agar hal ini menjadi kenyataan.
- Keseimbangan tingkat bunga: ketika tingkat bunga nominal antar negara berbeda, nilai tukar akan berubah seiring berjalannya waktu.

Risiko nilai tukar

- Risiko transaksi – masalah dimana nilai tukar akan berubah selama periode kredit yang menyebabkan kerugian. Dapat diatasi dengan berbagai cara:
- Tidak melakukan apa pun:

  – Rata-rata, sebuah bisnis akan memperoleh keuntungan sama banyaknya dengan kerugian akibat pergerakan valuta asing.

  – Strategi berbahaya dimana rata-rata mungkin tidak berhasil, misalnya dengan transaksi yang sangat besar atau tidak biasa.
- Perdagangan dalam mata uang asal bisnis:

– Seringkali sulit melakukan penjualan selain mata uang asal pelanggan, sehingga mungkin ada biaya.

- Memelihara rekening bank mata uang asing:
  – Digunakan untuk melakukan pembayaran dan penerimaan bank dalam mata uang asing yang bersangkutan.
  – Melakukan transfer ke dan dari sana (dengan mengkonversi dari atau ke mata uang asal) ketika nilai tukar menguntungkan.
  – Mengikat uang tunai (dapat menyebabkan biaya peluang), juga sulit untuk menilai kapan tingkat suku bunga menguntungkan.
- Transaksi bersih:
  – Tetapkan pembayaran pembelian terhadap kwitansi penjualan dalam mata uang yang sama, mungkin menggunakan rekening bank dalam mata uang tersebut.
  – Memerlukan transaksi yang setara dan berlawanan dalam mata uang yang sama, yang mungkin tidak biasa – dapat berfungsi sebagian.
- Gunakan pasar forward:
  – Transaksi dilakukan pada kurs (forward) yang disepakati, namun mata uangnya tidak dipertukarkan sampai tanggal tertentu di masa depan, ketika utang atau kewajiban luar negeri telah jatuh tempo.
  – Keuntungan: bisnis mengetahui berapa banyak yang akan diterima atau dibayar dalam mata uang dalam negeri.
  – Kerugian: (1) dunia usaha tidak dapat memperoleh keuntungan dari pergerakan nilai tukar yang menguntungkan karena mereka terikat pada transaksi valuta asing; (2) bisnis terkunci dalam transaksi forward jika pemasok atau pembeli luar negeri mengalami wanprestasi.
- Gunakan mata uang berjangka:
  – Sama persis dengan kontrak forward, hanya saja kontrak tersebut memiliki jumlah dan tanggal standar, yang berarti terdapat pasar untuk kontrak tersebut.
  – Keuntungan: (1) perusahaan mengetahui berapa jumlah yang akan diterima atau dibayar dalam mata uang dalam negeri; (2) futures dapat dibeli dan dijual sesuai kebutuhan.
  – Kerugian: (1) dunia usaha tidak dapat memperoleh keuntungan dari pergerakan nilai tukar yang menguntungkan karena mereka terikat pada transaksi valuta asing; (2) bisnis terkunci dalam kontrak berjangka jika pemasok atau pembeli luar negeri mengalami wanprestasi; (3) masa depan sulit untuk dikendalikan (jumlah dan tanggal yang distandarisasi).
- Gunakan lindung nilai pasar spot dan pasar uang (pinjaman atau peminjaman). Misalnya, bisnis yang mengharapkan penerimaan dalam mata uang asing pada tanggal yang diketahui di masa depan harus:
  1. jumlah pinjaman (dalam mata uang asing) yang akan bertambah seiring dengan jumlah penerimaan yang diharapkan;
  2. segera menukarkan pinjaman dengan mata uang dalam negeri;
  3. pada waktunya, gunakan kwitansi tepat untuk melunasi pinjaman.

  – Keuntungan: konversi terjadi pada saat penjualan atau pembelian dan kurs diketahui.

– Kerugian: (1) tidak bisa mendapatkan keuntungan dari pergerakan nilai tukar yang menguntungkan karena transaksi valas dilakukan di awal; (2) bisnis dikunci dalam lindung nilai jika pemasok atau pembeli luar negeri mengalami wanprestasi.

- Beli opsi mata uang – hak, namun bukan kewajiban, untuk menukar sejumlah mata uang tertentu pada tanggal tertentu dengan kurs tertentu. Misalnya, suatu bisnis yang krediturnya harus membayar dalam mata uang asing dalam jangka waktu tiga bulan harus:
  1. membeli opsi panggilan untuk jumlah mata uang dan tanggal yang bersangkutan, pada kurs terbaik yang tersedia;
  2. pada tanggal jatuh tempo, melaksanakan opsi jika nilai tukar yang ditentukan dalam opsi lebih baik daripada nilai tukar spot pada saat itu, atau, jika nilai tukar spot lebih baik daripada nilai opsi, gunakan pasar spot dan biarkan opsi tersebut berakhir.

  – Keuntungan: dapat memperoleh manfaat dari perubahan nilai tukar yang menguntungkan – tidak ada kewajiban untuk melaksanakan opsi tersebut.

  – Kerugian: membeli opsi memerlukan biaya.
- Risiko ekonomi – mirip dengan risiko transaksi, namun bersifat jangka panjang. Dapat diatasi dengan berbagai cara:
- Pendekatan strategis, seperti menghindari terlalu terekspos nya mata uang tertentu.
- Pertukaran mata uang: dua bisnis dengan pinjaman dalam mata uang berbeda setuju untuk membayar utang satu sama lain, masing-masing dalam mata uang negaranya.
- Risiko translasi – kemungkinan bahwa aset yang disimpan di luar negeri akan kehilangan nilai dalam mata uang dalam negeri seiring dengan pergerakan nilai tukar sehingga kekayaan pemegang saham akan berkurang.
- Dapat dikelola dengan pendekatan strategis.

Penilaian investasi internasional

- Menimbulkan permasalahan tambahan terhadap investasi di negara asal, misalnya penilaian dan estimasi nilai tukar mata uang di masa depan, pajak luar negeri, ketidakmampuan untuk memulangkan hasil investasi.

Teori portofolio internasional

- Investasi sekuritas internasional harus meningkatkan manfaat diversifikasi karena keuntungan dari sekuritas di berbagai negara cenderung relatif tidak berkorelasi.

BAB 16
USAHA KECIL

16.1 PENDAHULUAN

Definisi usaha kecil-kecilan

Apa yang dimaksud dengan 'kecil' dalam konteks sekarang tampaknya sangat bervariasi. Jumlah karyawan, total dana yang diinvestasikan, dan omset penjualan sering digunakan dalam definisi. Untuk tujuan kita saat ini, definisi yang ketat mungkin tidak menjadi masalah. Jenis bisnis yang terutama akan kita diskusikan adalah bisnis yang menunjukkan ciri-ciri berikut:

- Usaha ini lebih besar dibandingkan usaha kecil yang bertindak sebagai media wirausaha bagi pemiliknya.
- Sekuritas bisnis tidak memiliki kuotasi di pasar modal mana pun, artinya tidak diperdagangkan di pasar yang efisien.
- Kepemilikan ekuitas usaha dan kendali atas usaha tersebut berada di tangan kelompok kecil yang mempunyai ikatan erat, yaitu usaha yang bersifat keluarga.

Pentingnya usaha kecil

Usaha kecil, sebagaimana telah kami definisikan, merupakan bagian penting dari sektor swasta Inggris. Menurut National Federation of Self Employed & Small Businesses (2015), usaha kecil:

- Mempekerjakan sekitar 60 persen angkatan kerja sektor swasta (atau sekitar 30 persen dari seluruh angkatan kerja di Inggris); Dan
- Menghasilkan 47 persen dari total omset sektor swasta Inggris.

Ada alasan bagus untuk meyakini bahwa usaha kecil akan menjadi semakin penting di Inggris. Restrukturisasi industri yang terjadi pada tahun 1980an dan 1990an semakin menggeser keseimbangan dari industri manufaktur tradisional, ekstraksi mineral dan pembangkit listrik menuju industri jasa. Industri jasa, mungkin karena mereka tidak terlalu bergantung pada skala ekonomi, cenderung beroperasi dalam unit yang lebih kecil. Bahkan di bidang manufaktur, teknologi baru berbasis komputer cenderung membuat usaha kecil lebih bisa bertahan. Hal ini karena fleksibilitas teknologi tersebut berarti bahwa skala ekonomi di bidang manufaktur tidak begitu besar dibandingkan dengan metode industri yang lebih tradisional. Seperti yang kita lihat di Bab 13 dalam konteks sistem 'just-in-time', fleksibilitas semakin penting dalam industri manufaktur. Usaha kecil mungkin telah menunjukkan diri mereka lebih fleksibel.

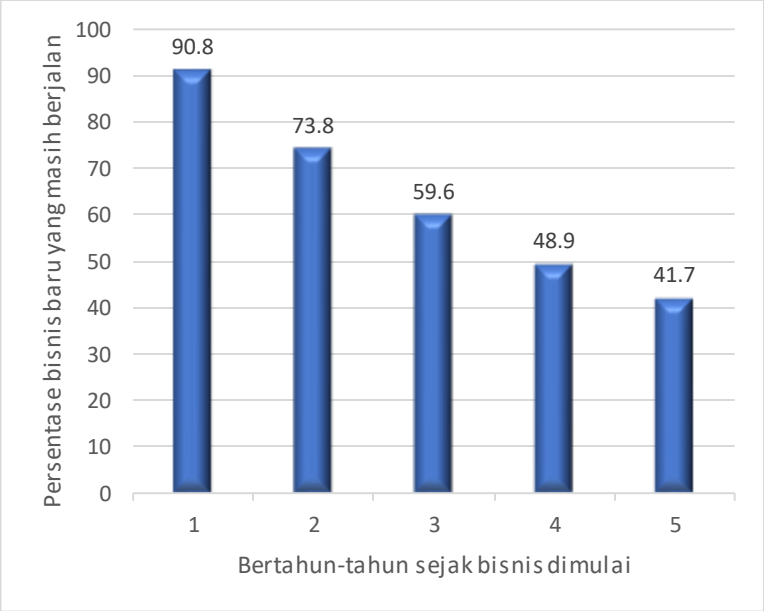
Tampaknya ada kecenderungan yang meningkat ke arah masa depan di mana dunia usaha dan badan-badan sektor publik dari semua skala akan melakukan subkontrak atau membeli jasa dan komponen, jika mereka memerlukannya, dari perusahaan-perusahaan yang berspesialisasi dalam pekerjaan tersebut (daripada berusaha melakukan hampir semua hal). 'di rumah'); ini dikenal sebagai outsourcing. Saat ini semakin banyak contoh fungsi outsourcing bisnis seperti personalia dan TI. Misalnya, otoritas publik Inggris, Suffolk County Council, mengumumkan pada tahun 2013 bahwa mereka bermaksud untuk terus mengalihkan

sebagian besar aktivitasnya ke penyedia sektor swasta. Sebuah survei terhadap dunia usaha di Inggris menunjukkan bahwa tingkat outsourcing akan terus meningkat (Cruikshank dan Ayling, 2013). Meskipun sebagian besar pekerjaan tersebut dilakukan oleh perusahaan-perusahaan besar, outsourcing cenderung meningkatkan kebutuhan banyak perusahaan kecil, yang masing-masing mengkhususkan diri dalam penyediaan produk atau layanan. Pengalihdayaan tidak hanya menciptakan pasar bagi hasil usaha kecil, namun juga berdampak pada penyediaan tenaga kerja untuk mempekerjakan mereka. Hal ini karena organisasi yang lebih besar cenderung melepaskan tenaga kerja yang memiliki keterampilan selain dari apa yang mereka lihat sebagai aktivitas inti mereka. Divestasi tersebut, termasuk pembelian manajemen (yang telah kita bahas di Bab 14), dapat dilihat sebagai bagian dari tren menuju unit yang lebih kecil dan konsentrasi pada aktivitas inti.

Usaha kecil juga dipandang penting karena menyediakan lingkungan di mana inovasi cenderung berkembang. Terdapat klaim bahwa sebagian besar, mungkin sebagian besar, ide-ide baru muncul dan pertama kali dicoba di sektor usaha kecil. Ada beberapa bidang keuangan usaha di mana prinsip-prinsip umum yang diterapkan pada usaha besar tidak berlaku juga pada usaha kecil, namun tentu saja ada beberapa bidang yang penekanannya berbeda dan usaha kecil cenderung mempunyai masalah tersendiri. Dalam bab ini kita akan membahas bidang-bidang ini.

Kegagalan usaha kecil

Fakta menyedihkan tentang usaha kecil adalah tingkat kegagalannya. Kantor Statistik Nasional (2015) menyediakan data tentang tingkat kelangsungan hidup bisnis baru. Hal ini ditunjukkan pada Gambar 16.1.



Gambar 16.1 Kelangsungan hidup bisnis baru

Tingkat kegagalan usaha-usaha baru (mungkin hampir semuanya usaha kecil) sedemikian rupa sehingga setelah lima tahun hanya dua dari lima usaha yang masih bertahan. Pada akhir lima tahun, hanya 41,7 persen bisnis baru yang masih bertahan. Meskipun tingkat

kegagalan dapat berkurang seiring dengan bertambahnya masa hidup setelah tahun kelima, nampaknya cukup pasti bahwa kegagalan lebih lanjut akan terjadi. Negara-negara UE lainnya menunjukkan pola kegagalan bisnis baru yang serupa. Office for National Statistics (2015) menunjukkan bahwa jumlah start-up bisnis baru di Inggris selama tahun 2014 adalah 351.000, namun pada tahun yang sama terdapat 246.000 kegagalan. Kegagalan-kegagalan ini hampir pasti tidak terjadi pada semua perusahaan rintisan pada tahun 2014, namun informasi pada Gambar 16.1 menunjukkan bahwa banyak dari perusahaan rintisan tersebut dimulai pada tahun 2011 atau tidak lama sebelum tahun tersebut. Hubungan antara jumlah start-up dan jumlah kegagalan telah berlangsung sejak pertengahan tahun 1990an.

Tampaknya kegagalan adalah hal yang normal, meskipun tidak bisa dihindari, dalam sebuah bisnis baru. Tidak semua bisnis baru berukuran kecil, namun kemungkinan besar sebagian besar bisnis tersebut berukuran kecil. Bercovitz dan Mitchell (2007) menunjukkan bahwa ukuran merupakan faktor utama kegagalan bisnis.

16.2 TUJUAN PERUSAHAAN

Dalam konteks bisnis yang lebih besar, kami sampai pada kesimpulan bahwa maksimalisasi kekayaan pemegang saham merupakan pernyataan masuk akal mengenai tujuan yang kemungkinan besar akan dicapai oleh sebagian besar bisnis. Seberapa besar perbedaannya bagi perusahaan yang lebih kecil?

Tujuan manajemen versus tujuan pemegang saham

Pada bisnis yang lebih besar, dimana manajernya mungkin bukan pemegang saham yang besar, konflik dapat timbul antara tujuan masing-masing kelompok tersebut. Dalam kasus usaha kecil, para manajer dan pemegang saham kemungkinan besar adalah orang-orang yang sama atau, setidaknya, mempunyai hubungan dekat. Dengan demikian, masalah keagenan, dan potensi biaya yang terkait, mungkin akan berdampak kecil, atau bahkan tidak sama sekali, terhadap usaha kecil pada umumnya. Hal ini mungkin membawa kita pada kesimpulan bahwa, karena para manajer cenderung merupakan pemegang saham yang besar, mereka akan mengambil keputusan yang murni bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan dengan lebih tekun dibandingkan dengan yang terjadi pada bisnis besar pada umumnya.

Di sisi lain, meskipun sebagian besar investor yang membeli saham perusahaan besar hanya mempunyai motif ekonomi, investor yang membeli saham perusahaan kecil mungkin mempunyai motif lain. Motif-motif ini mungkin mencakup keinginan untuk merasakan kepuasan dalam membangun bisnis, keinginan untuk menjalani cara hidup tertentu, atau keinginan untuk mempertahankan tradisi (mungkin keluarga) tetap hidup. Karena manajer dapat mengetahui tujuan pribadi para pemegang saham perusahaan kecil, keputusan mungkin dapat dibuat dengan mempertimbangkan tujuan tersebut.

Terlepas dari tujuan lain apa yang ingin dicapai oleh usaha kecil, keputusan tidak dapat diambil dengan selalu mengabaikan pertanyaan tentang kekayaan. Sebuah bisnis yang membuat serangkaian keputusan, yang masing-masing menyebabkan berkurangnya kekayaan, cepat atau lambat akan gagal. Survei Departemen Bisnis, Inovasi dan Keterampilan (2015) menunjukkan bahwa sekitar 73 persen pemilik usaha kecil yang terlibat berupaya mengembangkan bisnis mereka dalam dua hingga tiga tahun ke depan. Pertumbuhan tidak

selalu sama dengan upaya memaksimalkan kekayaan, namun kedua tujuan ini tentu saja konsisten. Kita mungkin dapat menyimpulkan bahwa tujuan pemaksimalan kekayaan sangat penting bagi usaha kecil dan, meskipun tujuan tersebut bukan merupakan satu-satunya tujuan, hal ini tidak dapat diabaikan.

16.3 ORGANISASI USAHA KECIL

Biasanya, usaha kecil yang kami pertimbangkan di sini akan diorganisir sebagai perseroan terbatas swasta. Pada dasarnya, hal ini identik dengan hal-hal yang bersifat publik. Perbedaan utamanya adalah sebagai berikut:

- Perusahaan swasta tidak perlu mempunyai ukuran minimum; perusahaan publik harus menerbitkan setidaknya Rp. 50.000.000 modal saham nominal, yang mana setidaknya 25 persen harus disetor. (Namun, seperti halnya perusahaan publik, tidak ada batasan atas ukuran perusahaan swasta.)
- Perusahaan swasta mempunyai hak untuk membatasi pengalihan saham mereka, yaitu, Anggaran Dasar perusahaan mungkin memuat klausul yang memberikan kewenangan kepada direksi untuk menolak mendaftarkan pengalihan, sesuai kebijakan mereka. Perusahaan publik tidak boleh membatasi pengalihan saham.
- Meskipun perusahaan swasta harus mempublikasikan laporan keuangan tahunan, jumlah rinciannya kurang dari jumlah yang diwajibkan oleh undang-undang bagi perusahaan publik.
- Perusahaan swasta pada umumnya harus mencantumkan kata ‘terbatas’ atau singkatannya ‘Ltd’ dalam namanya; perusahaan terbatas publik harus menyertakan 'plc' di dalamnya. Mungkin, dalam praktiknya, satu-satunya perbedaan yang paling signifikan adalah yang kedua, mengenai pembatasan pengalihan saham. Bagi usaha kecil, dampak dari hak pembatasan dapat menjadi pedang bermata dua.
- Di satu sisi, hal ini memungkinkan mayoritas pemegang saham untuk menghentikan pemegang saham minoritas, baik satu atau lebih pemegang saham, untuk mengalihkan sahamnya kepada pihak ketiga yang tidak dapat diterima oleh mayoritas. Dengan cara ini, kendali, dan bahkan pengaruh yang adil melalui hak suara, dapat tetap berada di tangan mereka yang dapat diterima oleh mayoritas. Dalam bisnis tipe keluarga, penting bagi pemegang saham bahwa kepemilikan tetap berada di tangan yang sama, tidak harus karena alasan keuangan.
- Di sisi lain, calon investor ekuitas akan enggan membeli saham di suatu bisnis yang secara efektif mempunyai kekuatan untuk menghentikan mereka menjual saham tersebut ketika mereka menginginkannya. Bukan hal yang aneh jika sebagian besar pasar modal sekunder yang sudah mapan, khususnya Bursa Efek London, tidak memperbolehkan transaksi saham yang memiliki batasan transfer. Bagi usaha kecil yang ingin melakukan ekspansi, menjadi perseroan terbatas swasta mungkin merupakan hambatan terhadap pertumbuhan.

Belum tentu semua usaha kecil akan menjadi perseroan terbatas swasta, namun mengingat adanya persyaratan yang lebih rendah untuk membuat akun publik dan kemampuan untuk mengontrol keanggotaan mereka melalui pembatasan transfer saham, banyak dari mereka

yang menjadi perseroan terbatas. Dari total sekitar 3,6 juta perseroan terbatas di Inggris, sekitar 99,8 persen adalah swasta dan hanya 0,2 persen publik.

16.4 PERPAJAKAN USAHA KECIL

Penghindaran pajak

Sejak tahun 2015, tidak ada perbedaan tarif pajak perusahaan antara usaha besar dan kecil di Inggris. Secara historis, perusahaan-perusahaan besar mengenakan tarif pajak yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil. Mungkin perbedaan antara usaha kecil dan besar, dalam konteks perpajakan, terletak pada sejauh mana mereka mengambil tindakan semata-mata karena alasan perpajakan. Karena usaha kecil biasanya dapat mengetahui keadaan pribadi pemegang saham, maka tindakan dapat diambil untuk memaksimalkan kekayaan bersih (setelah pajak) dari individu tersebut. Misalnya, ketika semua pemegang saham membayar pajak penghasilan dengan tarif marjinal yang tinggi, keuntungan bersih mereka mungkin akan diperoleh jika laba ditahan oleh bisnis dan bukan dibagikan sebagai dividen. Hal ini mungkin akan menyebabkan, dalam jangka panjang, kewajiban pajak capital gain atas pelepasan saham, namun hal ini mungkin lebih efisien dalam perpajakan.

16.5 KEPUTUSAN INVESTASI

Kita melihat di Bagian 16.2 bahwa sebagian besar usaha kecil tampaknya mengejar tujuan pertumbuhan/peningkatan kekayaan. Hal ini menyiratkan bahwa teknik penilaian investasi NPV relevan bagi usaha kecil dan juga bagi usaha besar. Faktanya, bukti menunjukkan bahwa NPV tidak banyak digunakan oleh usaha kecil. Tabel 16.1 menunjukkan popularitas relatif (antara usaha besar dan kecil) dari empat metode investasi utama yang digunakan dalam praktik di Inggris.

Tabel 16.1 menunjukkan kesenjangan yang jelas antara kedua kelompok usaha tersebut. Perusahaan-perusahaan besar lebih banyak menggunakan kedua metode diskon (NPV dan IRR) dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil. Demikian pula usaha kecil cenderung lebih banyak menggunakan pendekatan non-diskonto (PBP dan ARR) dibandingkan usaha besar. Bisnis yang lebih besar cenderung lebih sering menggunakan lebih dari satu metode dibandingkan bisnis yang lebih kecil.

Meskipun survei Arnold dan Hatzopoulos (2000) (A dan H) bukanlah survei yang terbaru, namun survei ini memberikan informasi paling mutakhir dan komprehensif yang membandingkan praktik penilaian investasi di perusahaan-perusahaan besar dan kecil di Inggris. Perlu dicatat bahwa usaha kecil dalam survei ini adalah perusahaan terdaftar dengan modal yang digunakan antara £40 juta dan £60 juta. Dengan kata lain, usaha-usaha 'kecil' ini masih cukup besar.

Tabel 16.1 Metode penilaian investasi yang digunakan oleh usaha besar dan kecil di Inggris (persentase menggunakan metode)

	Bisnis yang lebih besar	Bisnis yang lebih kecil
Nilai bersih sekarang	97	62

Tingkat pengembalian internal	84	76
Periode pengembalian	66	71
Tingkat pengembalian akuntansi	55	62
Total	302	271

Survei terbaru terhadap 62 perusahaan teknik kecil (kurang dari 100 karyawan) di Australia (Hasan, 2013) menunjukkan pola serupa dengan yang ditemukan oleh A dan H. Perusahaan-perusahaan ini memberi peringkat pada berbagai pendekatan penilaian dalam skala, 'tidak pernah menggunakan' = 1 , hingga 'selalu gunakan' = 5. Hal ini menghasilkan skor rata-rata sebagai berikut:

Payback period	4.10 (48.4 persen responden selalu menggunakannya)
Tingkat pengembalian internal	3,35
Nilai sekarang bersih	3,32
Tingkat pengembalian akuntansi	2,08

Bisnis Hasan di Australia mungkin semuanya lebih kecil dibandingkan bisnis ‘kecil’ dalam sampel A dan H.

Perbedaan antara penggunaan relatif keempat metode tersebut biasanya disebabkan oleh kurangnya kecanggihan dan keahlian yang digunakan dalam bisnis kecil. Hal ini nampaknya masuk akal dan mungkin berarti bahwa usaha-usaha yang lebih kecil dibandingkan dengan usaha-usaha yang dimasukkan dalam survei A dan H dan Hasan akan semakin jauh dari praktik penilaian investasi yang dilakukan oleh usaha-usaha besar.

16.6 RISIKO DAN TINGKAT DISKONTO

Tampaknya masuk akal untuk menyimpulkan bahwa tingkat diskonto yang harus diterapkan pada penilaian NPV oleh usaha kecil harus serupa dengan yang mungkin diterapkan oleh usaha besar. Namun, hal ini mungkin tidak valid karena dua alasan:

1. Dipercayai bahwa investor dalam bisnis besar biasanya mempunyai proporsi yang relatif kecil dari total ekuitas setiap bisnis sebagai proporsi yang relatif kecil dari portofolio ekuitas yang terdiversifikasi dengan baik. (Pengamatan sepintas menunjukkan bahwa hal ini secara umum memang benar: 74 persen ekuitas bisnis yang terdaftar di Bursa Efek London yang dimiliki oleh penduduk Inggris dimiliki oleh lembaga investasi, yang cenderung memiliki portofolio besar dan terdiversifikasi dengan baik.) Untuk ini Alasannya investor akan dihadapkan pada risiko spesifik yang relatif kecil dan hanya risiko sistematis yang perlu diperhitungkan. Biasanya, investor ekuitas dalam usaha kecil tidak akan terdiversifikasi dengan baik. Bagi pemegang saham usaha kecil, kemungkinan besar investasi ini akan mewakili sebagian besar (berdasarkan nilai) dari total investasi mereka. Jika usaha kecil gagal, sebagian besar kekayaan mereka mungkin hilang. Karena saham usaha kecil cenderung tidak disimpan dalam portofolio yang efisien, tingkat diskonto yang

harus diterapkan pada peluang investasi usaha kecil harus mempertimbangkan risiko spesifik dan sistematis.

2. Tampaknya terdapat risiko kebangkrutan yang lebih tinggi pada usaha kecil, yang menjadikan investasi ini lebih berisiko dibandingkan usaha besar. Logikanya, tingkat diskonto yang lebih tinggi harus diterapkan oleh usaha kecil dibandingkan usaha besar terhadap arus kas yang sifatnya serupa. Tampaknya masuk akal bagi usaha kecil untuk mendasarkan biaya ekuitasnya pada rata-rata biaya ekuitas untuk usaha-usaha terdaftar yang kegiatan utamanya berada di bidang investasi yang dinilai oleh usaha kecil tersebut. Karena dua alasan yang baru saja kita bahas, nilai ini perlu ditingkatkan. Besaran premi ini merupakan masalah penilaian bagi usaha kecil yang bersangkutan.

Diversifikasi risiko dalam bisnis

Dalam pembahasan kita sebelumnya mengenai diversifikasi dan pengurangan risiko, khususnya pada Bab 6 dan 14, muncul poin bahwa, pada perusahaan besar, pemegang saham umumnya tidak diuntungkan oleh upaya perusahaan untuk mendiversifikasi operasinya secara internal. Bukti mendukung hal ini.

Pemegang saham tidak diuntungkan dengan diversifikasi dalam bisnis karena mereka dapat, dan memang, mendiversifikasi portofolio sekuritas mereka untuk mencapai efek yang sama. Karena alasan yang disebutkan di atas, pemegang saham dalam usaha kecil mungkin tidak dapat melakukan hal ini sendiri sehingga mungkin ada gunanya bagi bisnis tersebut untuk melakukannya untuk mereka, dengan tujuan mengurangi risiko tertentu. Tentu saja, karena bisnisnya kecil, kepraktisan diversifikasi internal mungkin jauh lebih sedikit dibandingkan dengan bisnis yang lebih besar. Ada juga permasalahan bahwa diversifikasi dapat membawa bisnis ke bidang kegiatan yang tidak kompeten untuk dikelolanya.

16.7 SUMBER PENDANAAN

Selama bertahun-tahun, terdapat beberapa penyelidikan yang disponsori pemerintah Inggris yang setidaknya menangani sebagian pembiayaan usaha kecil (misalnya, Komite Wilson (1980) yang meninjau fungsi lembaga keuangan). Masing-masing dari mereka menemukan, pada tingkat yang lebih besar atau lebih kecil, bahwa usaha kecil merasa lebih sulit dan lebih mahal untuk menggalang dana eksternal dibandingkan usaha besar. Tidak diragukan lagi, usaha kecil memang mengalami beberapa masalah dalam menggalang dana eksternal dan, dipicu oleh publikasi laporan berbagai pertanyaan mengenai pembiayaan usaha kecil, banyak skema dan lembaga dibentuk untuk memudahkan mereka. Penyelidikan yang lebih baru menemukan bahwa bukan kurangnya sumber daya yang tersedia bagi usaha kecil, melainkan ketidaktahuan pihak manajemen terhadap keberadaan sumber daya tersebut. Upaya untuk menutup 'kesenjangan informasi' terlihat jelas di Inggris.

Namun, bukti cenderung menunjukkan bahwa memperoleh pendanaan tidak dipandang oleh usaha kecil sebagai masalah utama mereka (Department for Business, Innovation and Skills, 2015). Meskipun 5 persen menganggap perolehan pendanaan sebagai hambatan utama keberhasilan bisnis, namun hal ini hanya menempatkan hal tersebut sebagai masalah kedelapan yang paling penting. Hal ini menempatkan sektor ini jauh tertinggal dari permasalahan 'perekonomian' (13 persen), 'persaingan' (12 persen) dan 'perpajakan' (11

persen), yang menurut para responden merupakan hambatan yang lebih signifikan terhadap kesuksesan. Rendahnya peringkat keuangan sebagai sebuah masalah adalah tipikal dari bukti survei lain yang dilakukan oleh para manajer usaha kecil.

Tentu saja masih sulit dan mahal bagi usaha kecil untuk menggalang pendanaan eksternal, namun setidaknya para manajer dan pemegang saham mereka dapat merasa nyaman dengan kenyataan bahwa hampir semua orang yang mempunyai pengaruh dalam hal ini, terutama pemerintah Inggris, tampaknya bersemangat untuk meningkatkan pendanaan eksternal.

Pembiayaan ekuitas

Meningkatkan pembiayaan ekuitas sangat sulit bagi usaha kecil. Oleh karena itu, mereka cenderung terpaksa bergantung pada tabungan pribadi dan, ketika bisnis sudah berdiri dan berjalan, pendanaan ekuitas (laba ditahan) dihasilkan secara internal. Tampaknya perusahaan-perusahaan besar juga sangat bergantung pada laba ditahan sebagai sumber pendanaan utama, dan permasalahan modal mungkin rata-rata kurang dari 50 persen dari total pendanaan baru selama beberapa tahun terakhir.

Rute keluar

Masalah khusus yang dihadapi oleh usaha kecil dalam pencarian modal ekuitas adalah kurangnya 'jalan keluar'. Umumnya, investor memerlukan adanya cara untuk melikuidasi investasinya sebelum mereka siap memberikan dana padanya. Dengan bisnis yang terdaftar di Bursa Efek atau pasar serupa, hal ini biasanya tidak menimbulkan masalah besar. Namun, usaha kecil menganggap hal ini sebagai masalah yang signifikan.

Tiga kemungkinan yang dihadapi calon investor ekuitas adalah:

1. Bisnis akan dapat membeli kembali saham dari pemegang saham. Namun, hal ini mensyaratkan bahwa perusahaan telah menghasilkan cukup uang tunai dan tidak memerlukan uang tunai tersebut untuk investasi lebih lanjut. Ini bukanlah pilihan yang menarik bagi bisnis. Salah satu keuntungan utama ekuitas bagi bisnis adalah tidak adanya kebutuhan untuk melikuidasinya.
2. Bisnis akan terdaftar di Bursa Efek. Hal ini mungkin saja terjadi, terutama mengingat keberadaan Pasar Investasi Alternatif (lihat di bawah), namun hanya sektor usaha kecil skala besar yang dapat mengikuti jalur ini.
3. Bisnis tersebut dijual kepada bisnis lain atau kepada tim pembelian atau pembelian manajemen.

Karena tidak ada satu pun dari hal-hal tersebut yang dapat dianggap sebagai suatu kemungkinan, khususnya bagi usaha-usaha yang sangat kecil, maka mencari dukungan ekuitas merupakan suatu masalah yang nyata. Pada akhirnya, bagi sebagian besar usaha kecil, tabungan pribadi para pendirinya dan keuntungan yang diperoleh merupakan satu-satunya sumber pendanaan ekuitas yang signifikan. Sekarang kita akan melihat secara singkat bagaimana usaha kecil meningkatkan pendanaan.

Modal usaha

Modal ventura adalah nama yang diberikan untuk pembiayaan ekuitas yang disediakan untuk mendukung bisnis baru, berkembang, dan wirausaha. Pemodal ventura biasanya lebih

memilih untuk menaruh perhatian besar pada bisnis yang bersangkutan. Hal ini dapat melibatkan keikutsertaan dalam keputusan yang dibuat oleh bisnis. Sebagian besar modal ventura berasal dari dana yang disumbangkan oleh sejumlah investor kecil, yang dalam banyak kasus memanfaatkan insentif pajak yang tersedia bagi penyedia pembiayaan ekuitas melalui dana tersebut.

Pemodal ventura cenderung tertarik pada bisnis yang berkembang pesat dan sering kali berteknologi tinggi. Mereka menginginkan keuntungan yang tinggi, mungkin 25 hingga 35 persen per tahun, keterlibatan jangka pendek (sampai lima tahun) dan jalan keluar. Mereka cenderung mengambil kepemilikan ekuitas hingga 40 persen dari ekuitas, biasanya melibatkan investasi lebih dari Rp. 1 Miliyar. Meskipun modal ventura memiliki peran penting, hanya sebagian kecil usaha kecil yang menggunakannya. Namun demikian, modal ventura jauh lebih umum di Inggris dibandingkan di negara-negara Uni Eropa lainnya.

Malaikat bisnis

Meskipun modal ventura disediakan oleh organisasi yang mengkhususkan diri pada investasi semacam itu, pelaku bisnis biasanya adalah investor perorangan yang siap melakukan investasi, biasanya investasi ekuitas, pada usaha kecil. Menurut Burn-Callander (2016), diperkirakan ada sekitar 18.000 pelaku bisnis yang aktif di Inggris. Sebagian besar investasi yang dilakukan oleh para pelaku bisnis tampaknya berjumlah antara Rp. 10.000.000 dan Rp. 750.000.000 (jumlah rata-rata Rp. 47.000.000). Sekitar 90 persen investasi yang dilakukan bernilai kurang dari Rp. 00.000.000. Biasanya, pelaku bisnis mengambil hingga 40 persen ekuitas (nilai rata-rata 8 persen). Mereka juga mencari minat yang besar dalam bisnis ini. Jaringan Malaikat Bisnis Nasional telah didirikan di Inggris yang menghubungkan calon malaikat dengan bisnis yang membutuhkan pendanaan. Para investor yang tampil dalam program televisi BBC Dragons' Den adalah malaikat bisnis.

Pasar Investasi Alternatif

Pasar Investasi Alternatif (AIM) didirikan pada bulan Juni 1995 oleh Bursa Efek London untuk usaha kecil, muda dan berkembang. Banyak diantaranya adalah bisnis keluarga dan/atau bisnis yang didirikan sebagai hasil dari pembelian dan pembelian manajemen. AIM telah terbukti menjadi sarana yang sangat sukses bagi dunia usaha untuk membangun pasar di mana pendanaan ekuitas baru dapat diperoleh dan sahamnya dapat diperdagangkan. Dengan demikian, hal ini dapat memberikan sarana bagi investor ekuitas, termasuk pemodal ventura dan pelaku bisnis, untuk 'keluar' dari investasi mereka. Mendapatkan daftar AIM, dan mengumpulkan dana, menghabiskan biaya bisnis pada umumnya sekitar Rp. 500.000.000. Bisnis yang terdaftar di AIM cenderung memiliki nilai pasar dalam kisaran Rp. 1 Miliyar hingga Rp. 250 Miliyar, meskipun sebagian besar berada dalam kisaran Rp. 5 Miliyar hingga Rp. 50 Miliyar. Bisnis yang saat ini terdaftar di AIM termasuk pengecer anggur Majestic Wine plc dan pengecer mode online ASOS plc.

Menjadi publik

Untuk usaha kecil pada umumnya, besarnya langkah yang perlu diambil untuk 'go public' (mendapatkan pencatatan di Bursa Efek atau bahkan AIM) tidak boleh diremehkan.

Mendapatkan daftar berarti berpindah ke 'liga yang lebih tinggi' dengan berbagai cara. Faktor-faktor berikut mungkin penting:

- Peraturan yang ketat diterapkan pada perusahaan yang terdaftar, termasuk mewajibkan tingkat pengungkapan keuangan tambahan dibandingkan dengan yang telah ditetapkan oleh undang-undang dan Standar Pelaporan Keuangan Internasional (misalnya, peraturan pencatatan mengharuskan laporan keuangan setengah tahunan harus dipublikasikan).
- Analis keuangan, jurnalis keuangan, dan pihak lain memantau dengan cermat aktivitas perusahaan tercatat. Pengawasan seperti ini mungkin tidak diterima, terutama jika bisnis sedang menghadapi masalah sensitif atau sedang mengalami masalah operasional.
- Biaya untuk mendapatkan dan mempertahankan suatu listing sangat besar dan hal ini mungkin menjadi penghalang bagi beberapa bisnis.

Penggalangan dana

Crowdfunding adalah praktik penggalangan dana dari sejumlah besar investor kecil, yang masing-masing menjanjikan jumlah yang relatif kecil. Gagasan crowdfunding telah ada selama bertahun-tahun, namun internet telah membuatnya lebih mudah untuk dicapai. Hal ini terutama relevan bagi usaha kecil yang tidak memiliki pendekatan tradisional terhadap pembiayaan ekuitas.

Biasanya, usaha kecil yang membutuhkan modal ekuitas akan mendekati 'platform' crowdfunding seperti Crowdcube di Inggris. Intinya, bisnis menetapkan rencana dan persyaratan keuangannya, yang dicantumkan oleh 'platform' di situs webnya. Investor diundang untuk menjaminkan dana dalam jumlah sedikitnya Rp. 100.000 untuk membeli satu saham dalam usaha kecil. 'Platform' membebankan komisi kepada usaha kecil, berdasarkan jumlah dana yang dikumpulkan. Crowdfunding sudah menjadi bagian dari lingkungan pendanaan usaha kecil dan berkembang pesat.

Pembiayaan non-ekuitas

Usaha kecil tampaknya mengandalkan pembiayaan jenis utang pada beberapa sumber yang sama seperti usaha besar, termasuk cerukan bank, pinjaman berjangka, pembelian sewa, dan sewa guna usaha. Namun, ada beberapa sumber lain yang cenderung berlaku lebih eksklusif untuk usaha kecil.

Kartu kredit

Di sini usaha kecil menggunakan kartu kredit untuk melakukan pembayaran atas barang-barang yang mungkin memerlukan pembayaran tunai segera, namun diselesaikan di kemudian hari. Jika jumlah hutang kepada penyedia kartu kredit dilunasi pada akhir bulan, biasanya tidak ada bunga atau biaya yang akan dibebankan pada bisnis. Tentu saja pemasok barang atau jasalah yang membebankan komisi penyedia kartu kredit. Apabila usaha kecil tidak melunasi kewajiban kartu kreditnya pada akhir periode bebas kredit, maka beban bunga terhadap usaha tersebut akan timbul dan dengan tingkat bunga yang cukup tinggi.

Pinjaman peer-to-peer

Pinjaman peer-to-peer, terkadang dikenal sebagai crowdlending, adalah setara dengan crowdfunding non-ekuitas, yang telah kita bahas di atas. Sistem ini beroperasi dengan dasar yang sangat mirip dengan pendanaan urun dana (crowdfunding) dimana sebuah ‘platform’

komersial bertindak sebagai penghubung online antara calon peminjam dan calon pemberi pinjaman, yang mana masing-masing dari mereka mungkin secara individu memberikan sejumlah kecil dana pinjaman.

Beberapa pinjaman peer-to-peer diberikan kepada perorangan untuk mendanai sejumlah pengeluaran pribadi, misalnya membeli mobil. Sebagian besar dari hal ini berkaitan dengan usaha kecil yang ingin mengumpulkan dana untuk membiayai kegiatan mereka. Seperti crowdfunding, penggunaannya secara luas baru terjadi, namun pinjaman semacam ini nampaknya tumbuh dalam jumlah yang cukup pesat.

Pembiayaan pinjaman yang dibantu pemerintah

Pemerintah Inggris membantu usaha kecil melalui Enterprise Finance Guarantee (EFG) (sebelumnya Small Firms Loan Guarantee Scheme). Hal ini bertujuan untuk membantu usaha kecil yang memiliki rencana bisnis yang layak, namun tidak memiliki keamanan untuk memungkinkan mereka meminjam. Skema ini tersedia untuk bisnis dengan pendapatan penjualan tahunan hingga Rp. 41 Miliyar, jaminan:

- 75 persen dari jumlah pinjaman, dimana peminjam membayar premi sebesar 2 persen dari sisa pinjaman; Dan
- pinjaman berkisar antara Rp. 1.000.000 hingga Rp. 1,2 Miliyar untuk jangka waktu maksimum sepuluh tahun.

Pada tahun 2013, pemerintah Inggris mendirikan British Business Bank (BBB). Tujuannya adalah untuk mendukung pertumbuhan ekonomi dengan menyatukan dana publik dan swasta sehingga menciptakan pasar keuangan yang lebih efektif dan efisien untuk usaha kecil dan menengah. Selain mengambil inisiatif-inisiatif baru, Bank Dunia juga telah mengambil alih komitmen-komitmen yang sudah ada dari pemerintah Inggris dalam bidang pembiayaan usaha-usaha kecil. Pembiayaan dapat berupa pinjaman atau pembiayaan ekuitas jenis modal ventura/malaikat bisnis.

Pada bulan November 2014, pemerintah Inggris meningkatkan komitmennya terhadap EFG dan BBB dengan menjanjikan tambahan pendanaan publik untuk masing-masing EFG dan BBB. EFG sekarang dikelola oleh BBB. Selain bentuk bantuan keuangan lainnya, seperti hibah pemerintah dan insentif pajak bagi investor untuk membeli saham usaha kecil, pemerintah juga membantu dengan memberikan informasi mengenai sumber pendanaan yang tersedia.

Bukti pembiayaan usaha kecil

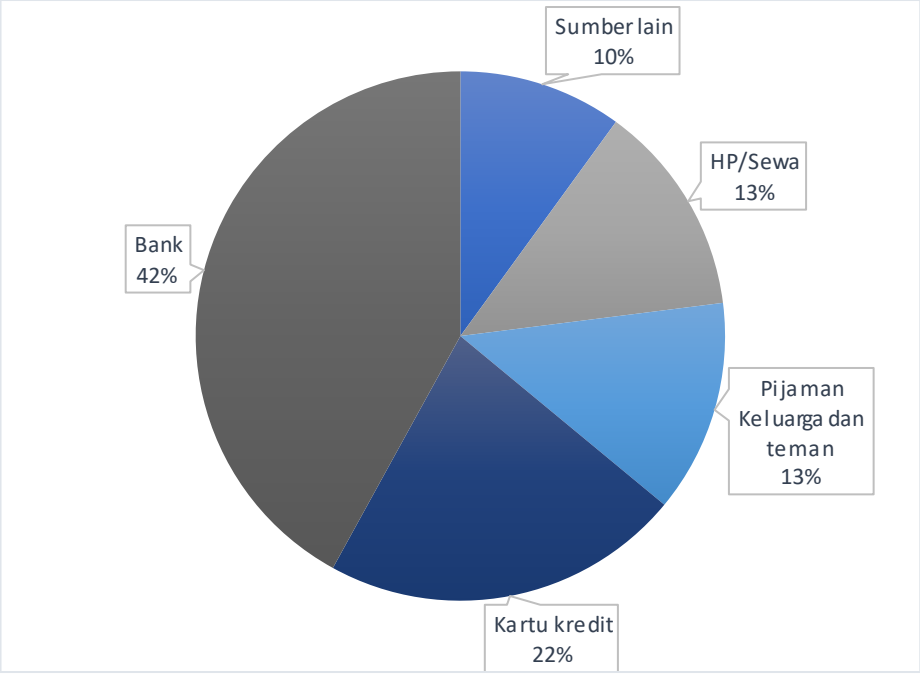
Tampaknya tidak ada informasi yang dipublikasikan mengenai sejauh mana usaha kecil dibiayai oleh pemiliknya, di satu sisi, dan berbagai jenis pemberi pinjaman, di sisi lain. Intuisi mungkin membuat kita berasumsi bahwa pemilik biasanya memberikan proporsi yang cukup besar. Pemberi pinjaman biasanya tidak bersedia memberikan dana, atau bahkan mengizinkan kredit perdagangan, kecuali pemilik telah menyediakan penyangga yang cukup besar.

Informasi survei mengenai di mana usaha kecil mencari pembiayaan pinjaman lebih jelas. Gambar 16.2 menunjukkan sumber pendanaan non-ekuitas yang saat ini digunakan oleh rata-rata usaha kecil di Inggris. Sungguh mengejutkan betapa sebagian besar pendanaan berasal dari pendanaan kartu kredit (22 persen). Agaknya, dana ini digunakan terutama untuk membiayai modal kerja dan utang ini dilunasi sebelum bunga dibayarkan. Pembiayaan bank

menyumbang sebagian besar pembiayaan. Meskipun modal ventura tidak diragukan lagi merupakan sumber pendanaan yang penting bagi beberapa bisnis, secara keseluruhan jumlah tersebut relatif tidak signifikan (1 persen – termasuk dalam 'Sumber lain' pada Gambar 16.2).

16.8 PENILAIAN USAHA KECIL

Keberadaan pasar yang tampaknya efisien untuk sekuritas perusahaan besar menyiratkan bahwa, kecuali kita memiliki akses terhadap informasi orang dalam, terdapat alasan kuat untuk meyakini bahwa estimasi terbaik atas nilai sekuritas yang tersedia bagi kita adalah harga pasar saat ini.



Gambar 16.2 Sumber pembiayaan non-ekuitas baru untuk usaha kecil, 2012 hingga 2014

Untuk usaha kecil, seperti yang telah kami definisikan, hal ini tidak akan relevan karena tidak ada harga pasar saat ini. Meskipun demikian, terkadang perlu untuk menilai saham biasa usaha kecil, baik untuk menetapkan harga pengalihan nilai (penjualan) atau jika pengalihan tersebut sebagian atau seluruhnya merupakan hadiah dan suatu nilai diperlukan untuk keuntungan modal atau warisan. tujuan pajak.

Pada dasarnya ada empat pendekatan yang cenderung diambil dalam penilaian tersebut. Kita harus ingat bahwa kita berupaya dengan setiap pendekatan untuk menilai ekuitas bisnis. Karena masing-masing memiliki tujuan yang sama, secara teori, jika digunakan dengan benar, akan memberikan hasil yang sama. Hal ini biasanya tidak mereka lakukan, mungkin mencerminkan inefisiensi atau ketidaksempurnaan di pasar aset riil. Sekarang kita akan melihat setiap pendekatan secara bergantian.

Hasil dividen

Pendekatan hasil dividen didasarkan pada gagasan bahwa saham biasa dari dua bisnis yang berbeda harus memiliki hasil dividen yang serupa asalkan bisnis tersebut kira-kira sama dalam hal ukuran, aktivitas, keuangan, dan proporsi laba yang dibayarkan sebagai dividen

(penutup dividen). Jika saham salah satu bisnis ini dicatatkan dan dinilai oleh pasar yang efisien (seperti Bursa Efek London), hal ini memungkinkan kita untuk menilai bisnis lainnya.

Contoh 16.1 A plc dan B Ltd adalah dua bisnis yang serupa dalam ukuran, aktivitas, gearing dan cakupan dividen. A plc terdaftar di Bursa Efek, B Ltd tidak. Hasil dividen untuk A plc adalah 10 persen. B Ltd baru-baru ini membayar dividen tahunan sebesar Rp. 0,15 Miliyar per saham. Berapa nilai setiap saham B Ltd?

Solusi

Mengingat bahwa:

$$Hasil\ dividen = \frac{Dividen\ yang\ dibayarkan}{Harga\ pasar\ saat\ ini\ persaham}$$

kemudian, dengan asumsi tingkat kredit pajak dividen sebesar 10 persen:

$$10\% = \frac{0.0015 \times 100/90}{P_B}$$

dimana pB adalah harga satu saham di B Ltd. Hal ini menghasilkan:

P_B = 1.67 Miliyar persaham

Poin-poin berikut harus diperhatikan dalam penggunaan pendekatan hasil dividen dalam praktiknya:

- Kesulitan menemukan perusahaan terdaftar yang cukup mirip dengan perusahaan tidak terdaftar dengan cara yang disebutkan agar perbandingannya valid;
- Keraguan mengenai validitas asumsi bahwa tingkat dividen saat ini merupakan satu-satunya penentu nilai saham;
- Fakta bahwa harga secara logis hanya berhubungan dengan dividen di masa depan: dividen di masa lalu cenderung hanya berguna sebagai panduan untuk masa depan;
- Kurangnya daya jual saham-saham yang tidak dicatatkan: hal ini cenderung membuat saham-saham tersebut kurang berharga dibandingkan dengan saham-saham tercatat yang tampaknya identik.

Dalam praktiknya, pendekatan ini cenderung digunakan ketika kepemilikan minoritas dinilai. Hal ini karena pemegang saham minoritas mempunyai sedikit kendali atas peristiwa. Mereka hanya menerima dividen, jika ada yang dibayarkan.

Harga/pendapatan

Pendekatan harga/pendapatan mirip dengan pendekatan hasil dividen tetapi berkonsentrasi pada pendapatan daripada dividen. Pendekatan ini mengikuti logika bahwa saham dari dua bisnis serupa akan memiliki rasio P/E yang sama.

Contoh 16.2 C plc dan D Ltd adalah dua bisnis yang serupa dalam ukuran, aktivitas dan gearing. C plc terdaftar, D Ltd tidak. Rasio P/E untuk C plc adalah 12; laba per saham setelah pajak untuk D Ltd adalah £0,30 p.a. selama beberapa tahun terakhir. Berapa nilai setiap saham D Ltd?

Solusi

Mengingat bahwa:

$$\mathrm{P/E} = \frac{Harga\ pasar\ saat\ ini\ per\ saham}{Laba\ persaham\ setelah\ pajak}$$

maka harga saham D Ltd, pD, diberikan oleh:

$$12 = \frac{P_D}{0.30}$$

Dengan demikian,

$$P_D = Rp.3.60\ Miliyar\ per\ saham$$

Jelasnya, sebagian besar poin yang berlaku pada pendekatan hasil dividen juga berlaku untuk pendekatan ini. Pendekatan P/E mengatasi pertanyaan mengenai kebijakan dividen, yang menurut Modigliani dan Miller (seperti yang kita lihat di Bab 12) tidak relevan dalam hal apa pun. Dalam praktiknya, pendekatan ini cenderung digunakan untuk menilai kepemilikan mayoritas dimana pemegang saham mempunyai kendali atas bisnisJelasnya, sebagian besar poin yang berlaku pada pendekatan hasil dividen juga berlaku untuk pendekatan ini. Pendekatan P/E mengatasi pertanyaan mengenai kebijakan dividen, yang menurut Modigliani dan Miller (seperti yang kita lihat di Bab 12) tidak relevan dalam hal apa pun. Dalam praktiknya, pendekatan ini cenderung digunakan untuk menilai kepemilikan mayoritas dimana pemegang saham mempunyai kendali atas bisnis.

Aktiva bersih

Di sini pendekatannya adalah menilai bisnis dengan mengacu pada nilai individual dari asetnya.

Contoh 16.3 Laporan posisi keuangan E Ltd ditunjukkan di bawah ini. Berapa nilai setiap saham E Ltd?

	Dalam Miliyar Rupiah
Aset tidak lancar	11
Aset lancar	25
	36
Ekuitas	
Saham biasa masing-masing Rp 1 Miliyar	8
Pendapatan yang disimpan	7
Jumlah equitas	15
Pinjaman jangka Panjang	6

Kewajiban lancar	15
	36

Solusi

Jika p_E adalah harga saham E Ltd, maka:

$$p_E = \frac{11 + 25 - 6 - 15}{8} = \text{Rp. } 1.875 \text{ Miliyar}$$

Perhitungan pada Contoh 16.3 didasarkan pada nilai buku aset dan kewajiban. Hal ini tidak perlu dilakukan atas dasar ini. Beberapa nilai pasar saat ini akan lebih logis, termasuk nilai goodwill dan aset tidak berwujud lainnya yang tidak tercantum dalam laporan posisi keuangan, jika ada. Karena aset yang dimaksud di sini mungkin murni aset ekonomi, maka nilainya harus didasarkan pada kemampuannya menghasilkan manfaat di masa depan. Oleh karena itu, tidak ada alasan mengapa dasar aset bersih harus memberi kita nilai yang berbeda dari pendekatan harga/pendapatan.

Nilai ekonomi (berdasarkan arus kas 'bebas')

Pendekatan nilai ekonomi adalah yang paling logis. Penilaian ini didasarkan pada nilai diskonto (saat ini) dari estimasi arus kas bebas bersih bisnis di masa depan. Mungkin logis, tapi ini problematis. Arus kas akan sulit diperkirakan, tentunya setelah satu atau dua tahun pertama. Tingkat diskonto perlu diidentifikasi, yang menimbulkan masalah lain. Dimungkinkan untuk mendasarkan tarif pada biaya modal rata-rata untuk industri di mana bisnis tersebut dijalankan, mungkin diperoleh dengan menggunakan model penetapan harga aset modal (CAPM).

Kesimpulan tentang menilai usaha kecil

Dalam praktiknya, cenderung terdapat perbedaan nilai yang diperoleh dari masing-masing pendekatan. Basis hasil dividen cenderung digunakan untuk menilai kepemilikan saham minoritas di mana calon pemegang saham tidak akan memiliki cukup saham untuk mempengaruhi kebijakan dividen. Kepemilikan saham pengendali cenderung dinilai berdasarkan aset bersih, P/E, atau basis nilai ekonomi. Merupakan hal yang normal untuk mengurangi sebagian dari nilai yang diperoleh untuk saham yang tidak tercatat. Hal ini, seperti yang kita lihat dalam konteks pendekatan hasil dividen, memungkinkan adanya fakta bahwa saham tersebut tidak siap dipasarkan. Hal ini cenderung membuat mereka kurang berharga dibandingkan rekan-rekan mereka yang terdaftar di Bursa Efek. Pengurangan sebesar 25 persen terkadang dianjurkan.

Mungkin kita harus menyimpulkan bagian ini dengan mengatakan bahwa menilai saham perusahaan yang tidak memiliki kuotasi adalah ilmu yang sangat tidak pasti – nilai tergantung pada yang melihatnya. Dalam praktiknya, harga terjadinya transfer, atau (untuk tujuan perpajakan) dianggap telah terjadi, kemungkinan besar merupakan hasil negosiasi dan kompromi antara pihak-pihak yang berkepentingan.

16.9 PERLENGKAPAN

Pada Bab 11, kami menyarankan bahwa mungkin ada tingkat optimal gearing yang menyeimbangkan keuntungan pajak dari gearing dengan peningkatan risiko kebangkrutan yang ditimbulkan oleh gearing. Sekali lagi, posisi usaha kecil pada dasarnya tidak berbeda dengan usaha besar. Namun demikian, terdapat perbedaan-perbedaan yang mungkin mempunyai pengaruh signifikan terhadap letak keseimbangan pajak/risiko.

Seperti yang kita lihat di Bab 11, risiko finansial yang ditimbulkan oleh capital gearing cenderung menonjolkan efek risiko operasional, yang akan muncul dengan atau tanpa gearing. Risiko bisnis ada yang spesifik dan ada yang sistematis. Karena pemegang saham usaha kecil mungkin tidak mampu melakukan diversifikasi yang cukup untuk menghilangkan sebagian besar risiko tertentu, mereka cenderung lebih terekspos terhadap risiko keuangan dibandingkan rekan-rekan mereka yang usaha besar. Pada saat yang sama, tampaknya risiko kebangkrutan lebih tinggi pada usaha kecil. Kedua titik risiko ini tidak saling terkait, hanya saja keduanya cenderung membuat usaha kecil lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan dibandingkan usaha besar. Seperti yang telah disebutkan sebelumnya dalam bab ini, bukti mengenai tingkat persiapan yang sebenarnya untuk usaha kecil tampaknya tidak tersedia.

16.10 DIVIDEN

Banyak hal yang benar mengenai dividen dalam konteks usaha besar juga berlaku untuk usaha kecil, meskipun terdapat perbedaan. Mungkin yang paling penting, para direktur usaha kecil dapat mengetahui preferensi pemegang saham mereka sehubungan dengan kebijakan dividen. Hal ini memungkinkan direksi melakukan upaya untuk mengakomodasi preferensi tersebut. Hal ini sangat penting, karena biasanya tidak praktis bagi pemegang saham untuk menjual sahamnya dan menggantinya dengan saham perusahaan lain yang kebijakan dividennya lebih menarik.

Bagi perusahaan kecil, mungkin akan lebih praktis jika dibandingkan dengan perusahaan besar jika memperlakukan pemegang saham secara berbeda. Misalnya, mungkin lebih mudah untuk menawarkan dividen tunai kepada beberapa pemegang saham, sementara mengizinkan yang lain untuk mengambil dividen scrip (penerbitan bonus saham, tidak tersedia untuk semua pemegang saham). Biasanya, penerbitan bonus tidak diharapkan memberikan keuntungan ekonomi bagi pemegang saham, karena semua pemegang saham menerima proporsi saham bonus yang sama. Namun, dengan scrip dividen, ada nilainya karena tidak semua pemegang saham menerimanya; yang lain menerima uang tunai sebagai gantinya.

16.11 MODAL KERJA DAN USAHA KECIL

Bukti menunjukkan bahwa usaha kecil biasanya tidak menunjukkan profil modal kerja yang sama dengan usaha besar. Misalnya, siklus kas operasional untuk usaha kecil, rata-rata, 9 hari (22 persen) lebih lama untuk usaha kecil dibandingkan usaha besar (Ernst dan Young, 2015a). Alasan yang paling jelas mengenai hal ini adalah lemahnya daya tawar di pasar dan ketidakmampuan untuk mendapatkan manfaat dari skala ekonomi.

Persediaan

Periode perputaran persediaan rata-rata 3 hari (9 persen) lebih lama untuk usaha kecil dibandingkan dengan usaha besar. Ada beberapa alasan yang menyebabkan hal ini, antara lain:

- Kecenderungan umum adanya skala ekonomi dalam penyimpanan persediaan: suatu bisnis yang melipatgandakan omzetnya mungkin tidak perlu melipatgandakan tingkat persediaan yang dimilikinya;
- Kebutuhan untuk melakukan pemesanan dalam jumlah minimum agar dapat memperoleh diskon besar-besaran pada harga pembelian; dan
- Ketidakmampuan untuk menggunakan teknik seperti just-in-time (jit) karena pemasok tidak siap menerapkan teknik ini jika jumlah pembeliannya sedikit.

Piutang usaha (debitur)

Tampaknya usaha kecil harus membiayai piutang dagang dengan tingkat yang jauh lebih tinggi dibandingkan usaha besar (rata-rata periode penyelesaian piutangnya lebih lama 9 hari (22 persen) (Ernst dan Young, 2015a)). Wilson dan Summers (2002) menemukan bahwa usaha kecil, ketika menjual ke usaha besar, tidak memiliki kekuatan tawar dan hal ini memaksa mereka menerima periode penyelesaian piutang dagang yang lebih lama.

Royal Bank of Scotland (2010) menemukan bahwa usaha kecil lebih rentan terhadap keterlambatan penerimaan uang tunai dari pelanggan kredit mereka dibandingkan usaha besar. Survei terhadap anggota yang dilakukan oleh Federation of Small Businesses (2012) menemukan keterlambatan pembayaran sebagai masalah nyata. Pelanggar terburuk adalah perusahaan swasta besar: 60 persen responden mempunyai masalah dengan pelanggan jenis ini. Pelanggan sektor swasta yang lebih kecil lebih baik (47 persen), namun badan-badan sektor publik sering kali juga terlambat membayar.

Hutang usaha (kreditur)

Sekali lagi, usaha kecil cenderung memiliki rata-rata periode penyelesaian utang usaha yang lebih rendah dibandingkan usaha besar (selisih delapan hari (28 persen) (Ernst dan Young, 2015a)). Hal serupa juga mungkin disebabkan oleh kekuatan tawar-menawar yang relatif. Usaha kecil, yang biasanya membeli dalam jumlah yang cukup kecil, kemungkinan besar harus menerima ketentuan pembayaran yang diberlakukan oleh penjual atau menghadapi kemungkinan tidak mendapatkan pasokan sama sekali.

Kesimpulan tentang modal kerja dan usaha kecil

Tingkat persediaan dan piutang usaha yang jauh lebih tinggi, dikombinasikan dengan tingkat utang usaha yang lebih rendah, berarti bahwa rata-rata usaha kecil mempunyai kebutuhan modal kerja yang jauh lebih tinggi dibandingkan usaha besar. Faktor ini sendiri kemungkinan besar merupakan penyebab tingginya tingkat kegagalan usaha kecil, yang telah disebutkan sebelumnya dalam bab ini. Kegagalan likuiditaslah yang menyebabkan kegagalan bisnis.

DAFTAR PUSTAKA

Aharony, J. and Swary, I. (1980). Quarterly dividends and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. Journal of Finance (March).

Akbar, S. and Stark, A. (2003). Deflators, net share- holder cash flows, dividends, capital contributions and estimated models of corporate valuation. Journal of Business Finance and Accounting (December).

Al-Ali, J. and Arkwright, T. (2000). An investigation of UK companies' practices in the determination, inter- pretation and usage of cost of capital. Journal of Inter-disciplinary Economics (Vol. 11).

Alexander, S. (1961). Price movements in speculative markets: trends or random walks. Industrial Management Review (May).

Alexandridis, G., Petmezas, D. and Travlos, N. (2009). Gains from mergers and acquisitions around the world: new evidence. Financial Management Journal (June).

Alkaraan, F. and Northcott, D. (2006). Strategic capital investment decision-making: a role for emergent analysis tools? A study of practice in large UK manu- facturing companies. British Accounting Review (June).

Allen, F., Bernardo, A. and Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. Journal of Finance (December).

Andrade, G. and Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Journal of Finance (October).

Archer, S. H. and D'Ambrosio, C. A. (eds) (1983). The Theory of Business Finance: A Book of Readings, 3rd edn (Collier Macmillan).

Arnold, G. C. (2013). Corporate Financial Management, 5th edn (Pearson).

Arnold, G. C. and Hatzopoulos, P. D. (2000). The theory–practice gap in capital budgeting: evidence from the United Kingdom. Journal of Business Finance and Accounting (June/July).

Association of British Insurers (2013). Encouraging equity investment. ABI (abi.org.uk).

Atrill, P. (2017). Financial Management for Non-specialists, 8th edn (Pearson).

Atrill, P. F. and McLaney, E. J. (2015). Management Accounting for Decision Makers, 8th edn (Pearson).

Atrill, P. F. and McLaney, E. J. (2016). Financial Accounting for Decision Makers, 8th edn (Pearson).

Atrill, P. F., McLaney, E. J. and Pointon, J. (1997). The effect of simplifying approximations on the invest- ment decision. In Atrill, P. F. and Lindley, L. (eds), Issues in Accounting and Finance (Ashgate).

Baker, H., Dutta, S. and Saadi, S. (2011). Corporate finance practices in Canada: where do we stand? Multinational Finance Journal (Vol. 15, No. 3).

Baker, H., Powell, G. and Veit, E. (2002). Revisiting managerial perspectives on dividend policy. Journal of Economics and Finance (Fall).

Bancroft, G. and O'Sullivan, G. (2000). Foundations of Quantitative Business Techniques (McGraw-Hill).

Barber, B. M. and Odean, T. (2000). Trading is hazard- ous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors. Journal of Finance (April).

Barclay, M. and Smith, C. (2005). The capital structure puzzle: the evidence revisited. Journal of Applied Corporate Finance (Winter).

Barclay, M., Smith, C. and Watts, R. (1995). The determi- nants of corporate leverage and dividend policies. Journal of Applied Corporate Finance (Winter).

Beattie, V., Goodacre, A. and Thomson, S. (2006). Corporate financing decisions: UK survey evidence. Journal of Business Finance and Accounting (November/ December).

Beaver, W. H. (1998). Financial Reporting: An Accounting Revolution, 3rd edn (Prentice Hall).

Benhamouda, Z. and Watson, R. (2010). A research note on the determinants of UK corporate share repurchase decisions. Applied Financial Economics (April).

Benito, A. and Young, G. (2003). Hard times or great expectations: dividend omissions and dividend cuts by UK firms. Oxford Bulletin of Economics and Statistics (December).

Beranek, W. (1963). Analysis for Financial Decisions (Irwin).

Bercovitz, J. and Mitchell, W. (2007). When is more better? The impact of business scale and scope on long-term business survival, while controlling for profitability. Strategic Management Journal (January). Bhimani, A., Horngren, C., Datar, S. and Rajan, M. (2015). Management and Cost Accounting, 6th edn (Pearson).

Black, F. and Scholes, M. (1974). The effect of dividend policy on common stock prices and returns. Journal of Financial Economics (May).

Blake, D. and Timmermann, A. (1998). Mutual fund performance: evidence from the UK. European Finance Review (No. 2).

Boardman, C. M., Reinhart, W. J. and Celec, S. E. (1982). The role of the payback method in the theory and application of duration to capital budgeting. Journal of Business Finance and Accounting (Winter).

Bouslama, O. and Ben Ouda, O. (2014). International portfolio diversification benefits: the relevance of emerging markets. International Journal of Economics and Finance (Vol. 6, No. 3).

Brealey, R. A. (1970). The distribution and indepen- dence of successive rates of return from the British equity market. Journal of Business Finance (Vol. 2).

Brealey, R. A., Myers, S. C. and Allen, F. (2014). The Principles of Corporate Finance, 11th edn (McGraw- Hill).

British Business Bank (2015) Small Business Finance Markets 2014. Available at http://british-business- bank.co.uk/wp_content/uploads/2014/12/ BBB_Small-Business-Finance-Markets-2014_Online_ Interactive.pdf.

Bruckner, R., Lehmann, P. and Stehle, R. (2012). In Germany the CAPM is alive and well. Social Science Research Network (15 October).

Bruner, R. (2004). Where M and A pays and where it strays: a survey of the research. Journal of Applied Corporate Finance (Fall).

Brusa, J., Liu, P. and Schulman, C. (2003). The weekend and reverse weekend effects: analysis by month of the year, week of the month and industry. Journal of Business Finance and Accounting (June).

Brusa, J., Liu, P. and Schulman, C. (2005). Weekend effect, 'reverse' weekend effect and investor trading activities. Journal of Business Finance and Accounting (September).

Buckley, A. (2012). International Finance (Pearson).

Bunn, P. and Young, G. (2004). Corporate Capital Structure in the UK: Determinants and Adjustment. Bank of England Working Paper 226. Available at www. bankofengland.co.uk/wp/index.html.

Burgess, K. (2006). Few top companies follow code on corporate governance. Financial Times (28 December).

Burn-Callander, R. (2016). Campaign seeks to generate an extra £1bn of angel capital in UK over next three years. The Daily Telegraph (23 March).

Busse, J. and Green, T. (2002). Market efficiency in real time. Journal of Financial Economics (September).

Centre for Management Buy-out Research (2012). 1986–2012: A quarter century of private equity and man- agement buy-outs: past achievements, future challenges. Available at www.ey.com/Publication/vwLU Assets/Centre_for_Management_Buyout_Research_ 25th_Anniversary/$FILE/CMBOR_25th_ anniversary.pdf.

Chen, S. (1995). An empirical examination of capital budgeting techniques: impact of investment types and firm characteristics. The Engineering Economist (Winter).

Chen, S. and Clark, R. L. (1994). Management compen- sation and payback period method in capital budget- ing: a path analysis. Journal of Accounting and Business Research (Spring).

Chetty, R. and Saez, E. (2005). Dividend taxes and corpo- rate behavior: evidence from the 2003 dividend tax cut. The Quarterly Journal of Economics (Vol. 120, No. 3). Chi-Cheng, H., Fuller, B. R. and Chen, B. Y. J. (2000). Is beta dead or alive? Journal of Business Finance and Accounting (April/May).

Chi-Hsiou Hung, D., Shackleton, M. and Xu, X. (2004). CAPM, higher co-moment and factor models of UK stock returns. Journal of Business Finance and Accounting (January).

Coakley, J., Jing-Ming, K. and Wood, A. (2012). The school's out effect: a new seasonal anomaly. The British Accounting Review (Vol. 44).

Coggan, P. (2001). Equity markets: dividends dive as slowdown bites hard. Financial Times (20 October).

Cohen, G. and Yagil, J. (2007). A multinational survey of corporate financial policies. Journal of Applied Finance (Vol. 17, No. 1).

Cohen, G. and Yagil, J. (2010). Sectoral differences in corporate financial behaviour: an international sur- vey. The European Journal of Finance (April).

Copeland, T. E., Weston, J. F. and Shastri, K. (2004). Financial Theory and Corporate Policy, 4th edn (Addison-Wesley).

Corr, A. V. (1983). The Capital Expenditure Decision (National Association of Accountants and the Society of Management Accountants of Canada).

Crossland, M., Dempsey, M. and Moizer, P. (1991). The effect of cum- to ex-dividend charges on UK share prices. Accounting and Business Research (Vol. 22, No. 85).

Cruikshank, B. and Ayling, L. (2013). Getting more from outsourcing. Financial Times (11 April).

Cunningham, S. W. (1973). The predictability of British stock market prices. Applied Statistics (Vol. 22).

Cyert, R. M. and March, J. G. (1963). A Behavioural Theory of the Firm (Prentice Hall).

Da, Z., Guo, R. and Jagannathan, R. (2011). CAPM for estimating the cost of equity capital: interpreting the empirical evidence. Journal of Financial Economics (Issue 103).

Dang, V. A. (2013). Testing capital structure theories using error correction models: evidence from the UK, France and Germany. Applied Economics (Vol. 45, No. 2).

Daniel, K. D., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (2001). Overconfidence, arbitrage and equilibrium asset pricing. Journal of Finance (Vol. 56).

Dann, L., Mayers, D. and Raab, R. (1977). Trading rules, large blocks and the speed of adjustment. Journal of Financial Economics (January).

Datta, S. and Iskandar-Datta, M. (1996). Who gains from corporate asset sales? Journal of Financial Research (Spring).

Davies, J. L., Fama, E. F. and French, K. R. (2000). Characteristics, covariances and average returns: 1929 to 1997. Journal of Finance (February).

Davies, R., Unni, S., Draper, P. and Paudyal, K. (1999). The Cost of Equity Capital (Chartered Institute of Management Accountants).

Davis, S., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J. and Miranda, J. (2014). Private Equity, Jobs and Productivity. Working Paper number 110, Booth School of Business, University of Chicago.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. Journal of Financial Economics (July).

DeAngelo, H. and Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics (March).

Deloitte (2007). Deloitte's Chief Financial Officer (CFO) Survey (October).

Demirag, I. (1998). Boards of directors' short-term per- ceptions and evidence of managerial short termism in the UK. European Journal of Finance (September).

Dent, G. (2010). The essential unity of shareholders and the myth of investor short termism. Delaware Journal of Corporate Law (Vol. 35, No. 1).

Department for Business, Innovation and Skills (2015). Small Business Survey (April).

Dewenter, K. and Warther, V. (1998). Dividends, asym- metric information and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. Journal of Finance (June).

Dimson, E., Marsh, P. and Staunton, M. (2002). Global Evidence on the Equity Risk Premium. Available at http://faculty.london.edu/edimson/assets/ documents/Jacf1.pdf.

Dimson, E., Marsh, P. and Staunton, M. (2015). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015. Available at http://www.investering.dk/ documents/10655/157815/Credit+Suisse.

Dissanaike, G. (1997). Do stock market investors overreact? Journal of Business Finance and Accounting (January).

Dissanaike, G. (1999). Long-term stock price reversals in the UK: evidence from regression tests. British Accounting Review (December).

Dobbs, I. (2009). How bad can short termism be? A study of the consequences of high hurdle discount rates and low payback thresholds. Management Accounting Research (June).

Dos Santos, M., Errunza, V. and Miller, D. (2008). Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisi- tions. Journal of Banking and Finance (December).

Draper, P. and Paudyal, K. (1999). Corporate takeovers: mode of payment, returns and trading activity. Journal of Business Finance and Accounting (June/July).

Drury, C. (2015). Management and Cost Accounting, 9th edn (Cengage Learning).

Drury, C., Braund, S., Osborne, P. and Tayles, M. (1993). A Survey of Management Accounting Practices in UK Manufacturing Industries (Chartered Association of Certified Accountants).

Dryden, M. M. (1970). A statistical study of UK share prices. Scottish Journal of Political Economy (November).

El-Masry, A. (2006). Derivatives use and risk manage- ment practices by UK nonfinancial companies. Managerial Finance (Vol. 32, No. 2).

Elton, E. J. and Gruber, M. J. (1970). Marginal stock- holders' tax rates and the clientele effect. Review of Economics and Statistics (February).

Emery, D. R., Finnerty, J. D. and Stowe, J. D. (2011). Corporate Financial Management, 4th edn (Wohl Publishing).

Eriotis, N., Vasilou, D. and Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital struc- ture. Managerial Finance (Vol. 33, No. 5).

Ernst and Young (2003). Survey of Management Accounting (Ernst and Young).

Ernst and Young (2015a). All Tied Up: Working Capital Management Report 2015 (Ernst and Young).

Ernst and Young (2015b). Multiple 2015 (Ernst and Young). Ettridge, M. and Kim, J. (1994). Dividend behaviour sur- rounding LIFO adoption. Review of Financial

Economics (Vol. 4, No. 2).

Evans, J. and Archer, S. H. (1968). Diversification and the reduction of dispersion: an empirical analysis. Journal of Finance (December).

Fama, E. F. (1965). The behaviour of stock market prices. Journal of Business (January).

Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns and behavioural finance. Journal of Financial Economics (September).

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. and Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. International Economic Review (February).

Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance (June).

Fama, E. F. and French, K. R. (1996). Multifactor expla- nations of asset pricing anomalies. Journal of Finance (October).

Fama, E. and French, K. (1998). Taxes, financing deci- sions and firm value. Journal of Finance (June).

Fama, E. and French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay. Journal of Financial Economics (April).

Fama, E. F. and French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: theory and evidence. Journal of Economic Perspectives (Summer).

Federation of Small Businesses (2012). The FSB 'Voice of Small Business' Member Survey (February).

Fernandez, P. and Berjemo-Boixareu, V. (2013). Beta=1 does a better job than calculated betas. Social Science Research Network (January).

Ferreira, M. and Ferreira, M. (2006). The importance of the industry and country effects in the EMU equity mar- kets. European Financial Management (Vol. 12, No. 3).

Finance and Leasing Association (2015). FLA Asset Finance Annual Statistics 2015 (FLA).

Financial Reporting Council (2015). FRC to focus on company culture and behaviour. FRC (15 January) Finnerty, J. (1976). Insiders and market efficiency. Journal of Finance (September).

Firth, M. (1977a). An empirical investigation of the impact of the announcement of capitalisation issues on share prices. Journal of Business Finance and Accounting (Vol. 4, No. 1).

Firth, M. (1977b). The Valuation of Shares and the Efficient Markets Theory (Macmillan).

Frank, M. and Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of Financial Economics (February).

Franks, J. R. and Harris, P. (1989). Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience (1955–1985). Journal of Financial Economics (Vol. 23).

Friend, I. and Puckett, M. (1964). Dividends and stock prices. American Economic Review (September).

Fuller, K., Netter, J. and Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. Journal of Finance (August).

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings and stock prices. Review of Economics and Statistics (May).

Graham, J. R. and Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. Journal of Financial Economics (Vol. 61).

Graham, J. R. and Kumar, A. (2006). Do dividend clien- teles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. Journal of Finance (June).

Gregory, A. (1997). An examination of the long run per- formance of UK acquiring firms. Journal of Business Finance and Accounting (September).

Gregory, A., Rutterford, J. and Zaman, M. (1999). The Cost of Capital in the UK (Chartered Institute of Management Accountants).

Groenewald, N. and Fraser, P. (2000). Forecasting beta: how well does the 'five year rule of thumb' do? Journal of Business Finance and Accounting (September/ October).

Haldane, A. and Davies, R. (2011). The short long. 29th Société Universitaire Européene de Recherches Financières Colloquium: new Paradigms in Money and Finance? (May).

Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's financial structure on the systematic risk of common stocks. Journal of Finance (May).

Hand, J. and Landsman, W. (2005). The pricing of divi- dends in equity valuation. Journal of Business Finance and Accounting (April).

Harford, J., Klasa, S. and Walcott, N. (2009). Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. Journal of Financial Economics (July).

Hasan, M. (2013). Capital budgeting techniques used by small manufacturing companies. Journal of Social Science and Management (March).

Healy, P. and Palepu, K. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. Journal of Economics (Vol. 21, No. 2).

Hirshleifer, J. (1958). On the theory of optimal invest- ment decisions. Journal of Political Economy. Reprinted in Archer and D'Ambrosio (1983).

Hodder, J. E. (1986). Evaluation of manufacturing investments: a comparison of US and Japanese prac- tices. Financial Management (Spring).

Homaifar, G., Zeitz, J. and Benkato, O. (1994). An empirical model of capital structure, some new evi- dence. Journal of Business Finance and Accounting (January).

Hughes, C. (2007). Easy ride. Financial Times (26 October). Hur, J. and Kumar, R. (2007). Beta may not be dead after all: a new framework for measuring and cor- recting the bias in cross-sectional test of the CAPM. Financial Management Association Annual Meeting paper.

International Swaps and Derivatives Association (2009). Survey of Derivative Usage. Available at www.isda. org/statistics.

Jacob, M. and Jacob, M. (2013). Taxation, dividends and share repurchasing: taking evidence global. Journal of Financial and Quantitative Analysis (August).

Jagannathan, R., Matsa, D., Meier, I. and Tarhan, V. (2016). Why do firms use high discount rates? Journal of Financial Economics (January).

Jaffe, J. (1974). Special information and insider trading. Journal of Business (July).

Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corpo- rate finance and takeovers. American Economic Review (Vol. 76).

Jensen, M. (2001). Value maximisation, stakeholder theory and the corporate objective function. European Financial Management (Vol. 7, No. 3).

Johnson, G., Whittington, R., Regner, P., Scholes, K. and Angwin, D. (2017) Exploring Strategy: Text and Cases, 11th edn (Pearson Higher Education).

Julio, B. and Ikenberry, D. L. (2004). Disappearing divi- dends. Journal of Applied Corporate Finance (Fall).

Kay, J. (2012). The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making. Department of Business, Innovation and Skills (July).

Kendall, M. G. (1953). The analysis of economic time series. Journal of the Royal Statistical Society (Vol. 96, Part 1).

Khan, A. and Adom, A. (2015). A test of the pecking order theory of capital structure in corporate finance. Accounting and Taxation (Vol. 7, No. 2).

Koller, T. (2015). Are share buybacks jeopardizing future growth? McKinsey and Company (October).

KPMG (2006). The Morning After (KPMG International). Lamont, O. and Polk, C. (2002). Does diversification destroy value? Evidence from industry shocks. Journal of Financial Economics (January).

Lee, H., and Khatanbaatar, S. (2012). Efficiency tests in foreign exchange market. International Journal of Economic and Financial Issues (Vol. 2, No. 2).

Levis, M. (2008). The London Markets and Private Equity- backed IPOs (April) (Cass Business School).

Levy, H. (2009). The CAPM is alive and well: a review and synthesis. European Financial Management (Vol. 16, No. 1).

Levy, H. and Sarnat, M. (1988). Principles of Financial Management (Prentice Hall International).

Lewellen, W. G., Stanley, K. L., Lease, R. C. and Schlarbaum, G. G. (1978). Some direct evidence of the dividend clientele phenomenon. Journal of Finance (December).

Lex (2010). UK takeover rules. Financial Times (21 October).

Limmack, R. J. (1991). Corporate mergers and share- holder wealth effects (1977–1986). Accounting and Business Research (Vol. 21, No. 83).

Litzenberger, R. and Ramaswamy, K. (1982). The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects? Journal of Finance (May).

London Stock Exchange (2006). The Cost of Capital: An International Comparison (London Stock Exchange).

London Stock Exchange (2016). Market Statistics (January) (London Stock Exchange).

Lumby, S. and Jones, C. (2015). Corporate Finance: Theory and Practice, 9th edn (Cengage Learning EMEA).

McKinsey (2007). How companies spend their money: a McKinsey global survey. McKinsey Quarterly (June).

McLaney, E., Pointon, J., Thomas, M. and Tucker, J. (2004). Practitioners' perspectives on the UK cost of capital. European Journal of Finance (April).

Madura, J. and Fox, R. (2011). International Financial Management, 2nd edn (Cengage Learning).

Marston, C. L. and Craven, B. M. (1998). A survey of corporate perceptions of short termism among ana- lysts and fund managers. European Journal of Finance (September).

Masulis, R. (1980). The effect of capital structure changes on security prices. Journal of Financial Economics (June).

Mathur, I., Singh, M. and Gleason, K. (2004). Multinational diversification and corporate perfor- mance: evidence from European firms. European Financial Management (September).

Mauboussin, M. and Callahan, D. (2015). A long look at short-termism: Questioning the premise. Journal of Applied Corporate Finance (Summer).

Mehdian, S. and Perry, M. J. (2001). The reversal of the Monday effect: new evidence from US equity mar- kets. Journal of Business Finance and Accounting (September/October).

Mehrotra, V., Mikkelson, W. and Partch, M. (2005). Do managers have capital structure targets? Evidence from corporate spinoffs. Journal of Applied Corporate Finance (Winter).

Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. Journal of Finance (Vol. 32, No. 2).

Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961). Dividend pol- icy, growth and the valuation of shares. Journal of Business (October).

Miller, M. H. and Modigliani, F. (1966). Some estimates of the cost of capital to the electrical utility industry 1954–57. American Economic Review (June).

Miller, M. H. and Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. Quarterly Journal of Economics (August).

Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of invest- ment. American Economic Review. Reprinted in Archer and D'Ambrosio (1983).

Moeller, S., Shlingemann, F. and Stulz, R. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring- firm returns in the recent merger wave. Journal of Finance (April).

Moore, J. S. and Reichert, A. K. (1983). An analysis of the financial management techniques currently employed by large US corporations. Journal of Business Finance and Accounting (Vol. 10, No. 4).

Moosa, I. Tawadros, G. and Hallahan, T. (2015). The effectiveness of international diversification: whole markets versus sectors. Applied Economics (Vol. 47, No. 6).

Morris, R. (1975). Evidence of the impact of inflation accounting on share prices. Accounting and Business Research (Spring).

Mougoue, M. and Rao, R. (2003). The information sig- nalling hypothesis of dividends: evidence from cointegration and causality tests. Journal of Business Finance and Accounting (April).

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. Journal of Finance (July).

National Federation of Self Employed & Small Businesses (2015). Statistics. Available at http://www.fsb.org.uk/ media-centre/small-business-statistics.

Naylor, M, Chen, J. and Boardman, J. (2015). Real options in foreign investment: a South American case study, Journal of Applied Corporate Finance (Vol. 27, No. 1).

Neophytou, E., Charitou, A. and Charalamnous, C. (2001). Predicting corporate failure: empirical evidence for the UK. University of Southampton Department of Accounting and Management Science Working Paper 01-173.

Nissim, D. and Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. Journal of Finance (December).

OECD (1998). Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets (Organisation for Economic Co-operation and Development).

Office for National Statistics (2015). Business Demography 2014 (December).

Osborne, A. (2004). Ryanair blunted by Buzz takeover. Daily Telegraph (6 August).

Oswald, D. and Young, S. (2002). Boom time for buy- backs. Accountancy (October).

Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. Journal of Business Finance and Accounting (January/March).

Park, C. and Irwin, S. (2007). What do we know about the profitability of technical analysis? Journal of Economic Surveys (Vol. 21, No. 4).

Pattenden, K. and Twite, G. (2008). Taxes and dividend policy under alternative tax regimes. Journal of Corporate Finance (February).

Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance and capital market efficiency. Journal of Finance (December).

Pettit, R. R. (1977). Taxes, transactions costs and clien- tele effects of dividends. Journal of Financial Economics (December).

Petty, J. W. and Scott, D. F. (1981). Capital budgeting practices in large US firms. Reprinted in Readings in Strategy for Corporate Investment, ed. Derkinderin, F. G. J. and Crum, R. L. (1982) (Pitman Publishing). Picou, A. (2006). Stock returns behaviour during holi- day periods: evidence from six countries. Managerial Finance (Vol. 32, No. 5).

Pike, R. H. (1982). Capital Budgeting in the 1980s (Institute of Cost and Management Accountants).

Pike, R. H. (1985). Owner–manager conflict and the role of the payback method. Accounting and Business Research (Winter).

Pike, R. H. (1996). A longitudinal survey of capital bud- geting practices. Journal of Business Finance and Accounting (January).

Pike, R. H., Neale, B. and Linsley, P. (2015). Corporate Finance and Investment, 8th edn (Pearson).

Pike, R. H. and Ooi, T. S. (1988). The impact of corporate investment objectives and constraints on capital bud- geting practices. British Accounting Review (August). Pike, R. H. and Wolfe, M. (1988). Capital Budgeting in the 1990s (Chartered Institute of Management Accountants).

Power, H. (2006). Leave us alone, say venture capitalists. Daily Telegraph (26 November).

Prast, H. (2004). Investor Psychology: A Behavioural Explanation of Six Finance Puzzles. Research Series (February) (De Nederlandsche Bank).

Rappaport, A. (1986). Creating Shareholder Value (Free Press). Ray, S., Savin, N. and Ashish, T. (2009). Testing the CAPM revisited. Journal of Empirical Finance (Vol. 16, No. 5).

Ricci, C. and Di Nino, V. (2000). International working capital practices in the UK. European Financial Management (March).

Riches, S. and Allen, V. (2013). Business Law, 11th edn (Pearson).

Roberts, H. (1967). Statistical versus clinical predictions of the stock market. Unpublished paper, University of Chicago.

Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory and capital asset pricing. Journal of Economic Theory (December).

Royal Bank of Scotland (2010). UK's late payment moun- tain grows to £62.78 billion. Press release (15 April).

Ryan, H. and Trahan, E. (2007). Corporate financial con- trol mechanisms and firm performance: the case of value based management systems. Journal of Business Finance and Accounting (January/March).

Sakoui, A. and Gelles, D. (2012). Jump in hostile take- over bids. Financial Times (3 June).

Savor, P. and Lu, Q. (2009). Do stock mergers create value for acquirers? Journal of Finance (June).

Scapens, R. W., Sale, J. T. and Tikkas, P. A. (1982). Financial Control of Divisional Capital Investment (Chartered Institute of Management Accountants).

Schooley, D. and Barney, L. (1994). Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. Journal of Financial Research (Fall).

Secker, G. (2010). Watch for positive dividend surprises. Financial Times (6 May).

Sewell, M. (2011). History of the efficient market hypothesis. UCL Department of Computer Science, Research Note RN/11/04. Available at www.cs.ucl.ac.uk/ fileadmin/UCL-CS/Images/Research_Student_ Information/RN_11_04.pdf.

Shapiro, A. C. and Balbirer, S. D. (2000). Modern Corporate Finance, 2nd edn (Macmillan).

Shapiro, D. and Zhuang, A. (2013). Dividends as signaling device and the disappearing dividend puzzle (March). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract+2235107 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2235107.

Sharpe, W. (1963). A simplified model for portfolio analysis. Management Science (January).

Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). The limits to arbi- trage. Journal of Finance (Vol. 52).

Siddiqi, M. (1995). An indirect test for dividend rele- vance. Journal of Financial Research (Spring).

Stiglitz, J. E. (1974). On the irrelevance of corporate finan- cial policy. American Economic Review (Vol. 64, No. 6). Sudarsanam, S. and Mahate, A. (2006). Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? British Journal of Management (March).

Sullivan, R. (2012). Kay advocates more long-term investment. Financial Times (22 July).

Sun, Q. and Tong, W. (2002). Another new look at the Monday effect. Journal of Business Finance and Accounting (September/October).

Sunder, S. (1973). Relationship between accounting changes and stock prices: problems of measurement and some empirical evidence. Journal of Accounting Research (supplement).

Surowiecki, J. (2004). The Wisdom of Crowds (Little, Brown). Tinoco, M., Holmes, P. and Wilson, N. (2015). Polytomous response financial distress models: the role of accounting, market and macro-economic variables. Leeds University Business School Working Paper (January).

Tucker, J., Pointon, J. and Olugbode, M. (2010). Target gearing in the UK: a triangulation approach. International Journal of Managerial Finance (Vol. 6, No. 1).

Tucker, J. and Stoja, E. (2011). Industry membership and capital structure dynamics in the UK. International Review of Financial Analysis (Vol. 20, No. 4).

Valadkhani, A., Chancharat, S. and Harvie, C. (2008). A factor analysis of international portfolio diversification. Studies in Economics and Finance (Vol. 25, No. 3).

Vieira, E. and Archbold, S. (2008). Corporate dividend policies: survey evidence from finance directors in the UK and Portugal. European Financial Management Association. Available at http://ria.ua.pt/handle/ 10773/6831.

Walker, M. (2000). Corporate takeovers, strategic objec- tives and acquiring-firm shareholder wealth. Financial Management (Spring).

Walker, S. (2010). Private equity is good for business and the British economy's future. The Daily Telegraph (18 October).

Welch, I. (2000). Herding among security analysts. Journal of Financial Economics (December).

Weston, J. F. (1963). A test of capital propositions. Southern Economic Journal (October).

Wilson Committee (1980). Committee to Review the Functioning of Financial Institutions (HMSO).

Wilson, N. and Summers, B. (2002). Trade credit terms offered by small firms: survey evidence and empiri- cal analysis. Journal of Business Finance and Accounting (April/May).

Manajemen Keuangan Bisnis

Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM

BIO DATA PENULIS

Penulis memiliki berbagai disiplin ilmu yang diperoleh dari Universitas Diponegoro (UNDIP) Semarang. dan dari Universitas Kristen Satya Wacana (UKSW) Salatiga. Disiplin ilmu itu antara lain teknik elektro, komputer, manajemen dan ilmu sosiologi. Penulis memiliki pengalaman kerja pada industri elektronik dan sertifikasi keahlian dalam bidang Jaringan Internet, Telekomunikasi, Artificial Intelligence, Internet Of Things (IoT), Augmented Reality (AR), Technopreneurship, Internet Marketing dan bidang pengolahan dan analisa data (komputer statistik).

Penulis adalah pendiri dari Universitas Sains dan Teknologi Komputer (Universitas STEKOM) dan juga seorang dosen yang memiliki Jabatan Fungsional Akademik Lektor Kepala (Associate Professor) yang telah menghasilkan puluhan Buku Ajar ber ISBN, HAKI dari beberapa karya cipta dan Hak Paten pada produk IPTEK. Penulis juga terlibat dalam berbagai organisasi profesi dan industri yang terkait dengan dunia usaha dan industri, khususnya dalam pengembangan sumber daya manusia yang unggul untuk memenuhi kebutuhan dunia kerja secara nyata.

YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK

PENERBIT :
YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK
JL. Majapahit No. 605 Semarang
Telp. (024) 6723456. Fax. 024-6710144
Email : penerbit_ypat@stekom.ac.id

ISBN 978-623-8120-61-1 (PDF)
9 786238 120611

Manajemen Keuangan Bisnis

Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM

YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK

PENERBIT :
YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK
JL. Majapahit No. 605 Semarang
Telp. (024) 6723456. Fax. 024-6710144
Email : penerbit_ypat@stekom.ac.id

ISBN 978-623-8120-61-1 (PDF)
9 786238 120611