

Pengantar Manajemen Keuangan

Dr. Said Kelana Asnawi, M.M.



PENDAHULUAN

Bagian pertama dari modul manajemen keuangan ini adalah pengantar manajemen keuangan yang berupa Modul 1 dan terdiri atas empat kegiatan belajar (KB). Modul 1 ini memuat berbagai hal mendasar berkenaan dengan manajemen keuangan. Pemahaman terhadap hal mendasar ini diharapkan dapat menjadi landasan yang kokoh untuk memahami delapan modul lainnya ataupun mempelajari manajemen keuangan dalam artian yang lebih luas.

Kegiatan Belajar 1 menjelaskan pengertian pengantar manajemen keuangan, peran dari manajer keuangan, permasalahan agensi, serta pasar keuangan. Ada tiga istilah penting dalam manajemen keuangan yang merupakan satu kesatuan (saling terkait), yakni 3M (*man, money, dan market*). Peran manusia (manajer) sangat penting karena manusialah yang mengelola (keuangan). Terdapat tiga peran yang tak dapat dipisahkan, yakni mengupayakan modal kerja, berinvestasi, serta mencari pendanaannya. Peran manusia juga sangat penting dalam mengambil keputusan. Untuk hal ini, dimungkinkan terjadi konflik, baik antara manajer dan pemegang saham maupun antara manajer (pemegang saham) dan pemegang utang. Istilah yang populer dikenal adalah *agency problems*. Walaupun terjadi konflik, diharapkan tetap terjadi keputusan optimal, setidaknya dapat diduga keputusan apa yang akan diambil. Selanjutnya, tidak dapat dimungkiri, besarnya peran pasar keuangan dalam kehidupan sehari-hari. Peran pasar keuangan ini memang memudahkan mempertemukan kedua pihak (*fund-supplier-demander*), tetapi juga sebagai sarana bagi manajer untuk menjalankan tiga fungsi di atas. Pemahaman pada Kegiatan Belajar 1 merupakan pemahaman fundamental untuk mengetahui peran dari manajemen keuangan dan manajer keuangan.

Kegiatan Belajar 2 (KB 2) hingga KB 4 mempelajari bagian fundamental bagi siapa saja yang berminat memahami manajemen keuangan. Bagian ini membahas laporan keuangan. Pada KB 2, dipelajari prinsip-prinsip dasar dari laporan keuangan, makna, dan cara menginterpretasikan. Tentu saja, tidak

dibahas bagaimana cara menyajikan laporan keuangan.¹ Laporan keuangan dibuat berdasarkan prinsip-prinsip akrual, yakni pengakuan terhadap kegiatan ekonomi, apakah kegiatan tersebut dapat digolongkan sebagai penerimaan dan beban. Dalam sebuah laporan keuangan, terdapat empat bagian laporan keuangan, yakni neraca, laporan laba-rugi, laporan arus kas, serta laporan perubahan modal. Neraca menunjukkan kekayaan perusahaan (aktiva) dan pemilik kekayaan tersebut (pasiva). Neraca menunjukkan bahwa untuk satu waktu tertentu, biasanya satu tanggal akhir tahun. Laporan laba rugi menunjukkan aktivitas bisnis perusahaan untuk satu periode tertentu, biasanya selama satu tahun. Pada laporan laba rugi, tercatat semua penerimaan serta semua beban yang diakui. Laporan perubahan modal menunjukkan akumulasi (disakumulasi) dari modal perusahaan. Jika dari laporan laba rugi tercatat laba/rugi, besarnya laba/rugi ini akan tersaji pada laporan perubahan modal. Karena laporan keuangan dibuat berdasarkan prinsip pengakuan (belum tentu ada uang kasnya), untuk mengetahui besaran kas, diperlukan laporan arus kas. Laporan arus kas ini dibahas khusus pada KB 3.

Kegiatan Belajar 3 membahas laporan arus kas. Terdapat dua pengertian utama, yakni arus kas secara akuntansi serta arus kas secara keuangan. Arus kas secara akuntansi menunjukkan arus kas yang dihasilkan/dikeluarkan oleh perusahaan untuk tiga aktivitas yang dikelola manajer (yakni arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan). Jumlah kas dari ketiga aktivitas ini tecermin pada perubahan kas yang tersaji pada neraca. Arus kas secara keuangan menunjukkan besaran kas yang tersedia (*free*) dari arus kas yang diperoleh setelah dikurangi keperluan perusahaan (modal kerja dan investasi). Arus kas ini dikenal sebagai *free cash flow* (FCF). Arus kas biasanya diprediksikan berdasarkan penjualan. Estimasi keperluan kas harus dilakukan agar tidak terjadi kesulitan kas yang dapat menghambat kemajuan perusahaan.

Kegiatan Belajar 4 membahas rasio-rasio keuangan. Pada dasarnya, rasio menunjukkan standardisasi sehingga perbandingan laporan keuangan secara rasio akan memudahkan pihak yang berkepentingan untuk memberikan kesimpulan. Rasio juga banyak dipakai sebagai indikator oleh *stakeholder*. Karena itu, juga diperlukan kehati-hatian dalam memahami rasio karena rasio dapat ‘dipermanis’ atau dapat salah intepretasi jika langsung diperbandingkan.

¹ Hal ini karena merupakan bagian dari mata ajar lainnya.

Setelah mempelajari Modul 1 secara keseluruhan/umum, Anda diharapkan dapat memahami dan menjelaskan aspek-aspek fundamental dari manajemen keuangan. Secara khusus, Anda diharapkan dapat

1. menjelaskan pengertian manajemen keuangan;
2. menjelaskan peran dari manajer keuangan;
3. menjelaskan pengertian dari masalah agensi;
4. menjelaskan masalah agensi antara pemegang saham dan manajer/agen;
5. menjelaskan cara mengurangi masalah agensi;
6. menjelaskan konflik antara pemegang saham agen dan pemegang utang;
7. menjelaskan konflik antara agen pemegang saham junior dan pemegang saham senior;
8. menjelaskan pengertian pasar keuangan;
9. menjelaskan pengertian dan peran pasar uang;
10. menjelaskan pengertian dan peran pasar modal;
11. menjelaskan pengertian dan manfaat laporan keuangan;
12. menjelaskan prinsip-prinsip laporan keuangan;
13. menjelaskan laporan keuangan: neraca;
14. menjelaskan laporan keuangan: laporan laba-rugi;
15. menjelaskan laporan keuangan: arus kas;
16. menjelaskan laporan keuangan: laporan perubahan modal;
17. menjelaskan beberapa hal yang perlu dipertimbangkan dalam laporan keuangan;
18. menjelaskan analisis laporan keuangan secara vertikal;
19. menjelaskan analisis laporan keuangan secara horizontal (*time series*);
20. menjelaskan persamaan perubahan kas sederhana;
21. menjelaskan arus kas secara akuntansi;
22. menjelaskan arus kas secara keuangan;
23. menjelaskan cara mengestimasi besaran keperluan kas dan pendanaan eksternal;
24. menjelaskan anggaran kas;
25. menjelaskan kegunaan laporan kas;
26. menjelaskan pengertian dan manfaat rasio keuangan;
27. menjelaskan rasio-rasio keuangan: likuiditas;
28. menjelaskan rasio-rasio keuangan: solvabilitas;
29. menjelaskan rasio-rasio keuangan: aktivitas;
30. menjelaskan rasio-rasio keuangan: profitabilitas;
31. menjelaskan rasio-rasio keuangan: rasio pasar;

32. menjelaskan *reg flags*;
33. menjelaskan pengelolaan rasio-rasio keuangan;
34. menjelaskan kehati-hatian dalam rasio-rasio keuangan.

KEGIATAN BELAJAR 1

Pengantar Manajemen Keuangan

A. PENGERTIAN MANAJEMEN KEUANGAN

Manajemen keuangan berkenaan dengan pengelolaan keuangan yang melingkupi sumber ataupun penggunaan keuangannya. Pengelolaan keuangan ini secara umum dilakukan pada institusi meskipun tidak menutup kemungkinan juga untuk individu. Secara umum, institusi tersebut berupa institusi bisnis (laba), tetapi juga dapat pada institusi nirlaba.

Pada umumnya, harus direncanakan (secara bersamaan) keperluan (penggunaan) uang dan dari mana uang tersebut diperoleh. Jumlah keperluan dan penggunaan mestilah sama (seimbang). Jumlah ini dapat dilihat pada neraca (*balance sheet*). Sisi kiri neraca berisi aktiva yang menunjukkan penggunaan uang. Uang tersebut ditanamkan dalam harta (*asset*) yang lancar (*current assets*) dan juga aset tetap (*fixed assets*). Sisi kanan neraca berisi pasiva yang menunjukkan sumber pendanaan. Pendanaan juga dapat berupa utang segera bayar (*current liabilities*) serta utang dengan jatuh tempo lebih panjang (*long term debt*) serta penyertaan modal sendiri (*equitas*).

Penggunaan uang dan pendanaan haruslah *match* sehingga tidak menimbulkan masalah di kemudian hari. Aset-aset lancar harus didanai dengan utang lancar; sedangkan aset-aset tetap (masa pakai lama dan bernilai besar) harus didanai dengan pendanaan jangka panjang. Jika aset tetap didanai dengan pinjaman segera bayar, dikhawatirkan institusi akan menghadapi kesulitan keuangan setiap saatnya. Istilahnya akan menghadapi kesulitan likuiditas. Aset-aset lancar juga ‘tidak pantas’ didanai dengan pinjaman jangka panjang karena aset-aset tersebut diperlukan dalam jumlah tertentu dan kontinu sehingga akan memberatkan si pemberi pinjaman.² Aset-aset lancar ini dipergunakan sebagai modal kerja (*working capital*) untuk kepentingan operasional. Pendanaan aset lancar ini berasal dari utang lancar. Selisih antara aset-aset lancar dan utang lancar dikenal sebagai modal kerja bersih (*net working capital*).

Untuk mendapatkan pendanaan tersebut, institusi (perusahaan) dapat memperolehnya melalui pinjaman (partner bisnis) bank; lembaga keuangan selain bank; masyarakat; serta modal sendiri. Untuk mendapatkan dana tersebut,

² Kemungkinan tidak ada yang bersedia memberi pinjaman.

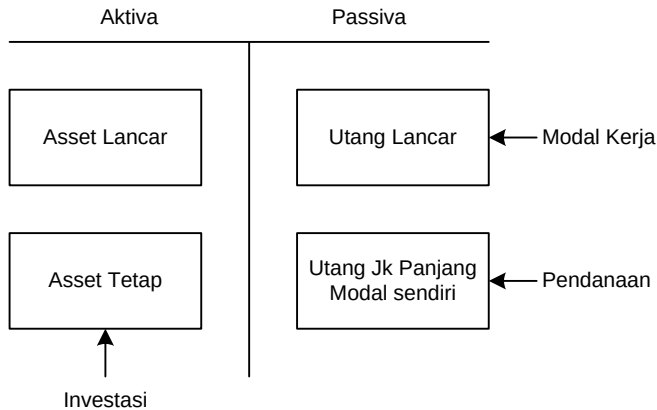
diperlukan pasar keuangan. Pasar ini berfungsi sebagai sarana bertemu antara keperluan dana serta si pendana. Pasar ini tentu saja tidak harus diartikan secara pasar fisik (sebagaimana pengertian umumnya) walaupun tidak menutup kemungkinan ada secara fisiknya. Salah satu bentuk pasar dikenal sebagai bursa.

Untuk menggunakan (dan mendapatkan) uang, diperlukan pasar sebagai sarannya. Hal tersebut dilakukan oleh pengelola keuangan. Dengan demikian, ada tiga komponen penting dalam manajemen keuangan. Komponen itu dapat diringkas sebagai 3M, yakni *money*, *market*, dan *man*. *Money* (uang) sebagai objek pengelolaan; *market* (pasar) sebagai sarana untuk mempertemukan pihak-pihak yang memerlukan dan meminjamkan uang; serta *man* (pengelola) yang melakukan aktivitas manajemen keuangan.

B. PERAN DARI MANAJER KEUANGAN

Pada bagian manajemen keuangan di atas, diketahui peran dari *man* (pengelola/manajer keuangan) dalam hal keuangan. Pengelola ini menjalankan tiga peran (keputusan), yakni pendanaan modal kerja bersih (*net working capital*), keputusan investasi, serta pendanaan untuk investasi. Ketiga bagian tersebut ada pada neraca dan dapat diperhatikan pada Gambar 1.1.

Modal kerja bersih merupakan selisih antara aktiva lancar dan utang lancar. Modal kerja bersih merupakan aktivitas jangka pendek yang harus dikelola oleh manajer. Adakalanya kondisi ini mengalami ketidaksesuaian (*mismatch*) antara aliran kas masuk (*cash inflows*) dan arus kas keluar (*cash outflow*), baik berkenaan dengan waktu maupun besaran (jumlahnya). Akun-akun dalam aktiva lancar ini (kas, piutang, inventori, dan lain-lain) merupakan akun yang diperlukan untuk proses produksi sehari-hari. Adanya piutang akan mengurangi ketersediaan kas, tetapi dapat meningkatkan penjualan. Keterbatasan kas akan mengurangi kemampuan membeli bahan baku (inventori), tetapi dapat disiasati jika sebagian bahan baku diperoleh dengan berutang dagang. Karena itu, manajer perlu mengelola akun-akun ini yang diperlukan agar proses produksi sehari-hari dapat berjalan dengan baik. Ketidakberhasilan mengelola akun ini dapat menyebabkan proses produksi terhambat.



Gambar 1.1
Tiga Keputusan Keuangan

Keputusan investasi berkenaan dengan penempatan dana pada aset tetap (*fixed assets*). Aset tetap diperlukan sebagai landasan untuk memproduksi. Aset tetap, seperti mesin, tanah, dan lain-lain, biasanya bernilai besar dan dipakai dalam jangka waktu yang panjang. Tanpa adanya aset tetap ini, proses produksi tidak terjadi. Demikian juga jika terjadi penurunan kualitas aset tetap, kualitas produksi juga akan turun. Karena itu, aset ini harus dipelihara kualitasnya dengan perbaikan berkala atau penggantian pada saatnya (sesuai rencana). Untuk hal ini, perlu direncanakan secara periodik. Karena diperlukan jumlah uang yang besar, aset tetap harus dibebani dengan pendanaan jangka panjang. Pendanaan jangka panjang ini dikenal sebagai struktur modal (*capital structure*).

Peran ketiga dari manajer keuangan adalah menentukan struktur modal. Hal ini melingkupi komposisi utang jangka panjang serta modal sendiri. Komposisi dipilih oleh manajer dengan mempertimbangkan berbagai hal. Dalam struktur modal ini, biasanya dilakukan untuk memenuhi dana bagi pembelian aset tetap. Selain besaran dana yang diperlukan, lama waktu pengembalian serta beban (misal bunga) dana juga jadi pertimbangan. Karena itu, manajer keuangan harus memikirkan arus kas untuk mengembalikan dana (yang diperoleh) yang melingkupi kapan (waktunya) serta besarnya (pokok + imbalannya). Jika dana diperoleh dari pinjaman, imbalannya adalah beban bunga. Jika dana diperoleh dari modal pemegang saham, pokok dan imbalannya dapat berupa dividen. Biasanya modal pemegang saham akan tertanam di perusahaan (tidak perlu

dikembalikan), tetapi secara periodik pemegang saham juga perlu menikmati hasil (berupa dividen) dari pengorbanan (dana) yang ditanamkannya. Sifat pengembalian hasil (dividen) ini biasanya merupakan kebijaksanaan residual (sisanya). Maknanya, setelah kewajiban kepada pihak luar (kreditor + pemerintah/pajak) ditunaikan, barulah pemegang saham meminta dividen dari laba yang diperoleh. Tentu saja manajer tidak menginginkan memberikan seluruh laba perusahaan bagi pemegang saham karena manajer mempertimbangkan menahan sebagian laba tersebut (laba ditahan/*retained earning*) demi akumulasi modal sehingga akan memperkuat perusahaan dalam melakukan perluasan (ekspansi) usaha. Dalam hal ini, dapat terjadi ‘tarik-menarik’ kepentingan antara manajer dan pemegang saham (lihat selanjutnya bagian masalah agensi).

Dengan demikian, dapat diringkaskan tugas manajer keuangan sebagai berikut. Pertama, mengelola aktivitas rutin yang berupa kelangsungan produksi dengan menjamin ketersediaan bahan baku, penjualan, dan pembayarannya. Kedua, mengelola aset-aset tetap berupa mempertimbangkan umur ekonomisnya, perbaikan terhadap kerusakan-kerusakannya, serta menjamin penggantian pada waktu yang direncanakan. Ketiga, menjamin pengembalian dana bagi kreditor dan pemegang saham secara rutin dan jumlah memadai.

C. PERMASALAHAN AGENSI

Permasalahan agensi (*agency costs*) merupakan *phrase* yang sangat dominan dalam manajemen keuangan. Bahkan, hemat penulis, *phrase* ini adalah inti dari semua keputusan keuangan. Artinya, banyak keputusan keuangan terkait dengan masalah agensi.

Masalah agensi bersumber dari pemisahan antara pemilik dan pengelola. Pada usaha-usaha tahap kecil, masih dimungkinkan pemilik merupakan pengelolanya. Dalam hal ini, pengelola sudah pasti bersungguh-sungguh dalam melakukan pengelolaan perusahaan. Keuntungan perusahaan merupakan keuntungan si pengelola sekaligus pemilik. Ketika perusahaan mulai membesar, dengan berbagai alasan, dapat terjadi pemisahan antara pemilik dan pengelola. Salah satu alasan yang sering diungkapkan adalah perlunya memperkerjakan pengelola yang profesional.

Pengelola perusahaan sebenarnya melakukan dua fungsi sekaligus, yakni mengelola (*entrepretenuer*) dan mengambil risiko (*risk taking*). Dalam hal

pengelolaan, juga terkandung risiko. Masalahnya adalah si pengelola ‘terlalu berani’ mengambil risiko sehingga dapat membahayakan perusahaan. Jika terjadi hal yang buruk bagi perusahaan, tentu saja yang sangat dirugikan adalah pemilik. Namun, jika dalam pengambilan risiko tersebut diperoleh hasil bagus, sangat mungkin pengelola akan mendapatkan manfaat (misal berupa bonus dan sebagainya). Karena itu, manajer melakukan pengambilan risiko atas beban (peluang kerugian) bagi pemilik. Manajer mendapatkan manfaat dengan risiko pemilik (*at the expense of stakeholders*). Inilah salah satu aspek dari masalah agensi.

Aspek lain dari masalah agensi adalah pemanfaatan harta perusahaan untuk kepentingan pribadi, baik dilakukan secara legal (sesuai kaidah/peraturan) maupun dapat secara ilegal. Harta-harta perusahaan dapat dimanfaatkan secara ilegal dengan meminta tunjangan dan lain-lain (*fringe benefits*) yang lebih besar. Misalnya, fasilitas kendaraan, ruang kerja, dan lain-lain yang lebih mewah. Karena disetujui oleh pemilik (pemegang saham), hal tersebut menjadi sah (legal). Namun, mungkin hal tersebut sebenarnya tidak terlalu diperlukan (menunjang kerja). Jika pemanfaatan ilegal, mungkin dilakukan dengan praktik-praktik ‘ilegal’ dengan membuat terjadinya aliran kas perusahaan untuk kepentingan pribadi, memasukkan pengeluaran pribadi menjadi pengeluaran perusahaan, dan sebagainya. Si pengelola dapat membuat aktivitas perusahaan, lalu yang menjalankannya adalah entitas bisnis yang ada dalam kontrol si pengelola.³ Si pengelola dapat juga ‘mengada-adakan’ proyek/aktivitas perusahaan. Namun, sebenarnya proyek tersebut tidak diperlukan (tidak ada relevansinya) dengan perusahaan. Mengapa pengelola melakukannya? Tentu dugaannya, pengelola akan mendapatkan ‘benefit’ dari proyek tersebut.

Dari ilustrasi sederhana di atas, diketahui inti sebenarnya adalah adanya si pengelola (*agent*) yang menyalahgunakan wewenang serta adanya dana yang dapat dimanfaatkan. Dana yang dapat dimanfaatkan ini dikenal sebagai kas (*cash*) atau arus kas bebas (*free cash flow*). Secara teoretis, agen melakukannya dengan berinvestasi (lihat peran manajer nomor 2 di atas), tetapi tidak didasari pertimbangan yang matang. Mengapa? Karena, si pengelola (*agent*) mendapatkan manfaat pribadi dari investasi tersebut.

³ Hal ini mungkin tidak dapat dikatakan ilegal, tetapi lebih ditekankan pada persoalan etika. Misalnya, perusahaan membuat proyek iklan, lalu proyek tersebut dikerjakan oleh biro iklan yang dimiliki oleh si pengelola.

Dari uraian di atas, diketahui adanya kas dapat memicu perilaku buruk (*moral hazard*⁴) dari pengelola. Di sisi lain, kas diperlukan untuk ekspansi/operasi perusahaan. Karena itu, ketiadaan kas merupakan hal yang buruk; tetapi terlalu banyak kas dapat juga menyebabkan hal yang buruk. Hal ini menimbulkan ide untuk selalu membatasi kas dalam jumlah terkontrol; kas yang dapat dikelola oleh agen. Selebihnya harus dikembalikan pada pemilik atau secara konsisten pemilik meminta bagian laba yang diperoleh. Permintaan bagian laba ini dikenal sebagai dividen. Dengan demikian, pembagian dividen secara kontinu dapat merupakan cara efektif untuk mengurangi masalah agensi ini. Easterbrook (1984) telah menguraikan cara ini.

Pemilik telah mengambil sebagian laba sehingga jumlah laba ditahan (akumulasi modal) tidak mencukupi. Pertanyaannya adalah bagaimana jika perusahaan memerlukan dana tunai untuk berinvestasi, sedangkan jumlah kas yang tersedia di perusahaan tidak memadai? Pemilik dapat menganjurkan perusahaan untuk berutang. Jika investasi tersebut memang bagus, tentunya akan ada kreditor yang bersedia membiayainya. Mengapa pemilik menganjurkan berutang, tidak dibiayai sendiri saja?⁵ Adanya utang (kreditor) menyebabkan si pemilik perusahaan menjadi dua, yakni kreditor (*bond/debtholder*) serta pemilik (*stockholder*). Otomatis dengan dua pemilik, pengawasan terhadap manajer akan meningkat. Dalam hal ini, kreditor sangat berkepentingan terhadap dana yang ditanamkannya. Kreditor akan meminta berbagai prasyarat, misal kecukupan beberapa rasio keuangan; adanya dana yang dicadangkan (*sinking funds*); pembayaran pinjaman secara kontinu, dan lain-lain. Pengawasan kreditor ini akan menyebabkan manajer lebih ‘disiplin’ dalam mengelola keuangannya sehingga peluang untuk melakukan *moral hazard* menjadi lebih rendah. Namun, imbalan (negatifnya) bagi pemilik adalah keterbukaan perusahaan tersebut bagi kreditor. Jika perusahaan dilikuidasi, yang berhak pertama kali terhadap perusahaan adalah kreditor, barulah jika ada sisanya menjadi milik pemegang saham. Dengan demikian, utang akan dapat mengurangi peluang pengelola untuk melakukan masalah agensi. Jensen (1986) telah menjelaskan bagaimana perusahaan berutang dapat mengurangi masalah agensinya sehingga berkinerja lebih baik.

⁴ Istilah *moral hazard* umumnya (awalnya) ada pada industri asuransi. Jika seseorang mengikuti program asuransi (misal asuransi kesehatan), cenderung ia berperilaku tidak hati-hati terhadap kesehatannya karena merasa telah diasuransi. Perilaku inilah yang disebut *moral hazard*.

⁵ Mungkin pemilik tidak memiliki dana; tetapi difokuskan saja pembahasannya pada masalah agensi.

Pada solusi masalah agensi dengan utang, dijelaskan utang akan mengurangi masalah agensi melalui adanya peningkatan pengawasan (kontrol) kepada pengelola. Dengan demikian, untuk mengurangi masalah agensi dapat dilakukan dengan peningkatan peran *monitoring* dan evaluasi (*movev*) secara langsung. Dalam hal ini, pemegang saham dapat menempatkan wakilnya untuk melakukan peran *movev* ini secara teratur dan terstruktur.

Sebagaimana dikemukakan di awal, masalah agensi bersumber dari pemisahan antara pemilik dan pengelola. Dengan demikian, jika pemisahan ini dihilangkan, masalah agensi ini secara teoretis mestinya juga hilang. Karena itu, alternatif keempat yang dapat diberikan untuk mengurangi masalah agensi adalah memberikan saham (kepemilikan) bagi si pengelola. Istilahnya, pemberian saham bagi orang dalam (*insider ownership*; IO). Kepemilikan ini dapat diberikan secara gratis atau secara paksa. Secara gratis, berarti dengan sukarela pemegang saham memberikan sahamnya. Secara paksa, itu berarti pengelola wajib memiliki saham (membeli/membayar kepada pemilik). Jika pengelola tidak memiliki uang? Si pengelola dapat berutang kepada bank atas nama utang pribadi, tetapi garansi personal dari pemilik (lihat kotak). Kepemilikan dapat diperluas bukan hanya oleh pengelola, tetapi juga oleh seluruh karyawan. Program ini dikenal sebagai ESOP (*employee stock opportunity program*). Dengan demikian, diharapkan seluruh karyawan rasa memilikinya meningkat, bekerja sungguh-sungguh, perusahaan mendapatkan laba yang tinggi, dan kembali kepada karyawan (pemilik). Tentu saja, tidak seluruh kepemilikan diberikan kepada pengelola/karyawan. Banyak penelitian keuangan (di antaranya Kim, Lee, dan Francis, 1980) menunjukkan perusahaan dengan IO yang tinggi memiliki *return* saham yang juga tinggi.

Dari uraian di atas, diketahui masalah agensi merupakan masalah si pengelola yang mengelola kas/aset tidak semestinya. Terdapat empat cara untuk mengurangi masalah agensi ini, yakni membagikan dividen secara teratur, utang, pengawasan, serta pemberian saham bagi pengelola/karyawan.

Kotak 1: Leverage Buyout Solusi Jitu

Scott memberi sebuah perusahaan baru dengan dana dari utang (*leverage buyout*). Scott kemudian mewajibkan dewan direksi untuk memiliki saham tersebut dengan utang pribadi. LBO diartikan kepemilikan perusahaan oleh internal (manajer) melalui utang. Dalam kasus Scott ini, utang yang dilakukan oleh manajer sepenuhnya atas tanggung jawab pribadi manajer dengan sepengetahuan perusahaan. Jadi, utang yang terjadi bukanlah utang

perusahaan. Dengan demikian, sekarang risiko perusahaan merupakan ‘inheren’ risiko manajer. Tentu saja yang diharapkan oleh semua pihak, manajer akan lebih hati-hati dan bersungguh-sungguh dalam mengelola perusahaan. Karena itu, wajar jika diperoleh dampak positif, yaitu peningkatan *value* (*value creation*) dan perubahan organisasi.

LBO juga menciptakan perubahan organisasi. Dalam hal ini, Δ organisasi berupa (i) konstraint karena $\uparrow$ Leverage; (ii) Δ kompensasi; serta (iii) Δ *monitoring* dan *advised*. Ketiga perubahan di atas sesuai dengan teori agensi. Perubahan dalam struktur keuangan (*financial structure*) menyebabkan perubahan organisasi selanjutnya adalah perubahan kinerja. Dalam kasus Scott, *leverage* meningkat hingga 91% dan kinerja operasi Scott meningkat drastis, misalkan saja EBIT naik 56%.

Lebih lanjut, perubahan organisasi dapat dijelaskan sebagai berikut. Kenaikan utang akan menimbulkan konstrain tertentu, yakni perlunya *cash requirement*, kewajiban *sinking funds*, dan jika gagal, manajer akan kehilangan pekerjaannya. Batasan yang dinyatakan dalam utang (*debt covenant*) melingkupi membatasi keputusan investasi dan produksi perusahaan; membatasi dividen kas; serta penjualan aset diperbolehkan, tetapi 75% dananya untuk pembayaran utang. Perubahan organisasi yang lain berkenaan dengan *perubahan kompensasi dan insentif*, bonus dinaikkan dan diperluas penerimanya. Sebelumnya, sangat kecil variasinya dan tidak signifikan (sekitar 1/7 gaji). Setelah LBO, bonus dilakukan berdasarkan pencapaian target (80—125%). Dalam hal prosedur kerja, diadakan perubahan/kenaikan standar kerja, bekerja lebih giat dengan waktu kerja lebih lama, lebih fokus, serta memaksa karyawan memiliki saham. Dalam hal keuangan, diberlakukan kinerja keuangan minimal. Dalam mengambil keputusan, sekarang dapat dilakukan tanpa persetujuan *superiors* (*supervisor*), memiliki kesempatan untuk mengelola *cash balance*, mampu menurunkan *wc requirement* sebesar 42%, serta memiliki unit tugas (*task force*) untuk modal kerja. Dalam hal produksi dan inventori, terjadi perbedaan antara sistem lama dan sistem yang baru. Sistem lama menurunkan *cost* dalam jangka panjang, tetapi sistem yang baru menurunkan *inventory*. Aset *turnover* naik 54%; meminta negosiasi ulang dengan *supplier* untuk pembayaran lebih lama dan *rebate* lebih besar. Dalam hal tenaga kerja, saat puncak pakai tenaga *part time* saja tidak *full time*⁶; segala fasilitas yang ada

⁶ Tanpa bermaksud untuk area yang lebih ‘politik’ ketenagakerjaan, perkembangan *outsourcing* mungkin dapat dimaksudkan sebagai hal ini.

(*benefit*) tetap dipertahankan. Scott juga melakukan pendekatan ke pasar produk, yakni membeli *hyponex* (perusahaan/produk sejenis, tetapi lebih rendah harganya) untuk memperluas pasar dengan nama yang baru. Dewan direksi diisi oleh beberapa orang baru dengan latar belakang yang berbeda-beda. Diadakan juga *advisor*, tetapi tidak sebagai pengambil keputusan (disarikan dari paper Baker & Wruck (1989) serta ditulis ulang dari buku yang telah ditulis oleh penulis).

1. Konflik Kreditor dan Manajer-Pemegang Saham

Pada bagian sebelumnya, dibahas konflik antara agen (pengelola/manajer) dan pemegang saham. Konflik ini bersumber dari pemisahan antara pengelola dan agen. Agen melakukan tindakan yang merugikan bagi pemegang saham, setidaknya tidak melakukan tindakan yang akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pada bagian ini, akan dibahas bentuk konflik yang lain, yakni antara pemegang saham (juga agen) dan kreditor (*bond/debtholder*). Konflik ini bersumber dari pemanfaatan dana (kas) utamanya dalam hal skala prioritas serta pengambilan risiko yang dilakukan oleh agen.

Jika perusahaan memiliki utang, sumber pendanaan menjadi dua, yakni kreditor dan pemegang saham. Hak pertama terhadap aset-aset perusahaan adalah kreditor. Karena itu, pemegang saham hanya memiliki hak sisa (*residual*) dan ini dianggap lebih berisiko⁷. Semakin besar dana kreditor yang dipergunakan, semakin tinggi risiko bagi pemegang saham.

Namun, dengan adanya dana kreditor, pemegang saham menjadi terbantu usahanya. Lebih lanjut, perusahaan dapat melakukan ekspansi dengan dana kreditor. Jika mendapatkan laba, pemegang saham akan menikmatinya. Jika mengalami kerugian, kreditor akan ikut menanggung kerugian tersebut. Jika perusahaan untung, kreditor hanya akan memperoleh sebesar perjanjian yang telah disepakati. Karena itu, kreditor tidak mendapat manfaat lebih dari laba perusahaan. Sementara itu, jika mengalami kerugian, kreditor akan berpotensi kehilangan dana yang ditanamkan. Sebaliknya, pemegang saham akan mendapatkan manfaat lebih besar jika perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Adanya perbedaan kepentingan ini, dapat mendorong konflik antara pemegang saham dan kreditor, dalam hal arahan/orientasi bisnis yang dijalankan. Karena agen merupakan pilihan *stockholder*, pada umumnya agen akan berada pada pihak *stockholder*.

⁷ Dalam teori struktur modal (Modigliani-Miller), pemegang saham akan meminta pengembalian lebih tinggi lagi.

Misalkan, PT ABC membutuhkan investasi sebesar Rp1000 juta, yaitu sebesar Rp700 juta diperoleh dari utang, sedangkan sisanya (Rp 300 juta) dari modal sendiri. Terdapat dua peluang investasi, yakni X dan Y. Kedua investasi ini memiliki dua kemungkinan hasil (masing-masing dengan peluang 50%). Hasil peluang tersebut dapat diperhatikan pada Tabel 1.1 berikut.

Tabel 1.1
Peluang Hasil Investasi dari Beberapa Alternatif Investasi

	Arus Kas Jika Bisnis		<i>Expected Value</i>
	Jelek ($p=0.5$)	Bagus ($p=0.5$)	
Investasi X	800	1500	1150
Investasi Y	400	1700	1050

Diasumsikan terlebih dahulu (hanya untuk memudahkan), suku bunga berlaku (faktor diskonto) sebesar 0%⁸. Dengan demikian, nilai ekspektasi masing-masing investasi tersebut sebagai berikut.

$$\text{Investasi X} = 0.5 \cdot 800 + 0.5 \cdot 1500 = 1150$$

$$\text{Investasi Y} = 0.5 \cdot 400 + 0.5 \cdot 1700 = 1050$$

Jika semua investasi didanai seluruhnya dari modal sendiri, otomatis investasi X yang dipilih (perhitungan di atas). Namun, bagaimana jika dana sebagian dibiayai oleh utang? Untuk hal ini, ada dua nilai sekarang (*present value*), yakni untuk *bondholder* dan sisanya untuk *stockholder*. Perhitungannya sebagai berikut.

Nilai sekarang untuk *stockholder*

$$\text{Investasi X} = 0.5(800-700) + 0.5(1500-700) = 450$$

$$\text{Investasi Y} = 0.5(0) + 0.5(1700-700) = 500$$

Tampak pilihan investasi Y akan menguntungkan bagi *stockholder*. Dengan demikian, ada kemungkinan investasi ini yang dipilih (walaupun investasi ini

⁸ Jika suku bunga berlaku positif, nilai di atas perlu didiskontokan dengan $(1+r)^t$.

lebih berisiko⁹). Apakah investasi ini merugikan *bondholder*? Tentunya, harus dilihat dari *expected value* yang diterima *bondholder*. Dihitung seperti berikut.

Nilai sekarang untuk *bondholder*

$$\begin{aligned}\text{Investasi X} &= 0.5(700) + 0.5(700) &= 700 \text{ (pasti terbayar)} \\ \text{Investasi Y} &= 0.5 (400) + 0.5 (700) &= 550 \text{ (peluang rugi 150)}\end{aligned}$$

Perhatikan investasi Y. Dari sudut pandang *bondholder*, terdapat peluang rugi sebesar Rp150 juta. Karena itu, jika *bondholder* dapat menganalisis situasi ini, *bondholder* tidak akan berkenan memberikan pinjaman sebesar Rp700 juta, tetapi hanya berkenan sebesar Rp550 juta (modal sendiri meningkat menjadi 450 juta). Dengan demikian, pemegang saham dipaksa untuk menambah modalnya. Bagaimana hasil NPV-nya?

Nilai sekarang untuk *stockholder*

$$\begin{aligned}\text{Investasi X} &= 0.5(800-550) + 0.5(1500-550) = 600 \\ \text{Investasi Y} &= 0.5 (0) + 0.5(1700-550) &= 575\end{aligned}$$

Ternyata, investasi X lebih menguntungkan. Mestinya, manajer akan mengambil investasi X, bukan Y. Dengan demikian, jika *bondholder* memiliki pengetahuan cukup luas, pemegang saham dipaksa menambah modal (beban) berkenaan dengan kemungkinan atau kecenderungan pengambilan risiko berlebih oleh *stockholder* sehingga pilihan investasi yang diambil tidak merugikan *bondholder*.

Bagaimana cara *bondholder* melindungi kepentingannya? Pertama, membuat peraturan yang mengikat (*protective covenant*), misalkan memberikan rambu-rambu berkenaan dengan proyek yang dapat dijalankan. Tentu saja, *bondholder* memiliki kelemahan, yakni tidak dapat mendetailkan bisnis yang diperkenankan. Juga, *covenant* dapat dilakukan dengan membuat kriteria-kriteria rasio-rasio keuangan tertentu untuk dipenuhi oleh manajemen perusahaan atau mengatur kas.¹⁰ Kedua, membuat pinjaman jangka pendek sebagai ganti pinjaman jangka panjang. Hal ini karena utang jangka pendek ‘kurang sensitif’ terhadap perubahan kebijakan atau pemegang saham cenderung

⁹ Definisi dari investasi berisiko adalah memiliki peluang yang kecil, tetapi memberikan hasil yang besar atau juga dapat dinyatakan selisih hasil yang tinggi dari dua peluang.

¹⁰ Misalnya, tidak diperkenankan menjual aset tetap. Jika aset tetap dijual, sebagian besar kasnya untuk *bondholder*.

memaksimalkan kekayaannya dalam waktu yang lebih panjang. Ketiga, membuat opsi pinjaman yang dapat di *-convertible*. Tentu saja, pinjaman yang dapat *convertible* (diubah) haruslah diubah menjadi sesuatu yang menguntungkan bagi pemegang utang.

2. Kebangkrutan, Obligasi Senior, dan Obligasi Junior

Pengajuan kebangkrutan dapat terjadi jika suatu perusahaan memiliki kewajiban kepada *bondholder* (senior) dan tidak dapat memenuhi kewajiban tersebut. *Bondholder* (senior) mengajukan gugatan pailit ini. Jika dipenuhi oleh pengadilan, aset-aset perusahaan akan disita (dijual), yaitu uang kas yang diperoleh menjadi hak *bondholder* (senior) sesuai dengan besarnya utang. Sisanya barulah milik *bondholder* (junior) dan pemegang saham. Tentu saja perusahaan berusaha sedapat mungkin menghalangi usaha ini agar perusahaan dapat tetap beroperasi (*going concern*). Ini merupakan potensi konflik yang dapat terjadi. Namun, potensi konflik ini justru dapat dihindari dengan memanfaatkan keberadaan *bondholder* junior.

Misalkan saja, PT A memiliki utang (senior) sebesar Rp1000 juta (jatuh tempo tahun depan; $T=1$) dengan beban kupon yang akan segera jatuh tempo sebesar Rp150 juta (T_0). Selain itu, perusahaan memiliki utang (junior) sebesar Rp200 juta; jatuh tempo tahun depan. Jika perusahaan dilikuidasi saat ini, diperkirakan nilainya sebesar Rp1200 juta. Jika perusahaan diupayakan tetap beroperasi (*going concern*) hingga tahun depan, terdapat dua peluang sama besar (50:50), yakni berhasil nilai perusahaan akan sebesar Rp1500 juta dan peluang gagal nilai perusahaan akan sebesar Rp500 juta. Dengan demikian, ekspektasi nilainya hanya sebesar Rp1000 juta. Dengan kondisi ini, pemegang obligasi senior akan lebih menyukai jika perusahaan dilikuidasi saat ini. Dari Rp1200 juta, sebesar Rp1150 juta menjadi hak pemegang saham senior, Rp50 juta untuk obligasi junior, dan PT A tidak mendapatkan apa pun. Tentu saja PT A tidak menginginkannya.

PT A dapat menjalankan taktik dengan mempergunakan *bondholder* junior. PT A, misalnya, dapat meminta pinjaman tambahan sebesar Rp150 juta untuk memenuhi beban kupon sehingga perusahaan dapat menjalankan usahanya (*going concern*). Jika pada tahun depan perusahaan berhasil, nilai perusahaan akan menjadi 1500 juta. Dengan nilai tersebut, perusahaan dapat membayar obligasi senior dan bersisa Rp500 juta. Kewajiban pada *bondholder* junior sebesar Rp350 juta. Dengan demikian, jika *bondholder* junior mendapatkan Rp450 juta, tersisa untuk pemegang saham sebesar Rp50 juta. Kondisi ini akan

menguntungkan, baik bagi *bondholder* junior maupun pemegang saham. Jika terjadi, keperluan dana (selama ini bersumber dari *bondholder* senior) dapat digantikan dengan menerbitkan utang baru. Kunci dari masalah ini adalah apakah *bondholder* junior bersedia ‘memberikan’ tambahan pinjaman sebesar Rp150 juta. Hal kedua adalah seberapa besar keyakinan akan situasi bagus (berhasil) yang terjadi. Jika kondisi buruk yang terjadi, tentu saja *bondholder* junior tidak bersedia menambahkan pinjaman.

Kotak 2: Perusahaan yang Menerbitkan Saham dan Obligasi

Perusahaan dapat menerbitkan saham dan obligasi. Keinginan pemegang saham salah satunya adalah menerima dividen. Namun, jika terjadi pembagian dividen, hal itu dapat menyebabkan ‘kecemburuan’ bagi pemegang obligasi. Karena itu, dampak perubahan dividen (Δdiv) diduga memengaruhi harga saham (P_s) sekaligus harga obligasi (P_b). Riset oleh Dhillon & Johnson (1994) menunjukkan dua hipotesis yang tidak bersifat *mutually exclusive*, yaitu (i) *information content hypothesis (ICH)* dan (ii) *wealth redistribution hypothesis (WRH)*. Jika yang berlaku ICH, $\Delta \text{div} \uparrow$ dihipotesiskan akan $P_s \uparrow$ dan $P_B \uparrow$. Jika yang berlaku WRH, $\Delta \text{div} \uparrow$ dihipotesiskan akan $P_s \uparrow$ dan $P_B \downarrow$. Hasil riset menunjukkan kenaikan dividen yang besar ($>30\%$), *return* saham rerata dua hari sebesar $+1.21\%$, sedangkan *return* rerata dua hari *bond* sebesar -0.33% . Respons pasar ternyata bertolak belakang. Apakah berlaku pemindahan kekayaan (*wealth transfer*)?

D. PASAR KEUANGAN

Pasar keuangan adalah sarana untuk mempertemukan permintaan dan penawaran dana. Permintaan dana biasanya bersumber dari perusahaan (juga dapat pemerintah), sedangkan penawaran dana bersumber dari masyarakat (secara umum). Tanpa adanya pasar, mempertemukan kedua pihak ini akan menjadi tidak efisien, baik dari segi waktu maupun beban/biaya yang dikeluarkan. Beban tersebut termasuk ‘beban informasi’ yang harus dikeluarkan, beban dana, dan sebagainya.

Semakin terorganisasi pasar keuangan, semakin mudah mempertemukan kedua pihak ini. Selain itu, semakin terorganisasi suatu pasar akan semakin efisien: cepat dan murah. Untuk membuat pasar menjadi terorganisasi, diperlukan dukungan teknologi dan sumber daya manusia yang andal. Karena

itu, kemajuan teknologi dan kemampuan SDM mutlak diperlukan bagi pasar keuangan.

Secara umum, pasar keuangan dibagi menjadi dua, yakni pasar uang (*money market*) dan pasar modal (*capital market*). Pasar uang dan pasar modal ini ada secara bersama-sama dapat merupakan substitusi ataupun komplementer. Pasar uang merupakan substitusi bagi pasar modal (begitu juga sebaliknya) karena menjadi pilihan alternatif bagi pihak yang berkepentingan, baik sebagai pendana (investor) maupun yang memerlukannya. Sementara itu, pasar uang merupakan komplementer bagi pasar modal (begitu juga sebaliknya) karena keduanya dapat saling melengkapi serta memengaruhi situasi pasar keuangan secara umum.

1. Pasar Uang

Pasar uang mempertemukan *supplier* dan pengguna dana dalam arti jangka pendek. Biasanya jatuh tempo transaksi dalam waktu kurang dari satu tahun dan surat berharga yang dijualbelikan merupakan surat berharga yang likuid (kualitas tinggi). Pasar uang dibutuhkan karena banyak *stakeholder* yang mengalami masalah *mismatch* dalam hal arus kasnya. *Stakeholder*¹¹ yang kelebihan kas dalam jangka pendek dapat memanfaatkan pasar uang untuk memberikan pinjaman (*lending*) sehingga mendapatkan tambahan penghasilan. Sebaliknya, *stakeholder* yang mengalami masalah kekurangan kas (*shortage*) dapat meminjam (*borrow*) pada pasar uang dengan membayar beban bunga. Biasanya pasar uang ini diperlukan untuk mengelola modal kerja. Misalkan, terdapat sejumlah tagihan yang belum jatuh tempo, tetapi saat ini terdapat pembayaran (beban operasional) yang harus segera dibayar. Untuk menghadapi *mismatch* ‘sesaat’ ini, dapat digunakan peran dari pasar uang.

Pasar uang dapat juga dipergunakan oleh pemerintah (BI) untuk mengatur jumlah uang beredar. Hal ini karena salah satu instrumen pasar uang adalah sertifikat Bank Indonesia (SBI). Selain dari SBI, instrumen pasar uang dapat diciptakan oleh lembaga keuangan, misal deposito berjangka, wesel berjangka, *letter of credit* (L/C), atau oleh perusahaan seperti Commercial Paper.¹² Adanya berbagai pilihan ini akan memberikan manfaat bagi *stakeholder*. Setidaknya, ada

¹¹ *Stakeholder* yang terlibat dapat berupa lembaga keuangan, perusahaan, lembaga pemerintah, serta individu.

¹² Deposito biasanya diterbitkan oleh bank dan dapat diperjualbelikan sebelum jatuh tempo. Wesel berjangka diterbitkan dan diterima oleh pihak-pihak yang terlibat dalam transaksi (nasabah bank). LC biasanya digunakan untuk jaminan pembayaran transaksi ekspor-impor. *Commercial paper* adalah surat utang yang diterbitkan perusahaan (besar) dan dijual langsung pada investor.

tiga pihak yang terlibat, yakni investor (penyandang dana), debitur (pihak yang perlu dana), serta lembaga penyelenggara/perantara (*security house*). Pihak investor akan mendapatkan penghasilan (bunga). Pihak debitur mendapatkan keperluan dana dengan beban bunga yang relatif rendah. Sementara itu, penyelenggara biasanya akan mendapatkan selisih (margin) dari aktivitasnya.

Meskipun tampaknya pasar uang ini sangat bermanfaat dan menguntungkan, tetap saja terkandung risiko dalam hal transaksinya. Risiko terbesar adalah gagal bayar (*default risk*), yakni ketika satu pihak tidak mampu membayar kewajibannya. Risiko lainnya di antaranya adalah beban bunga yang dibayar (*interest rate risk*), risiko kurs (*foreign exchange risk*) jika berkenaan dengan mata uang asing (valas), risiko politik jika terjadi perubahan undang-undang, serta risiko likuiditas jika terjadi kesulitan dalam hal menjual ulang surat berharga tersebut di pasar uang. Terdapat juga risiko inflasi (*inflation rate risk*) karena akan menyebabkan turunnya nilai aset pasar uang tersebut.

2. Pasar Modal

Pasar modal mempertemukan juga dua pihak yang berkepentingan, yakni pencari dana (emiten) serta investor (*supplier*), tetapi dana yang diikat ada pada kontrak jangka panjang. Dana ini dapat menunjukkan periode panjang (*long term*), misal obligasi, bahkan dapat seumur hidup, yakni melalui kepemilikan perusahaan (saham). Penghimpunan dana melalui pasar modal biasanya untuk pembiayaan investasi (lihat peran manajer di atas). Investasi biasanya memerlukan dana yang besar. Karena itu, harus dibiayai dengan pembiayaan jangka panjang. Dalam hal ini, pembiayaan pasar modal dipergunakan oleh perusahaan untuk memenuhi modal (struktur modal).

Karena pembiayaan ini berkenaan dengan jangka waktu panjang, risiko kedua belah pihak (terutama investor) juga akan meningkat. Hal ini karena semakin panjang waktu jatuh temponya, semakin tinggi risiko ketidakpastiannya. Karena itu, investor akan meminta imbalan (*return*) yang lebih besar dan perusahaan akan menyediakan dana lebih besar juga. Risiko lain bagi investor adalah perusahaan mengalami *default*, sedangkan risiko bagi perusahaan jika situasi ekonomi membaik yang menyebabkan rendahnya beban pendanaan (turunnya suku bunga), tetapi perusahaan sulit menggantikan pendanaan yang telah disepakati.

Pasar modal sangat penting bagi perusahaan sebagai alternatif pendanaan (struktur modal) agar tidak tergantung pada satu jenis pendanaan (biasanya kredit bank). Dana yang diterima pun biasanya dalam jumlah yang besar, pada

satu waktu tertentu (sekaligus), serta tidak memiliki perjanjian (*covenant*) yang mengikat (ketat) sehingga pengelola memiliki kebebasan dalam mengatur arus uangnya. Dengan adanya pendanaan ini, diharapkan perusahaan memiliki kecukupan dana untuk menjalankan sistem produksinya dengan baik. Sebaliknya, bagi investor (masyarakat luas) adanya pasar modal merupakan tambahan alternatif untuk berinvestasi dan juga dapat diartikan sebagai sarana pemerataan pembangunan.¹³ Adanya kepemilikan perusahaan (saham) juga akan memperluas basis ekonomi dan manajemen risiko. Sikap ini secara tidak langsung akan mendorong timbulnya semangat kewirausahaan secara lebih luas. Kepemilikan saham oleh masyarakat akan mendorong pengelola melakukan upaya pengelolaan yang lebih transparan dan lain-lain atau dikenal sebagai pengelolaan perusahaan secara baik (*good corporate governance*; GCG).

Pasar modal dikenal sebagai *leading indicator* perekonomian. Kondisi ekonomi suatu negara dicerminkan pertama kali (*lead*) oleh maju/mundurnya pasar modal. Pasar modal juga merupakan tempat transaksi (aliran dana) yang cepat juga likuid, baik investor dalam negeri maupun luar negeri. Karena itu, pasar modal juga memengaruhi jumlah valas yang tersedia, selanjutnya juga dapat memengaruhi (secara tidak langsung) jumlah cadangan devisa. Pasar modal juga memerlukan institusi-institusi pendukung, seperti *underwriter* (penjamin emisi), bank kustodian, *broker*/pialang, dan sebagainya; yaitu lembaga-lembaga tersebut memerlukan sumber daya yang andal. Dengan demikian, pasar modal dapat menyerap sumber daya terbaik di suatu negara.

Dari uraian ringkas mengenai pasar uang dan pasar modal, diketahui peran penting dari kedua pasar tersebut. Hampir dapat dipastikan, suatu ekonomi negara akan ada pada posisi ‘sulit’ tanpa adanya kedua pasar tersebut. Kedua pasar akan membuat sistem produksi di suatu negara akan berjalan ‘mulus’ dan menguntungkan bagi banyak pihak.

Kotak 3: Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi pasar¹⁴ Bursa Efek Indonesia (BEI) pada akhir tahun 2014 (2015) sebesar Rp3.247 (3537) triliun rupiah. Pada akhir tahun 2016, diharapkan dapat tumbuh sekitar 30%. Sebagai bandingannya, PDB Indonesia pada akhir tahun 2015 sebesar Rp7.427 triliun. Dengan demikian,

¹³ Investor memperoleh pendapatan dari kenaikan harga saham (*capital gain*) juga dari pembagian laba yang diperoleh (*dividen*).

¹⁴ Harga dikalikan dengan jumlah saham untuk setiap emiten. Kapitalisasi pasar di sini merupakan akumulasi dari seluruh emiten.

proporsi kapitalisasi pasar BEI terhadap PDB pada tahun 2015 mencapai 47.6%. Sangat besar! BEI menargetkan pada akhir tahun 2015 kapitalisasi pasar saham senilai US\$750 miliar. Sebanyak 22.25% (Rp787,12 triliun) per 30 Desember 2015 disumbangkan oleh kapitalisasi saham perbankan (30 bank). Tiga bank dengan kapitalisasi saham terbesar adalah PT Bank Central Asia Tbk (BBCA) Rp195,26 triliun, PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BRI) 164,85 triliun, dan PT Bank Mandiri Tbk (BMDI) sebesar Rp155,92 triliun. Saat ini, diperkirakan jumlah kelas menengah Indonesia sekitar 100 juta orang (*inilah.com*; beberapa sumber diakses 07/04/2011).



LATIHAN

Untuk memperdalam pemahaman Anda mengenai materi di atas, kerjakanlah latihan berikut!

- 1) Jelaskan berkenaan dengan pengertian manajemen keuangan!
- 2) Jelaskan keterkaitan 3M (*man; money; market*) dalam manajemen keuangan!
- 3) Jelaskan tiga fungsi manajer keuangan!
- 4) Jelaskan pengertian masalah agensi! Jelaskan bagaimana konflik dapat terjadi antara pemegang saham/pengelola dan pemegang utang!
- 5) Jelaskan empat cara untuk mengurangi masalah agensi!
- 6) Jelaskan beda antara pasar uang dan pasar modal!

Petunjuk Jawaban Latihan

- 1) Pengelolaan keuangan melingkupi sumber dan penggunaannya (dapat dan harus diperjelas sendiri; Lihat 1.1).
- 2) Lihat bagian A merupakan tiga komponen yang saling terkait dengan komponen *man* sebagai pengelolanya.
- 3) Mengelola modal kerja, investasi, serta pendanaannya (lihat bagian B).
- 4) Konflik antara pengelola dan pemilik (lihat bagian C) jika manajer/pemilik mengambil risiko berlebih atas perusahaan dengan biaya pemegang utang (lihat bagian C).
- 5) Pemberian saham, utang, kontrol oleh dewan komisaris, dan pembagian dividen (lihat bagian C).

- 6) Pasar uang untuk pendanaan jangka pendek, sedangkan pasar modal untuk pendanaan jangka panjang (lihat bagian D).



RANGKUMAN

Pada Modul 1 Kegiatan Belajar 1 ini, dijelaskan beberapa hal fundamental berkenaan dengan manajemen keuangan. Beberapa inti sari penting dapat dituliskan sebagai berikut.

1. Pengertian manajemen keuangan berkenaan dengan pengelolaan uang (*money*), oleh pengelola (*man*), dan dipertemukan di pasar keuangan (*market*). Dengan demikian, manajemen keuangan berkenaan dengan konsep 3M tersebut: *man*, *money*, dan *market*.
2. Berkenaan dengan pengelolaan keuangan, manajer keuangan memiliki tiga fungsi utama, yakni mengelola modal kerja bersih (*net working capital*), mengelola dana investasi, serta mencari pendanaan (struktur modal) untuk investasi tersebut.
3. Pengelolaan perusahaan dapat dilakukan oleh profesional, yaitu profesional ini bukanlah pemilik. Pada kondisi pengelola bukan pemilik ini, dapat terjadi konflik dan dikenal sebagai masalah agensi (*agency problem*). Konflik juga dapat terjadi antara pengelola (pemilik saham) dengan kreditor (*bondholder*).
4. Pasar keuangan sebagai tempat mempertemukan pihak-pihak yang berkepentingan (*supplier* dan *demand* dana). Terdapat dua pasar keuangan, yakni pasar uang dan pasar modal. Pasar uang ditujukan untuk transaksi segera (jangka pendek), sedangkan pasar modal ditujukan untuk transaksi jangka panjang.



TES FORMATIF 1

Jawablah pertanyaan berikut!

- 1) Cobalah kunjungi situs BEI (www.idx.co.id). *Download*-lah lima laporan keuangan PT terbuka dari satu industri yang sama. Analisislah jumlah modal kerja, besaran investasi, serta struktur modalnya. Coba beri kesimpulan Anda. Perhatikan pula daftar pemilik/pemegang sahamnya dan pengelolanya? Kaitkan dengan masalah agensi.
- 2) Apa yang terjadi jika keperluan jangka pendek dibiayai (didanai) oleh utang jangka panjang? Sebaliknya, apa yang terjadi jika keperluan jangka panjang dibiayai oleh utang jangka pendek?

- 3) Dari tiga fungsi manajer keuangan, menurut Anda mana yang lebih penting?
- 4) Ada empat cara mengurangi masalah agensi. Menurut Anda, cara mana yang paling efektif mengurangi masalah agensi? Menurut Anda, cara mana yang termurah untuk pemegang saham?
- 5) Bagaimana perilaku manajer keuangan jika perusahaan 100% dananya bersumber utang? Bagaimana pula jika perusahaan 100% dananya bersumber dari pemegang saham?

Cocokkanlah jawaban Anda dengan Kunci Jawaban Tes Formatif 1 yang terdapat di bagian akhir modul ini. Perhatikan dan cermatilah penjelasan dalam kunci jawaban tersebut

Apabila jawaban Anda sebagian besar benar, Anda dapat meneruskan dengan Kegiatan Belajar 2. **Bagus!** Jika masih ada kesalahan, sebaiknya Anda mengulang materi Kegiatan Belajar 1, terutama bagian yang belum dikuasai.

KEGIATAN BELAJAR 2

Laporan Keuangan

Jika melihat suatu perusahaan yang memiliki pabrik luas, tenaga kerja banyak, dan memproduksi sepanjang tahun, tentu disimpulkan perusahaan tersebut tergolong besar. Lalu, berapakah besarnya? Kita tak dapat lagi hanya dengan menyebutkan luas pabrik sebagai ukuran besarnya. Dapat saja suatu perusahaan dengan pabrik yang kecil, tetapi sebenarnya memiliki nilai yang lebih besar. Untuk itu, diperlukan standardisasi ukuran besarnya. Standar itu biasanya dinyatakan dalam mata uang (rupiah). Standar tersebut dinyatakan dalam laporan keuangan.

Pada laporan keuangan tersebut, akan dapat dilihat besaran kekayaan (aset), nilai produksi, besarnya beban gaji (tenaga kerja), dan juga jumlah uang yang dimiliki oleh perusahaan. Pada laporan keuangan tersebut, juga diketahui besarnya utang yang dimiliki perusahaan serta modal yang disetor dan modal yang ada pada perusahaan. Hal-hal tersebut dapat lebih menjelaskan kondisi perusahaan dibandingkan pengamatan langsung. Laporan tersebut juga lebih dapat dibandingkan dengan perusahaan sejenis jika ingin dibuat perbandingannya.

Karena laporan keuangan memberikan informasi yang ‘cukup akurat’ menggambarkan kondisi perusahaan, perusahaan diwajibkan memiliki laporan keuangan. Laporan keuangan tersebut dapat dipelajari oleh *stakeholder*, di antaranya pemilik, kreditor, pemerintah (untuk kepentingan pajak), investor, dan juga akademisi. Karena itu, standardisasi evaluasi terhadap perusahaan dimulai dengan mengevaluasi laporan keuangannya.¹⁵

Informasi keuangan ditunjukkan oleh laporan keuangan. Laporan keuangan menunjukkan apa yang terjadi pada waktu lampau (*ex-post*) hingga saat laporan dibuat. Terdapat empat laporan keuangan, yaitu neraca (*balance sheet*), laporan laba-rugi (*income statement*), laporan arus kas (*cashflow statements*), serta laporan perubahan modal. Laporan ini terikat pada aturan akuntansi yang telah distandardisasi.

¹⁵ Evaluasi lain yang melengkapi, tetapi sama pentingnya adalah pasar yang dikuasai, pengelola (manajemen) dan SDM, serta unsur-unsur lainnya.

A. PRINSIP-PRINSIP LAPORAN KEUANGAN

1. Basis Akrua

Laporan keuangan mengikuti prinsip akuntansi dan dikenal dengan prinsip akrual (*accrual*). Prinsip akrual menunjukkan pengakuan dan kapan penerimaan/beban dapat diakui. Prinsip yang konservatif menunda pengakuan penerimaan sampai benar-benar yakin diterima serta mendahulukan pengakuan beban. Pengakuan di sini tidaklah mesti sama dengan penerimaan uang (prinsip kas). Prinsip akrual untuk penerimaan (*revenue*) dari penjualan akan diakui pada periode saat barang dijual atau jasa telah dijalankan (seluruhnya atau secara substansial).¹⁶ Demikian pula beban yang benar-benar terjadi pada periode tersebut (*current period*). Sebagai contoh, beban tenaga kerja dan beban material.

Misalkan, dilakukan penjualan secara kredit. Penjualan tersebut dapat diakui sebagai penerimaan (*revenue*) walaupun tidak diterima kasnya. Pembayaran sewa gedung tunai untuk masa sewa tiga tahun, misalnya Rp60 juta. Pada tahun ini, gedung baru terpakai setahun. Pengakuan beban gedung (untuk laporan tahun ini) sebesar Rp20 juta walaupun uang kas yang dikeluarkan sebesar Rp60 juta. Hal ini karena masa manfaat yang telah dipakai memang barulah satu tahun. Demikian juga dengan beban lainnya, semisal beban asuransi (dibayar di muka). Ada juga beban yang belum dibayarkan, tetapi manfaatnya telah diterima saat ini maka wajiblah diperhitungkan bebannya pada periode saat ini juga. Misalkan, gaji karyawan yang terutang, beban listrik, telepon, dan lain-lain yang belum dibayar.

2. Waktu Pengakuan

Persoalan utamanya adalah kapan penerimaan bisa diakui (*revenue can be recognize*) dan kapan beban dicocokkan, secara wajar jika pekerjaan telah diselesaikan (serah terima). Namun, dapat saja terjadi pengaturan pengakuan. Dalam hal ini, dapat dimajukan atau dimundurkan. Bagian ini merupakan kelemahan tersendiri serta rawan terhadap *vested interest* atau *earning management*.¹⁷ Begitu juga dengan pengakuan umur ekonomis mesin serta

¹⁶ Untuk proyek berdasarkan persentase penyelesaian proyek.

¹⁷ Konotasi *earning management* lebih sering negatif walaupun tidak harus demikian. Salah satu tujuannya adalah mengatur besaran laba jika besaran laba memengaruhi besaran bonus yang akan diterima oleh pengelola.

pemilihan metode depresiasi yang dipakai. Pemilihan ini merupakan metode akrual yang legal.

Standar akuntansi tidak mengatur secara kaku karena jika diatur secara kaku, dikhawatirkan tidak dapat diinterpretasikan oleh pengguna. Dalam hal inilah, *earning management* merupakan pemilihan kebijaksanaan oleh manajemen (pengelola perusahaan) dalam hal laporan keuangan (LK) untuk menyediakan sesuai dengan keinginannya. Namun, pembuat laporan keuangan harus tetap konsisten mempergunakan metode yang dipakai.

3. Nilai Buku

Laporan keuangan didasarkan pada nilai perolehannya (nilai waktu diperoleh atau dibeli). Dengan demikian, laporan keuangan selalu berdasarkan nilai buku (*book value*). Apa yang terjadi pada harga pasar tidaklah menjadi perhatian. Misalkan, harga beli mobil kantor sebesar Rp100 juta setelah lima tahun (saat ini) menurut nilai bukunya sebesar Rp50 juta (penyusutan sebesar 10 juta/tahun). Namun, harga pasar mobil tersebut saat ini sebesar Rp70 juta. Pada neraca hanya dicatatkan berdasarkan nilai bukunya, bukan nilai pasarnya. Jika mobil tersebut dijual, selisih sebesar Rp20 juta dicatat sebagai *capital gain*. *Capital gain* ini masuk sebagai pendapatan lain-lain.

B. LAPORAN KEUANGAN

1. Neraca

Neraca (*balance-sheet*) menunjukkan nilai kekayaan/aset, utang, dan modal pada satu hari/tanggal neraca dibuat (biasanya pada akhir tahun), misal 31 Desember 2016. Neraca merupakan timbangan kekayaan/kewajiban perusahaan. Sebagai timbangan, berat sisi kiri harus sama dengan sisi kanan. Sisi kiri neraca (aktiva) adalah aset-aset, sedangkan sisi kanannya (pasiva) adalah yang membiayai aktiva berupa kewajiban (*liabilities*) serta modal sendiri (*equities*). Neraca menunjukkan kekayaan perusahaan (*assets*) dan dari mana dibiayai aset tersebut. Neraca menunjukkan kondisi untuk tanggal tertentu, biasanya akhir tahun.

a. Aktiva aset-aset

Aset terdiri atas aset-aset lancar serta aset-aset tidak lancar. Urutan dari aset menunjukkan tingkat likuidnya atau kemampuan untuk segera diubah menjadi uang (kas). Urutan pertama tentu saja uang kas. Urutan secara umum adalah

aset-aset lancar (*current assets*), lalu diikuti aset-aset tidak lancar (*fixed assets*). Aset-aset lancar secara umum dipergunakan untuk operasional perusahaan dan bersamaan dengan kewajiban lancar dikenal sebagai modal kerja bersih (*net working capital*). Aset-aset tetap dipergunakan untuk memproduksi barang dan jasa. Aset tetap ini terdiri atas dua kategori: bersifat fisik/berwujud (*tangible assets*), seperti mesin, dan lain-lain serta tidak ada fisiknya (*intangible assets*), seperti *brand name*. Aset tetap (kecuali tanah) haruslah didepresiasi. Depresiasi aset tetap berwujud¹⁸ dan aset tetap tidak berwujud memiliki dampak yang berbeda terhadap pajak. Depresiasi aset tetap berwujud akan menurunkan laba dan mengurangi beban pajak, tetapi depresiasi aset tidak berwujud tidak mengurangi beban pajak.

b. Pasiva

Pasiva menunjukkan kepemilikan terhadap aktiva. Pasiva terdiri atas kewajiban/utang (*liabilities*) serta modal sendiri (*equities*). Urutan dari pasiva menunjukkan yang memiliki hak segera. Urutan pertama terkategori sebagai utang lancar/utang jangka pendek (*current liabilities*), lalu utang jangka panjang (*long term debt*) dan modal sendiri. Jika perusahaan dilikuidasi (bangkrut), urutan ini menunjukkan prioritas yang harus dibayar (diselesaikan dahulu). Terakhir, jika ada sisanya, barulah milik pemegang saham.

Kewajiban ada yang tergolong segera (*current liabilities*) serta jangka panjang (*long term debt*). Kewajiban jangka panjang yang telah jatuh tempo berubah menjadi kewajiban segera. Kewajiban ini merujuk pada pihak ketiga. Modal merujuk pada penyertaan oleh pemegang saham serta hasil dari usaha yang ditahan (laba ditahan).

c. Utang lancar

Utang lancar biasanya terkategori tiga, yakni utang dagang, *notes*, dan *accrual*. Utang dagang berkaitan dengan aktivitas usaha (misal utang pada pemasok) serta *notes* berkenaan dengan utang-utang bank jangka pendek, sedangkan *accrual* berkenaan dengan kewajiban yang tertunda pembayarannya, misalkan kewajiban pajak, gaji pegawai, dan sebagainya.

¹⁸ Depresiasi diartikan menyusutkan nilai aset tetap yang dimiliki. Aset tetap ini akan berkurang karena dipakai untuk memproduksi. Besaran beban dari depresiasi ini sebenarnya tidak dikeluarkan uangnya.

d. *Utang jangka panjang*

Utang jangka panjang biasanya mengikat perusahaan. Dalam hal ini, pemberi utang biasanya memberikan syarat-syarat tertentu (*debt covenant*) berkenaan dengan pengelolaan alokasi dana, bahkan termasuk agen/pengelola/manajernya. Sebagai contoh, aturan jika perusahaan menjual aset maka sebagian uang kasnya (misal 75%) haruslah untuk pembayaran utang perusahaan. Utang juga akan diberikan jika pengelolanya tidak boleh diganti selama periode utang (selama utang belum lunas). Hal ini dimaksudkan untuk mengamankan uang yang telah dipinjamkan.

e. *Modal kerja bersih*

Modal kerja bersih (*net working capital*) diperlukan untuk aktivitas operasional sehari-hari. Tanpa modal kerja, perusahaan tidak dapat menjalankan aktivitasnya. Aktivitas sehari-hari ditunjukkan oleh keperluan aset-aset lancar, misal pembiayaan piutang, inventori, dan lain-lain. Pembiayaan aset lancar ini diperoleh dari utang lancar (kecuali *notes payable*).¹⁹ Dengan demikian, modal kerja bersih merupakan selisih aktiva lancar dikurangi utang lancar. Modal kerja ini biasanya besar di awal operasi perusahaan atau pada saat perusahaan ekspansi, tetapi akan mengecil jika perusahaan memasuki tahap akhir operasi.

f. *Modal*

Modal sendiri adalah modal saham yang telah ditanamkan. Jika perusahaan melakukan *go public*, modal sendiri berupa nilai rupiah yang diterima saat perusahaan melakukan penawaran perdana (*initial public offering, IPO*). Selanjutnya, modal sendiri dapat bertambah secara alamiah. Hal ini dapat dilakukan jika dalam operasi perusahaan mengalami keuntungan dan sebagian dari keuntungan ini diakumulasikan kembali menjadi modal. Hal ini dikenal sebagai laba ditahan (*retained earning*). Laba ditahan dalam neraca merupakan kumulatif dari tahun ke tahun.

Karena sesuatu hal, pemegang saham dapat menambah dana ke perusahaan. Penambahan ini dapat dijadikan sebagai tambahan modal. Alternatif lainnya, penambahan ini dinyatakan sebagai utang perusahaan (kepada pemilik modal).

¹⁹ Dalam arus kas, *notes* dimasukkan sebagai bagian arus kas pembiayaan (lihat Modul 1 Kegiatan Belajar 3).

Kotak 4: Agio/Disagio Saham

Jika perusahaan melaksanakan IPO, tertera harga per lembarnya (harga nominal/intrinsik). Misalkan, perusahaan menerbitkan 1 juta lembar dengan harga Rp1000/lembar. Perkiraan penerimaan sebesar Rp1.000 juta. Jika harga jual perdananya sebesar Rp1.200/lembar, berarti penerimaan sebesar Rp1.200 juta. Terjadi tambahan penerimaan total sebesar Rp200 juta. Dalam laporan keuangan, akan tercatat sebesar Rp1.000 juta sebagai modal saham dan Rp200 juta sebagai agio saham.

2. Laporan Laba Rugi

Laporan laba rugi (LLR) menunjukkan aktivitas yang terjadi pada *satu periode* masa lalu, misal 01 Januari—31 Desember 2016. Laporan ini menunjukkan informasi penerimaan (*revenues*) dan beban (*expenses*) yang terjadi. Penerimaan tidaklah mesti kas masuk (*cash-in*), demikian pula beban tidaklah mesti berupa kas keluar (*cash-out*). Penerimaan dan pengeluaran mengikuti standar akuntansi, yakni sudah layak untuk dinyatakan diterima atau diakui (jadi beban). Karena penerimaan tidak mesti sama dengan kas, diperlukan laporan lain, yakni laporan arus kas.

Laporan laba rugi (*income statements*) menunjukkan aktivitas operasi perusahaan. Aktivitas ini menunjukkan penerimaan dan beban-beban. Tentu saja, aktivitas yang umum diletakkan di bagian awal (atas). Setelah itu, aktivitas yang tidak umum (*extra-ordinary items*). Yang termasuk aktivitas tidak umum adalah aktivitas yang tidak ada hubungannya dengan produksi utama dari perusahaan. Laba atau rugi dari selisih kurs dari penjualan aset dapat dijadikan sebagai contoh.

Bagian awal dari LLR adalah penerimaan/penjualan. Yang dimaksudkan di sini adalah penjualan dari bisnis utama perusahaan. Penjualan ini dapat berupa tunai (kas) ataupun kredit. Dalam LLR ini, tidak dapat dibedakan apakah penjualannya bersifat tunai atau kredit. Yang terpenting adalah penjualan itu sudah benar-benar terjadi sehingga layak diakui.

Setelah penerimaan, hampir seluruh akun selanjutnya berupa beban (*expenses*). Pertama adalah beban untuk memproduksi barang dikenal sebagai harga pokok penjualan/HPP (*cost of goods sold, CGS*). HPP ini diperoleh dari bahan baku/ material/inventori yang dipakai. Bahan baku ini memiliki beberapa

metode pencatatan bebannya (FIFO, LIFO,²⁰ dan sebagainya). HPP dapat berbeda bukan karena pemakaian bahan baku yang berbeda, tetapi karena mempergunakan metode pencatatan beban yang berbeda.

Selisih ini dikenal sebagai pendapatan kotor (*gross profit*). Selanjutnya, dikurangi dengan beban untuk menjalankan usaha. Hal ini termasuk beban tenaga kerja, administrasi, dan lain-lain. Yang termasuk dalam beban ini adalah beban depresiasi dari aset-aset tetap yang dimiliki perusahaan. Hasilnya dikenal sebagai pendapatan sebelum beban bunga dan beban pajak (*earning before interest and taxes, EBIT*). Dikenal juga sebagai pendapatan operasi (*operating profit*).

EBIT inilah yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada bidangnya (*business risk*). Artinya, layak tidaknya suatu usaha ditunjukkan oleh besaran EBIT. Jika EBIT positif, secara teoretis, usaha tersebut telah mendapatkan keuntungan operasi. Namun, jika perusahaan memiliki pinjaman, itu berarti perusahaan harus membayar beban bunga (*financial risk*). Akan diperoleh EBT (*earning before taxes*), yakni setelah EBIT dikurangi dengan beban bunga. Jika EBT positif, itu berarti perusahaan mampu menanggulangi *business risk* dan *financial risk*-nya. Inilah perusahaan untung. Karena untung, perusahaan harus membayar pajak. Setelah dikurangi pajak, diperolehlah pendapatan bersih (*earning after taxes, EAT*). EAT inilah milik pemegang saham atau investor.

3. Laporan Arus Kas

Laporan arus kas (*the statement of cash flows*) menunjukkan besarnya kas yang tersedia bagi perusahaan. Hal ini akan dibahas pada Kegiatan Belajar 3.

4. Laporan Perubahan Modal

Laporan perubahan modal (*the statement of stockholders' equity*) memuat detail dari transaksi yang memengaruhi ekuitas (dalam neraca) selama periode akuntansi.

Laporan modal ditahan

Terakhir berkenaan dengan laporan modal, yakni laporan modal ditahan (*retained earning; R/E*) sebagaimana di bawah. Kita memerlukan informasi

²⁰ *First in first out* (FIFO), inventori pertama yang dibeli (masuk). Inventori tersebut juga yang pertama kali dipakai (dijadikan acuan biayanya). *Last in first out* (LIFO), inventori terakhir yang dibeli (masuk) inventori tersebut yang pertama kali dipakai (dijadikan acuan biayanya).

berkenaan dengan R/E periode lalu, EAT yang diperoleh serta besarnya dividen yang dipakai. Dari laporan tersebut, diketahui terjadi kenaikan R/E. Itu berarti akumulasi modal yang dimiliki bertambah. Pada kondisi lain (kondisi kurang baik), akumulasi modal dapat saja turun. Dalam hal ini, yang turun adalah R/E. Turunnya R/E dapat disebabkan oleh kerugian yang dialami pada periode tersebut (EAT negatif) atau terjadi pembayaran dividen yang besar. Pembayaran dividen yang besar dapat dinyatakan sebagai berikut: (i) lebih besar dari EAT yang diperoleh; (ii) perusahaan dalam keadaan rugi, tetapi membayar dividen.

C. BEBERAPA HAL YANG PERLU DIPERTIMBANGKAN

1. Laba dan Kas

Perlu ditegaskan, terdapat perbedaan fundamental antara laba dan kas. Pertama, laba adalah besaran yang diterima sesuai dengan prosedur akuntansi setelah perusahaan mengakui seluruh penerimaan dan beban. Kas adalah suatu besaran dari aset lancar. Kedua adalah besarnya laba yang diterima tidak seluruhnya berupa uang kas. Hal ini karena penerimaan mungkin saja tidak dalam bentuk uang tunai (penjualan secara kredit). Beban diakui dapat saja tidak sesuai dengan jumlah kas yang dikeluarkan atau beban yang diakui tidak dikeluarkan uang kasnya.

Sebagai contoh, jika seseorang membeli laptop seharga Rp5 juta dan diperkirakan umur ekonomisnya lima tahun, beban depresiasi diakui sebesar Rp1 juta/tahun. Laptop tersebut dipakai untuk usaha jasa pengetikan dengan penghasilan (kas) Rp5 juta/tahun. Pajak berlaku sebesar 10%. Asumsikan saja tidak ada beban-beban lainnya. Dari informasi tersebut, besarnya laba sebelum pajak adalah Rp4 juta dan laba bersih (setelah pajak) sebesar Rp3.6 juta ($Rp4 \text{ juta} - 10\% \times 4 \text{ juta}$). Besarnya uang kas yang diterima (dihasilkan) adalah Rp4.6 juta. Hal ini dapat diperoleh dengan laba akhir ditambahkan beban depresiasi (beban yang tidak dikeluarkan uang kasnya). Pada contoh di atas, beban kas riil hanyalah sebesar beban pajak sehingga penerimaan dikurangi beban pajak akan diperoleh Rp4.6 juta.

2. Perbaikan Mesin-mesin: Beban atau Modal?

Jika mesin-mesin diperbaiki, itu berarti tercipta pengeluaran. Pengeluaran ini dapat diakui sebagai beban (*expense*) atau modal (dikapitalisasi). Jika dinyatakan sebagai beban, beban akan meningkat (periode ini). Jika perbaikan

mesin memerlukan pengeluaran sebesar Rp1 miliar, itu berarti beban periode ini meningkat sebesar Rp1 miliar, selanjutnya laba akan turun sebesar Rp1 miliar. Selanjutnya, pajak yang dibayarkan akan turun sebesar tarif pajak dikalikan beban tersebut. Namun, pada periode depan, tidak ada tambahan beban mesin (sudah diakui semua). Di sisi lain, karena perbaikan mesin, proses produksi mungkin sekali lebih produktif, selanjutnya penerimaan akan meningkat. Dengan beban yang tetap, laba akan meningkat. Peningkatan laba akan meningkatkan pajak yang dibayarkan.

Jika beban perbaikan mesin cukup signifikan, terdapat alternatif kedua, yakni beban tersebut dapat dikapitalisasi, dijadikan sebagai modal (mesin). Dengan demikian, *replacement cost* (harga beli) mesin meningkat Rp1 miliar (untuk contoh di atas). Nilai ini selanjutnya didepresiasi sesuai perkiraan umur ekonomisnya. Adanya beban depresiasi ini akan meningkatkan beban, selanjutnya laba akan menurun. Penurunan laba akan menurunkan pajak dibayar, tetapi arus kas akan meningkat. Dengan cara ini, arus kas akan lebih merata karena kapitalisasi akan didepresiasi (dijadikan beban) untuk beberapa periode produksi.

Pada bangunan-bangunan/mesin-mesin yang lama, nilai aset serta penyusutannya sudah sedemikian kecil akan menyebabkan beban menjadi lebih rendah, selanjutnya laba akan meningkat. Bangunan seperti ini, jika mengalami perbaikan, sebaiknya dicatat sebagai kapitalisasi, bukan sebagai beban (*expense*). Beban-beban yang memiliki ketidakpastian mengenai manfaatnya ke depan, sebaiknya juga dikapitalisasi. Yang termasuk dalam beban ini adalah beban riset dan pengembangan (*research & development*, R&D) dan juga beban iklan (*advertising expense*). Beban iklan termasuk hal ini karena biasanya ditujukan untuk memperbesar *brand name value*. Umur ekonomis (untuk penyusutannya) berkisar 3—5 tahun.

3. *Intangible Assets*

Aset tetap itu berupa *patent* atau nama baik (*goodwill*). Nama baik terjadi jika perusahaan diakuisisi dan harga akuisisinya lebih besar dari nilai bukunya. Selisih inilah yang dikenal sebagai *goodwill* yang menunjukkan adanya kelebihan pembayaran terhadap *intangible assets*. Karena bersifat aset tetap, nilainya harus disusutkan pula. Untuk *patent* penyusutannya dapat dikurangi pajak, tetapi untuk *goodwill* tidak dikurangi pajak. Persoalan utamanya adalah berapa nilai perolehannya serta lama umur ekonomisnya.

4. Beban Depresiasi, Beban Bunga, dan Penghematan Pajak

Perlu diperhatikan, dua beban adalah beban depresiasi serta beban bunga. Beban depresiasi bersifat nonkas sehingga makin besar beban ini akan makin mengurangi EBIT. Jika EBIT mengecil, hal itu akan mengurangi kewajiban pajak yang dibayar. Keuntungan lainnya karena depresiasi bersifat nonkas, kas yang tersedia tidak berkurang, justru bertambah. Sebagai contoh, jika depresiasi sebesar Rp1.000 dan tarif pajak (t) 10%, EBIT akan turun sebesar 1000, pajak dibayar akan turun sebesar $\text{Rp}1.000 \times 10\% = \text{Rp}100$, dan uang kas akan bertambah sebesar Rp1.000. Nilai Rp100 dianggap sebagai penghematan pajak (*tax shield*). Jadi, kita dapat tuliskan besaran penghematan pajak karena adanya depresiasi.

$$\text{Tax shield} = \text{depresiasi} \times t$$

Beban bunga disebabkan penggunaan utang. Adanya beban ini akan menurunkan laba sebelum pajak (EBT) dan selanjutnya juga akan mengurangi kewajiban pajak yang dibayar. Namun, perusahaan yang memiliki utang yang besar memiliki konsekuensi yang lain, yaitu tekanan kewajiban oleh kreditor yang bersifat mengikat. Tekanan ini dapat memberatkan operasional perusahaan. Jadi, penggunaan utang memiliki aspek positif dan negatif sekaligus sehingga perlu diperhatikan dengan saksama.

Sebagai contoh, jika perusahaan memiliki utang (D) sebesar Rp2.000 dan tingkat bunga (ir) 8% serta tingkat pajak (t) 10%; beban bunga yang harus dibayar sebesar Rp160 sehingga laba sebelum pajak akan turun sebesar Rp160. Dengan demikian, pajak yang dibayar juga akan turun sebesar $10\% \times 160 = \text{Rp}16$. Penghematan pajak (*tax shield*) sebesar Rp16 ini diperoleh dari $8\% \times \text{Rp}2000 \times 10\%$. Dengan demikian, penghematan pajak karena adanya beban bunga sebesar berikut ini.

$$\text{Tax shield} = ir \times D \times t$$

Beban bunga yang dibayarkan dalam contoh ini sebesar Rp160, tetapi terdapat penghematan pajak sebesar Rp16. Jadi, beban bunga riil (setelah pajak) yang dibayarkan hanyalah sebesar Rp 144 ($160 - 16$). Jika utang sebesar Rp2.000 dengan beban bunga riil sebesar Rp144, berarti tingkat bunga riil (setelah pajak) sebesar 7.2% ($144/2000$) atau tingkat bunga riil (ir^*) dapat dinyatakan sebagai tingkat bunga nominal ($1 - \text{tax rate}$). Contoh di atas adalah $8\%(1 - 10\%)$.

$$ir^* = ir(1-t)$$

5. Perubahan Metode Akuntansi

Terdapat berbagai metode akuntansi untuk berbagai akun pada laporan keuangan, misalkan saja untuk besarnya depresiasi ataupun beban inventori. Karena ada beberapa metode, diperkenankan untuk mengubah metode akuntansinya.²¹ Perubahan metode ini akan memengaruhi besarnya beban selanjutnya laba perusahaan. Dampak selanjutnya akan berpengaruh (penyesuaian) pada besarnya pajak yang dibayar serta laba ditahan. Jika perubahan metode ini menyebabkan terjadi kenaikan laba, pajak akan meningkat. Itu berarti pajak yang dibayarkan sebelumnya menjadi kurang bayar. Untuk hal ini, perusahaan harus mengeluarkan uang kas (membayar kekurangan pajak). Dampak baik lainnya menyebabkan laba ditahan meningkat dan meningkatkan permodalan. Jika perusahaan perlu melakukan peningkatan permodalan, cara ini mungkin dapat ditempuh. Namun, tentu saja harus mengikuti kaidah yang telah ditentukan oleh PSAK.

D. ANALISIS LAPORAN KEUANGAN

Biasanya, laporan keuangan disajikan setidaknya dalam dua tahun berurutan, misalnya tahun 2015 dan 2016. Tujuannya, biasanya untuk dapat dibandingkan perkembangannya. Untuk analisis laporan keuangan, dapat dilakukan secara vertikal dan horizontal. Secara vertikal (*common size*), yakni membandingkan *item-item* dalam laporan keuangan dengan *item* yang memiliki nilai terbesar. Jika neraca, aset total yang menjadi patokan. Untuk laporan laba rugi, penjualan yang menjadi patokannya. Dengan demikian, akan diketahui persentase komponen masing-masing *item*. Misalnya, diketahui kas sebesar 6% dari aset, utang lancar 20% dari aset, laba bersih 8% dari penjualan, dan sebagainya.

Analisis secara horizontal adalah menganalisis perkembangan laporan keuangan. Dengan demikian, diperlukan *series* (beberapa tahun) laporan keuangan. Ditentukan terlebih dahulu tahun dasarnya (*start*), lalu dibandingkan (setiap *items*) dengan *items* tahun dasar tersebut. Jadi, dapat diketahui perkembangan setiap *items*. Misalkan saja, dibandingkan tahun dasarnya, *cash* tahun sekarang bernilai 105. Itu berarti terjadi peningkatan jumlah kas di tangan

²¹ Tentu saja harus konsisten, yakni harus diubah dari awal dan harus melalui persetujuan pihak yang bersangkutan.

sebanyak 5%. Jika kas sebelumnya Rp40 juta, berarti kas saat ini senilai Rp42 juta. Demikian pula dapat dilakukan terhadap *item-item* yang lain. Analisis ini berguna untuk menunjukkan perubahan *item-item* laporan keuangan tersebut sehingga diharapkan dapat memberikan gambaran kondisi keuangan perusahaan.

E. CONTOH LAPORAN KEUANGAN

Berikut ini diberikan contoh laporan keuangan sederhana yang terdiri atas neraca, laporan laba rugi, serta laporan perubahan ekuitas pemegang saham (*changes in stockholders' equity statements*) atau laporan saldo laba (*retained earnings statements*) pada tahun 2015 serta 2016. Laporan disajikan dalam nilai nominal serta persentase. Dari neraca, diketahui akun-akun aset lancar, aset tetap, kewajiban segera (lancar), kewajiban tetap, serta modal yang dimiliki. Akun-akun aset lancar mengalami kenaikan, kecuali akun inventori. Jumlah kas dan surat berharga berkisar 11-12% dari total aset. Aset lancar yang dimiliki cukup banyak berkisar 34% dari total aset. Dibandingkan dengan utang lancar berkisar 17%, dapat diketahui perusahaan cukup likuid (lihat selanjutnya pada kegiatan belajar rasio-rasio keuangan). Secara umum, tidak terjadi perubahan berarti dari komposisi akun yang ada pada neraca. Dari laporan laba rugi, diketahui pendapatan (penjualan) serta beban-beban yang berkenaan dengan proses produksi selama satu periode. Harga pokok penjualan sekitar 68% sehingga diperoleh margin profit kotor sekitar 32%. Laba operasi sekitar 14% dan mardin laba bersih sekitar 8%. Laba ini naik jika dibandingkan sebelumnya, yakni sebesar 6%. Secara umum, beban-beban operasi mengalami penurunan sebesar 4% (22% → 18%). Dengan demikian, diketahui perusahaan dapat melakukan efisiensi usaha. Pada laporan perubahan modal, diketahui perkembangan laba ditahan, yaitu diperoleh dari laba ditahan sebelumnya serta perubahan laba. Perubahan laba bersumber dari laba yang diperoleh pada periode ini setelah dikurangi dengan dividen.

Dari laporan keuangan sederhana ini, apa yang dapat disimpulkan? Apakah perusahaan cukup bagus? Apakah aset lancarnya terlalu besar? Apakah penjualannya cukup bagus? Apakah harga pokoknya tidak terlalu tinggi? Apakah beban operasinya cukup rendah? Apakah laba untuk pemegang saham cukup besar? Pertanyaan-pertanyaan tersebut merupakan pertanyaan awal untuk mengevaluasi laporan keuangan. Untuk mendapatkan jawabannya, tidak dengan serta-merta laporan keuangan dapat menjawabnya. Diperlukan, pengetahuan lain

yang berkenaan dengan *nature* bisnis, situasi perekonomian saat laporan dibuat, tingkat persaingan (*benchmark*), dan lain-lain. Dengan pengetahuan tersebut, diharapkan dapat disimpulkan secara lebih tepat.

PT Usaha Ternama (UT)
Neraca
Per 30 Desember 2016 dan 2015

	Aktiva					Pasiva			
	2016		2015			2016		2015	
	Asset Lancar					Kewajiban Lancar			
Kas	1452	10%	1152	9%	Hutang dagang	1528	11%	1080	8%
Surat Berharga	272	2%	204	2%	Hutang 'Notes'	316	2%	396	3%
Piutang	2012	14%	1460	11%					
Inventori	1156	8%	1200	9%	Accrual	636	4%	456	3%
Jumlah Asset Lancar	4892	34%	4016	31%	Jumlah Kewajiban Lancar	2480	17%	1932	14%
Asset Tetap					Kewajiban Jk Panjang	4092	28%	3868	30%
Tanah & Bangunan	8288	58%	7612	58%	Jumah Kewajiban	6572	45%	5800	44%
Mesin dan Perl	7464	52%	6772	52%					
Furniture dan lain-lain	1432	10%	1264	10%	Ekuitas				
kendaraan	1100	8%	1256	10%	Saham Preferen-cum5%, Rp 100, 8000 saham	800	6%	800	6%
Lain-lain (termasuk financial leases)	392	3%	384	3%	Saham Biasa	764	5%	760	6%
Jumlah Asset Tetap Kotor	18676		17288		Aqio	1712	12%	1672	13%
Akumulasi Depresiasi	9180		8224		R/E	4540	32%	4048	31%
Jumlah Asset tetap Bersih	9496	66%	9064	69%	Total Equity	7816	54%	7280	56%
Total Aktiva/Asset	14388	100%	13080	100%	Total Passiva	14388	100%	13080	100%

PT Usaha Ternama (UT)
Laporan Laba Rugi
Periode 1 Januari—30 Desember 2016 dan 2015

	2016		2015	
Penjualan	12296	100%	10268	100%
Harga pokok produksi (HPP)	8352	68%	6844	67%
Laba kotor (gross profit)	3944	32%	3424	33%
Beban-beban operasional (<i>operating expenses</i>)	2272	18%	2212	22%
Beban penjualan	400	3%	432	4%
Beban umum dan administrasi	776	6%	748	7%
Beban <i>leasing</i>	140	1%	140	1%
Beban depresiasi	956	8%	892	9%
<i>Laba operasi (operating profit)</i>	1672	14%	1212	12%
<i>Pendapatan/beban luar biasa (extraordinary income/loss)</i>	0		0	
Beban bunga	372	3%	364	4%
Pendapatan sebelum pajak (<i>earning before taxes, EBT</i>)	1300	11%	848	8%
Pajak	376		256	
<i>Laba setelah pajak (earning after tax, EAT)</i>	924	8%	592	6%
Dividen untuk saham preferen	40	0%	40	0%
Dividen untuk saham biasa	392	3%	228	2%
Laba ditahan (<i>retained earning, R/E</i>)	492	5%	324	4%

PT Usaha Ternama (UT)
Laporan Perubahan Ekuitas
Periode 1 Januari—30 Desember 2016 dan 2015

Keterangan	Jumlah
Laba ditahan 1 jan 2016	4048
EAT 2016 (+)	924
Dividen (-)	
Dividen saham preferen	40
Dividen saham biasa	392
Laba ditahan 31 Desember 2016	4540



LATIHAN

Untuk memperdalam pemahaman Anda mengenai materi di atas, kerjakanlah latihan berikut!

- 1) Jelaskan manfaat laporan keuangan bagi beberapa *stakeholder*!
- 2) Buatlah neraca sederhana: sisi kiri hanya *total asset* (A), sedangkan sisi kanan utang (D), dan modal sendiri (E). Buatlah (i) $A > D$ dan (ii) $A < D$. Apa yang dapat disimpulkan? Jelaskan!
- 3) Perhatikanlah laporan laba rugi. Dapatkah laba setelah pajak (EAT) lebih besar dibandingkan dengan laba operasi (EBIT)? Jelaskan!
- 4) Jika Anda ingin memulai bisnis dan mempertimbangkan laba yang diperoleh, laba yang manakah yang pertama kali Anda pertimbangkan? Jelaskan!
- 5) Sebuah hotel melati direnovasi memerlukan biaya sebesar Rp500 juta. Umur ekonomis hotel tersebut 10 tahun. Penerimaan hotel bersih (setelah dikurangi semua beban; *kecuali* beban depresiasi) sebesar Rp240 juta. Pajak yang berlaku 10%. Estimasilah berapa EBIT, EAT, serta kas jika (a) renovasi dikapitalisasi dan (b) diakui sebagai beban tahun tersebut!
- 6) Dari soal nomor 5 tersebut, berapa besar penghematan pajak yang diperoleh hotel tersebut setelah ada renovasi?
- 7) Jika biaya renovasi (Rp 500 juta) dapat didanai dengan dua cara, yakni (i) modal sendiri 100%, (ii) modal sendiri 60%, dan utang 40% dengan beban

bunga 10%/tahun; hitunglah berapa EAT-nya? Alternatif manakah yang dipilih? Jelaskan!²²

- 8) Dari soal nomor 7, berapakah selisih penghematan pajak yang dibayarkan?
- 9) Ulangi soal nomor 7 dan 8, tetapi biaya renovasi sebesar Rp400 juta dan penerimaan hotel bersih (setelah dikurangi semua beban; *kecuali* beban depresiasi) sebesar Rp140 juta.
- 10) Bandingkan/analisislah jawaban nomor 7, 8, dan 9!

Petunjuk Jawaban Latihan

- 1) Bank/kreditor mengetahui kemampuan bayar perusahaan; investor mengetahui kondisi perusahaan; dan pemegang saham/karyawan mengetahui operasional dan laba yang dihasilkan.
- 2) (i) Berarti utang lebih rendah dari aset. (ii) Utang lebih tinggi dari aset.
- 3) Dapat jika terdapat pendapatan luar biasa dari bukan aktivitas lazim perusahaan (*extraordinary income*).
- 4) Laba operasional (EBIT) menunjukkan kemampuan laba secara bisnis.
- 5) Depresiasi = Rp 500 juta/10 tahun = Rp50 juta/tahun

$$\text{EBIT} = 240 - 50 = 190$$

$$\text{EAT} = 190 (1 - \text{tax}) = 171$$
 - a) Kas = 171 + 50 = 221
 - b) Depresiasi 500 juta $\rightarrow$ EBIT dan EAT minus. Kas sebesar 240.
- 6) Depresiasi * *tax rate* = Rp5 juta
- 7) (i) Jika modal sendiri berarti tidak membayar beban bunga, EAT akan sebesar 171; (ii) utang 40%, itu berarti Rp200 juta dan beban bunga sebesar Rp20 juta. $\text{EAT} = (\text{EBIT} - \text{int})(1 - \text{tax}) \rightarrow (190 - 20)(0.9) = 153$. ROE-nya adalah EAT/equity .
- 8) $20 \text{ juta} * 0.1 = \text{Rp } 2 \text{ juta}$.
- 9) Dapat dicoba sendiri.
- 10) Analisislah.

²² Dapat juga digunakan analisis rasio (KB 4) sebagai alat analisis.

**RANGKUMAN**

Pada Kegiatan Belajar 2 ini, dijelaskan beberapa hal fundamental berkenaan dengan laporan keuangan. Laporan keuangan merupakan ‘jendela’ untuk mengetahui kondisi suatu perusahaan. Beberapa inti sari penting dapat dituliskan sebagai berikut.

1. Laporan keuangan dibuat berdasarkan prinsip-prinsip tertentu. Prinsip tersebut berkenaan dengan prinsip akuntansi (*accrual*) serta berdasarkan nilai buku.
2. Terdapat empat laporan keuangan yang merupakan satu kesatuan, yakni neraca, laporan laba rugi, laporan arus kas, serta laporan perubahan modal. Neraca menunjukkan kekayaan dan dari mana kekayaan perusahaan tersebut dibiayai. Laporan laba rugi menunjukkan aktivitas operasi perusahaan selama satu periode. Laporan arus kas menunjukkan kas yang dimiliki perusahaan serta arus kas masuk dan keluar, sedangkan laporan perubahan modal menunjukkan perkembangan modal perusahaan setelah satu tahun operasi.
3. Ada beberapa aktivitas (akun) yang harus diperhatikan secara khusus. Aktivitas (akun) tersebut antara lain adalah perbedaan kas dan laba; kapitalisasi dan beban; aset tetap berwujud dan aset tetap tidak berwujud; serta depresiasi dan beban bunga sebagai penghemat pajak.
4. Analisis sederhana dari laporan keuangan dapat dilakukan secara vertikal dan horizontal. Secara vertikal, dilakukan dengan membandingkan setiap akun dari komponen terbesarnya (untuk neraca dibandingkan dengan aset; sedangkan untuk laporan laba rugi dibandingkan dengan penjualan). Dengan demikian, setiap akun dapat diketahui kontribusinya masing-masing. Secara horizontal, dibandingkan laporan keuangan tersebut, secara *series* (beberapa tahun) sehingga dapat dianalisis perkembangannya.

**TES FORMATIF 2**

Jawablah pertanyaan berikut!

- 1) Cobalah kunjungi situs BEI (www.idx.co.id). Unduhlah satu laporan keuangan PT terbuka selama 5—7 tahun. Analisislah laporan keuangan tersebut secara horizontal dan vertikal. Berilah kesimpulan.

- 2) Cobalah kunjungi usaha kecil (UKM) atau pedagang informal. Lakukan tanya jawab berkenaan dengan bisnisnya. Susunlah laporan keuangan sederhanaanya.
- 3) Jika utang memberikan manfaat penghematan pajak, apakah sebaiknya perusahaan berutang? Jelaskan! (Petunjuk: mungkin ada batas maksimalnya).
- 4) Jika perusahaan memiliki aset tetap (misal Rp1.000), umur ekonomis biasanya 10 tahun (depresiasi sebesar Rp100/tahun). Jika perusahaan mengubah umur ekonomisnya menjadi 20 tahun, jelaskan dampaknya bagi perusahaan! (Petunjuk: pajak dibayar, laba akhir, dan modal perusahaan).
- 5) Jika perusahaan memiliki komputer berdasarkan harga buku senilai Rp7 juta, sedangkan harga pasar saat ini sebesar Rp5 juta, jelaskan harga mana yang Anda akan pakai! (Petunjuk: sebagai wakil perusahaan dan sebagai investor yang akan membeli perusahaan ini).

Cocokkanlah jawaban Anda dengan Kunci Jawaban Tes Formatif 2 yang terdapat di bagian akhir modul ini. Perhatikan dan cermatilah penjelasan dalam kunci jawaban tersebut

Apabila jawaban Anda sebagian besar benar, Anda dapat meneruskan dengan Kegiatan Belajar 3. **Bagus!** Jika masih ada kesalahan, sebaiknya Anda mengulang materi Kegiatan Belajar 2, terutama bagian yang belum dikuasai.

KEGIATAN BELAJAR 3

Arus Kas

A. CASH IS KING!

Pada Kegiatan Belajar 2, telah dipelajari laporan keuangan. Salah satu laporan keuangan tersebut berkenaan dengan laporan arus kas. Laporan arus kas menunjukkan sumber (penerimaan) dan pengeluaran kas pada satu periode. Selisih antara penerimaan dan pengeluaran kas ini menunjukkan perubahan (tambah atau kurang) kas dan tecermin dari selisih kas yang ditampilkan pada dua neraca (misal tahun 2015 dan 2016). Penerimaan dan pengeluaran kas ini dapat dibedakan menjadi tiga komponen, yaitu arus kas dari aktivitas operasi (*cash flow from operating activities*), dari aktivitas investasi (*cash flow from investing activities*), serta dari aktivitas pendanaan (*cash flow from financing activities*). Jumlah ketiga komponen inilah yang menjadi perubahan kas pada tahun tersebut. Arus kas ini dikenal sebagai arus kas secara akuntansi (*the accounting statement of cash flows*).

Arus kas juga dapat dilihat dari sudut pandang lainnya. Arus kas ini ditunjukkan terlebih dahulu sebagai arus kas aset (CF_A). Maknanya, arus kas diterima karena aset perusahaan (aktivitas operasi). Aset perusahaan ini dimiliki oleh pemegang utang (D) dan pemegang saham (S) sehingga besaran arus kas (CF_A) haruslah didistribusikan pada D (CF_D) dan S (CF_S). Arus kas ini dikenal sebagai arus kas secara keuangan (*financial cash flow*).

Arus kas sangat penting untuk kelangsungan operasional perusahaan. Tanpa adanya kas, banyak aktivitas segera tidak akan dapat dijalankan dengan baik. Biasanya, secara sederhana keperluan akan jumlah kas diperkirakan dari pertumbuhan penjualan (penerimaan). Pertumbuhan penjualan ini selanjutnya memengaruhi keperluan pendanaan dari luar.

Kotak 5

Suatu perusahaan akan membangun pabrik baru senilai Rp1.000 juta. Pabrik baru tersebut diharapkan meningkatkan penjualan tahunan sebanyak 20%. Perusahaan juga memerlukan bahan baku untuk menjalankan operasi perusahaan. Diperkirakan diperlukan dana sebanyak Rp200 juta. Dari mana sumber kas diperoleh? Apakah keputusan ini keputusan keuangan?

B. PERSAMAAN PERUBAHAN KAS SEDERHANA

Neraca terdiri atas aktiva dan pasiva. Bagian aktiva terdiri atas kas (*cash*, C) dan aset bukan kas (*noncash-assets*; NCA). Bagian pasiva terdiri atas utang (L) dan modal (S). Dengan demikian, suatu neraca dapat dibuat persamaan sederhana sebagai berikut.

$$\begin{aligned} C + NCA &= L + S \\ \Delta C + \Delta NCA &= \Delta L + \Delta S \\ \Delta C &= \Delta L + \Delta S - \Delta NCA \end{aligned}$$

Dari persamaan di atas, diketahui kas akan meningkat jika terjadi peningkatan utang (L), baik utang jangka pendek, utang jangka panjang, maupun peningkatan modal (S). Kas akan berkurang jika terjadi peningkatan aset bukan kas (NCA). Aset bukan kas ini terdiri atas aset lancar (bagian dari modal kerja) serta aset tetap (arus kas dari aktivitas investasi).

Sebagai contoh, kenaikan piutang berarti banyak penjualan bersifat nonkas (kredit). Kenaikan inventori menunjukkan proses produksi belum mencapai tahap akhir (produk jadi) yang siap dipasarkan. Pembelian kendaraan dan perbaikan mesin menunjukkan keperluan uang kas keluar. Kenaikan utang Rp100 akan menaikkan kas sebesar Rp100.

C. ARUS KAS SECARA AKUNTANSI

Arus kas ini dapat diperoleh dengan cara langsung (*direct method*) atau dengan cara tidak langsung (*indirect methods*). Cara langsung diperoleh dengan cara mengurangi jumlah penerimaan dengan penerimaan bukan kas, sedangkan cara tidak langsung diperoleh dengan cara menjumlahkan akun-akun sebagaimana dikemukakan di muka. Dalam modul ini, dipakai hanya cara tidak langsung.

Pertama kali perlu dikelompokkan aktivitas-aktivitas yang termasuk aktivitas operasi, investasi, serta pendanaan. Aktivitas operasi berkenaan dengan hasil operasi dari perusahaan. Secara umum, aktivitas operasi melingkupi tiga bagian penting sebagai berikut.

1. Laba akhir (EAT) merupakan sumber utama.
2. Perubahan akun-akun modal kerja selain kas → jika terjadi kenaikan pada akun aset lancar, hal itu akan mengurangi kas; sebaliknya jika terjadi kenaikan pada akun kewajiban lancar, hal itu akan menaikkan kas. Akun-akun ini antara lain piutang, inventori, utang dagang, dan *accrual*.

3. Beban-beban bersifat nonkas yang berkenaan dengan operasi perusahaan → tidak terjadi pengeluaran kas (misal depresiasi) sehingga nilainya harus ditambahkan kembali (kas meningkat).

$$OCF = EAT - \Delta NWC + \text{depresiasi}$$

Arus kas dari aktivitas investasi adalah arus kas yang berkenaan dengan perubahan (naik atau turun) aset-aset tetap bersih. Secara umum, nilai aset tetap akan menurun (menyusut) setiap tahun. Misalkan, suatu aset tahun lalu bernilai Rp1.000 dan disusutkan sebesar Rp200,²³ nilai tahun ini mestinya sebesar Rp800. Jika aset tersebut saat ini bernilai Rp1.300, itu berarti telah terjadi investasi pada aset tersebut sebesar Rp500 (1300-1000 +200). Besarnya aktivitas investasi ini dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$CF_I = \Delta FA + \text{depresiasi}$$

Secara umum, pada perusahaan yang tumbuh (*growth*), arus kas dari aktivitas investasi ini nilainya negatif. Hal ini justru harus diartikan bagus karena diartikan banyak kas yang keluar, tetapi pabrik/mesin/gedung yang dimiliki perusahaan semakin banyak/besar. Diharapkan, dengan pabrik yang besar ini akan terjadi peningkatan penjualan di masa yang akan datang. Justru, jika arus kas investasi ini positif, dapat dianggap sebagai situasi yang mengkhawatirkan karena terjadi penjualan aset-aset tetap.

Arus kas dari aktivitas pendanaan adalah arus kas yang berkenaan dengan transaksi bagi pemegang utang (*bondholder*) serta pemegang saham (*stock holder*). Jika terjadi aliran kas masuk (misal utang bertambah), akan terjadi arus kas positif. Jika perusahaan menerbitkan saham baru, juga akan terjadi arus kas positif. Jika perusahaan membeli saham yang beredar (*repurchase*)²⁴ berarti terjadi arus kas keluar, demikian pula jika perusahaan membayar utang. Namun, balas jasa terhadap pemegang saham dan kreditor diperlakukan berbeda. Pembagian dividen itu termasuk arus kas keluar. Akan tetapi, pembayaran beban bunga tidak termasuk arus kas keluar.²⁵ Arus kas dari aktivitas pendanaan dapat bernilai positif ataupun negatif.

²³ Masa pakai aset tersebut lima tahun, penyusutan garis lurus, dan nilai sisa 0.

²⁴ Biasa dikenal sebagai *buffer stock*.

²⁵ Pembayaran beban bunga telah terlebih dahulu dilakukan sebelum diperoleh laba akhir.

Arus kas dari aktivitas operasi diharapkan bernilai positif. Harapan lainnya adalah arus kas ini dapat memenuhi seluruh keperluan aktivitas investasi. Jika arus kas operasi belum dapat menutupi arus kas investasi, diperlukan arus kas dari pendanaan.²⁶ Jadi, secara umum, kriteria yang diberikan adalah arus kas operasi bernilai (+), arus kas investasi (-), serta arus kas pendanaan (+) atau (-). Jumlah dari ketiga arus kas ini dikenal sebagai perubahan kas²⁷ yang terjadi atau kas yang dihasilkan pada tahun tersebut. Misalkan, pada tahun 2015 dan 2016 kas terdiri atas Rp1.200 dan 1.700, itu berarti perubahan kas sebesar Rp500 dihasilkan dari tiga aktivitas tersebut. Manfaat yang dapat diperoleh dari arus kas secara akuntansi ini adalah klasifikasi sumber-sumber kas yang ada sehingga diharapkan dapat dipelajari oleh berbagai pihak yang berkepentingan.

Contoh

Perhatikan laporan laba rugi PT Usaha Ternama pada Kegiatan Belajar 2. Dari laporan tersebut, dapat diperoleh sebagai berikut.

Arus kas dari aktivitas operasi

Laba akhir	= 924
<i>Perubahan modal kerja</i>	
Piutang (2012-1460)	= +552
Inventori(1156-1200)	= - 44
Perubahan aset lancar	= +508
Utang dagang (1524 – 1080)	= +448
Accrual (636 – 456)	= +180
Perubahan utang lancar	= + 628
Perubahan modal kerja	= 508 – 628 = -120
Depresiasi	= 956
Total	= 924 – (120) + 956 = 2000

Arus kas dari aktivitas investasi

Perubahan aset tetap bersih	= 432
Depresiasi	= 956
Total	= 1388 (+ → arus kas keluar)

²⁶ Bagaimana jika kondisinya arus kas operasi lebih besar daripada arus kas investasi? Ke manakah sisa dananya? Perusahaan dapat meminjamkan dana tersebut atau membeli surat-surat berharga lainnya. Kepemilikan surat berharga (peminjamana) tersebut pada umumnya dicatatkan oleh perusahaan sebagai kegiatan investasi, bukan sebagai kegiatan pendanaan. Karena itu, arus kas investasi akan meningkat dan dapat melebihi arus kas operasi. Agar perubahan arus kas tetap positif, arus kas dari aktivitas pendanaan haruslah positif.

²⁷ Biasa digunakan dua akun, yakni kas dan surat-surat berharga.

Arus kas dari aktivitas pendanaan	
Perubahan wesel bayar (319-396)	= -80
Perubahan utang jangka panjang (2480-1932)	= +224
Perubahan modal:	
Repurchase stock	= 0
Saham baru (1712-1672)	= 44
Pembayaran dividen (392+40)	= -432
Total	= -244

$$\begin{aligned}\text{Jumlah arus kas} &= \text{OCF} + \text{ICF} + \text{FCF} \\ &= 2000 - 1388 - 244 = 368\end{aligned}$$

Dari perhitungan di atas, diketahui terjadi pertambahan kas sebesar 368. Pertambahan kas ini merupakan selisih kas dan surat berharga pada tahun 2015 dan 2016. Diketahui, pada tahun 2015 dan tahun 2016, kas dan setara kas masing-masing senilai 1356 (1152+204) dan 1724 (1452+272). Selisih kas tersebut sebesar 368 sebagaimana dihitung dari arus kas secara akuntansi tersebut.

D. ARUS KAS KEUANGAN

Pada bagian sebelumnya, telah dijelaskan berkenaan dengan arus kas secara akuntansi. Arus kas ini menunjukkan sumber-sumber perubahan kas. Sumber-sumber tersebut melingkupi aktivitas operasi, aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan. Pada bagian ini, dikenalkan arus kas secara keuangan. Arus kas ini dianggap menunjukkan arus kas aktual yang ada pada perusahaan. Arus kas aktual ini dikenal sebagai arus kas yang tersedia atau arus kas bebas (*free cash flow*; FCF). FCF ini tersedia bagi kreditor dan pemegang saham.

Untuk mendapatkan arus kas bebas ini, pertama kali diperlukan arus kas dari aktivitas operasi. Arus kas dari aktivitas operasi ini dikenal sebagai *net operating profit after taxes* (NOPAT). Nopat merupakan laba operasi (EBIT) dikurangi pajak dan ditambahkan dengan depresiasi. Ini merupakan sumber kas utama bagi perusahaan. Sumber kas ini dipergunakan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, yakni kebutuhan investasi (arus kas dari aktivitas investasi) serta perubahan modal kerja. Sisa dari arus kas inilah yang dianggap sebagai arus kas tersedia/bebas (dipakai). Dengan demikian, arus kas bebas (FCF) dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$FCF = (EBIT - \text{tax}) + \text{depresiasi} - \text{Inv} - \Delta WC^{28}$$

Keterangan

$$\text{Inv} = (FA_1 - FA_0) + \text{depresiasi}$$

$$\Delta WC = (CA_1 - CL_1) - (CA_0 - CL_0)$$

Arus kas bebas ini menjadi milik siapa? Tentunya, untuk pemilik perusahaan, yakni kreditor dan *stockholder*, arus kas untuk pemilik perusahaan merupakan arus kas bersih, yakni selisih arus kas masuk dan arus kas keluar. Untuk kreditor, arus kas masuk berupa pembayaran (cicilan) pokok utang serta pendapatan bunga, sedangkan arus kas keluar berupa tambahan utang. Dengan demikian, jika jumlah neto utang perusahaan meningkat, itu berarti secara neto terjadi arus kas negatif bagi kreditor. Dengan demikian, arus kas neto untuk kreditor dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$CF_{\text{kreditor}} = \text{pendapatan bunga} - \text{perubahan utang jangka panjang}$$

Arus kas untuk *stockholder* juga seperti arus kas untuk kreditor. Arus kas ini terdiri atas arus kas masuk yang berupa pembayaran dividen oleh perusahaan serta jika perusahaan melakukan *repurchase* saham. Arus kas keluar jika perusahaan menerbitkan saham baru. Dengan demikian, arus kas neto untuk pemegang saham sebagai berikut.

$$CF_{\text{stockholder}} = \text{dividen} + \text{repurchase stock} - \text{penerbitan saham baru}$$

Sebagai ilustrasi, dapat diperhatikan laporan keuangan PT UT pada Kegiatan Belajar 2 (tahun 2016). Dari laporan PT UT pada Kegiatan Belajar 2, didapat berikut ini.

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{TAX} + \text{depresiasi}$$

$$= 1672 - 376 + 956 = 2252$$

$$\text{Inv} = 1388 \text{ (lihat arus kas secara akuntansi)}$$

$$\Delta WC = (4892 - 2480) - (4016 - 1932) = 2412 - 2084 = 328$$

$$\text{Dengan demikian, diperoleh FCF sebesar} = 2252 - 1388 - 328 = 536.$$

²⁸ Modal kerja di sini sebaiknya dipakai yang total (termasuk ada kasnya). Hal ini dengan alasan kas yang tersedia memang untuk keperluan modal kerja sehingga tidak dapat dinyatakan sebagai kas bebas.

Arus kas bebas sebesar Rp536 ini dapat didistribusikan bagi kreditor ataupun pemegang saham. Besarnya arus kas untuk kreditor sebagai berikut.

$$\begin{aligned} CF_{\text{kreditor}} &= \text{pendapatan bunga} - \text{perubahan utang jangka panjang} \\ &= +372 - (4092-3868) = +148 \text{ (secara netto terjadi arus kas masuk} \\ &\quad \text{bagi kreditor)} \end{aligned}$$

Besarnya arus kas untuk *stockholder* sebagai berikut.

$$\begin{aligned} C_{f_{\text{stockholder}}} &= \text{dividen} + \text{repurchase stock} - \text{penerbitan saham baru} \\ &= (40+392) + 0 - (764-760) - (1712-1672) = 388 \end{aligned}$$

Jumlah arus kas untuk kreditor dan *stockholder* sebanyak 536 (148+388). Arus kas inilah yang dihasilkan oleh aset setelah dikurangi untuk keperluan perusahaan (keperluan investasi dan modal kerja).

E. ESTIMASI BESARAN KEPERLUAN KAS DAN PENDANAAN EKSTERNAL

Apakah yang terpenting dari perusahaan? Laba. Bagaimana mendapatkannya? Melalui penjualan atau penerimaan (*revenue*). Karena itu, secara logis, penjualan menjadi patokan bagi aktivitas/keputusan keuangan lainnya.²⁹ Tanpa adanya penerimaan, akun-akun beban akan sulit dipenuhi. Karena itu, penjualan menjadi hal penting yang harus didukung, khususnya dalam hal pendanaan (kas). Adanya peningkatan penjualan harus diikuti dengan peningkatan pendanaan.

Secara teoretis, ada beberapa langkah yang perlu dilakukan. *Pertama*, perlu diperhatikan terlebih dahulu dengan besaran aset total. Besaran aset total ini memiliki pengaruh terhadap besaran penjualan. Untuk memudahkan diasumsikan ada besaran rasio tertentu (*given*) dari dua variabel ini. Rasio ini—*total asset/sales*—dikenal sebagai capital intensity ratio. Misal rasio ini sebesar 2.5 (tertentu). Dengan angka ini, jika suatu *sales* meningkat 20% (1000 → 1200), itu berarti diperlukan *total asset* sebesar $2.5 \times 20\% \times 1000 = \text{Rp}500$. Kenaikan aset ini berarti harus diikuti dengan kenaikan pasiva. Sumber kenaikan ini dapat berasal dari utang atau modal sendiri.

²⁹ Misalnya perluasan pabrik, besaran utang, dan lain-lain.

Kedua, dimisalkan juga terdapat utang yang mesti ada (*spontaneous liabilities*)³⁰ karena adanya penjualan. Misalnya, diperoleh rasio 0.3 (tertentu), itu artinya untuk setiap Rp1 penjualan ada Rp0.3 utang. Jadi, jika penjualan meningkat sebesar 200, itu berarti secara spontan ada utang sebesar Rp60. Utang ini misal kebutuhan bahan baku yang tidak dibayar tunai dan sebagainya.

Ketiga, dari proses penjualan diharapkan akan mendapatkan laba. Antara penjualan dan laba diasumsikan memiliki rasio dengan besaran tertentu. Rasio ini dikenal sebagai margin laba bersih (*net profit margin*; NPM), misalnya rasio ini sebesar 20% (tertentu). Dengan angka ini, jika *sales* menjadi 1200, diperoleh laba akhir sebesar Rp240.

Keempat, dari laba yang ada dibagikan dividen dengan besaran tertentu pula, misal 40% (tertentu).³¹ Dengan demikian, dari laba Rp240, sebanyak Rp96 dibagikan dividen dan sebanyak Rp144 sebagai laba ditahan. Laba ditahan ini akan menambah jumlah modal sehingga akan mengurangi keperluan pendanaan dari luar (*external funding*).

Dari ilustrasi di atas, untuk meningkatkan penjualan menjadi 1200, diperlukan tambahan aset sebesar 500. Secara spontan, terjadi tambahan utang (*account payable*) sebesar Rp60. Dari penjualan ini, diperoleh tambahan modal (berupa laba ditahan) sebesar Rp144 sehingga terjadi kekurangan dana sebesar Rp296 (500-60-144). Dana inilah yang harus dicari (*external funding*; EF). Dengan demikian, *external funding* (EF) dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$EF = \text{asset/sales } (\Delta \text{sales}) - (\text{spontaneous liabilities/sales}) (\Delta \text{sales}) - \text{NPM}(\Delta \text{sales})(1-\text{DPR})$$

$$\begin{aligned} EF &= (2500/1000)(200) - (300/1000)(200) - 20\%(200)(0.6) \\ &= 296 \end{aligned}$$

Jadi, untuk mendukung pertumbuhan penjualan, mestilah diikuti dengan pendanaan yang memadai. Pendanaan ini sebagian bersumber dari luar (*external funding*). Keputusan dari mana dana berasal, berapa jumlahnya, dan jangka waktunya merupakan keputusan keuangan dari manajer. Keputusan ini dapat saja merupakan campuran dari berbagai sumber, misal utang wesel (*notes payable*) sebesar 146 serta utang jangka panjang sebesar Rp100 serta penerbitan

³⁰ Dalam hal ini, yang dimaksudkan adalah utang-utang disebabkan oleh proses produksi, biasanya dikategorikan sebagai akun utang dagang (*account payable*).

³¹ Rasio ini dikenal sebagai *dividend payout ratio* (DPR).

saham baru Rp50. Keputusan lain pun akan sangat mungkin. Tentu saja, banyak faktor yang dipertimbangkan oleh manajer.

Apakah yang perlu dipertimbangkan dalam uraian di atas? Pertama, diasumsikan besaran tersebut tetap (tertentu). Dapat saja besaran tersebut ikut berubah sesuai dengan pertumbuhan penjualan.³² Kedua, variabel yang diasumsikan ‘terlibat’. Dalam contoh di atas, diketahui adanya variabel utang (dagang) secara spontan. Mungkin, dalam beberapa kasus, terdapat variabel lain yang memengaruhi utang. Karena itu, setiap perusahaan dimungkinkan membuat variasi model perkiraan besaran kas (pendanaan luar yang diperlukan).

Apakah manfaat dari perkiraan keuangan ini? Tentu saja, hal ini untuk mengantisipasi besarnya keperluan dana. Perhatikan di sini, yang pertama kali menjadi acuan adalah besaran penjualan (*revenue*). Tambahan aset (biasanya aset tetap), tambahan utang, dan lain-lain dipengaruhi oleh perubahan penjualan.

F. ANGGARAN KAS

Anggaran kas biasanya diperlukan untuk mengestimasi kebutuhan kas (operasional) sehari-hari. Kebutuhan ini tentu saja berbeda-beda antara perusahaan, tetapi dapat diestimasi. Dasar untuk melakukan estimasi adalah estimasi penjualan dan biaya/beban yang mengikutinya. Selain itu, dapat ditentukan kebijakan perusahaan berkenaan dengan kas minimum yang harus dimiliki.³³ Kelebihan atau kekurangan dari hasil estimasi ini dapat disiasati dengan memanfaatkan keberadaan pasar uang (lihat Kegiatan Belajar 1). Kelebihan kas berarti memasuki pasar uang sebagai penabung (*lender*), sedangkan jika terjadi kekurangan kas, itu berarti memasuki pasar uang sebagai peminjam (*borrower*).

Pertama, dari besaran penjualan diperkirakan berapa yang diterima tunai (kas). Dari penjualan secara kredit, berapa banyak yang dibayar bulan depan dan seterusnya. Dari penjualan tersebut, berapa persentase harga pokoknya. Dari harga pokok tersebut, berapa persen dapat diperoleh utang dagang dan sisanya tentu harus dibayar tunai. Ditambah dengan kas minimum, itu berarti dapat diperkirakan kebutuhan kasnya.

Contohnya, penjualan PT BBB selama tiga bulan (bulan 1, 2, 3) adalah Rp1.000 juta, Rp800 juta, serta Rp1.300 juta. Dari penjualan tersebut, sebanyak

³² Misalkan saja, tidak secara linear (konstan), tetapi mengikuti daur hidup bisnis sehingga perkembangan aset tidak meningkat proporsional.

³³ Besaran kas ini harus ada untuk mengantisipasi kebutuhan mendadak perusahaan.

40% secara kredit dan akan dibayar secara proporsional selama dua bulan berikutnya. Bahan baku diperlukan sebanyak 70% dari penjualan. *Supplier* berkenan memberikan kredit (utang dagang) sebesar 30% dari kebutuhan bahan baku dan harus dibayar secara proporsional selama dua bulan berikutnya. Setiap bulan, perusahaan memiliki kas minimum sebesar Rp100 juta. Berapakah kebutuhan kas perusahaan selama tiga bulan tersebut?

	Bulan		
	1	2	3
Penjualan			
Bulan 1 (1000)	600	200	200
Bulan 2 (800)		480	160
Bulan 3 (1300)			780
<i>Kas masuk</i>	600	680	1140
Bahan baku			
Bulan 1 (700)	490	105	105
Bulan 2 (560)		392	84
Bulan 3 (910)			637
Kas minimum	100	100	100
<i>Kas keluar</i>	590	597	926
Kas (+)	10	83	214

G. KEGUNAAN LAPORAN ARUS KAS

Cash is king. Istilah ini populer karena kas merupakan ‘darah’ perusahaan. Tanpa adanya kas, perusahaan akan sulit memenuhi kebutuhan/kewajiban segera. Dampak selanjutnya produksi (penjualan) akan terganggu dan bonafitas perusahaan menurun. Laporan arus kas ini merupakan alat analisis yang penting bagi kreditor, investor, serta berbagai pihak lainnya. Laporan arus kas biasanya digunakan untuk menganalisis:

1. kemampuan menghasilkan arus kas pada periode mendatang;
2. kapasitas untuk memenuhi kewajiban dalam bentuk kas;
3. kebutuhan pembiayaan dari luar pada waktu mendatang;
4. menunjukkan tingkat kesuksesan dari aktivitas investasi;
5. menunjukkan efektivitas dari implementasi strategi investasi dan pembiayaan.

H. KAS DAN PENERIMAAN

Analisis laporan arus kas salah satunya dengan melihat hubungan antara kas dan penerimaan (*earning*). Semakin erat hubungannya (korelasinya), *earning* yang diterima semakin berkualitas. Beberapa indikasi *earning* kurang berkualitas dapat diperhatikan sebagai berikut.

1. Arus kas dari operasi (OCF) tinggi, tetapi tidak stabil. Arus kas ini diikuti dengan penurunan inventori atau *one-time non operating items*. Kondisi ini menunjukkan kondisi arus kas saat ini dapat tidak langgeng.
2. *Earning* dan OCF positif, tetapi OCF lebih rendah dari *earning*. Hal ini mengindikasikan besarnya komponen *accrual* dalam *earning*. Kita juga dapat mencari tahu *unsual-nonoperating transactions*, misalnya *gain* yang diperoleh dari penjualan *noncurrent assets*.
3. *Earning* meningkat dibandingkan tahun lalu, tetapi OCF menurun. Di sini dapat berarti *earning* terjadi karena aktivitas nonoperasi, seperti penjualan aset atau perubahan metode akuntansi.
4. Dividen lebih rendah dari *earning*, tetapi lebih tinggi dari OCF. Hal ini mengindikasikan dividen sekarang sangat mungkin tidak langgeng. Jika utang baru dikeluarkan untuk membebani dividen, beban operasi besok (beban bunga) akan lebih besar.

Sangat mungkin bagi perusahaan memperoleh EAT tinggi (*highly profitable*), tetapi tidak mampu membayar dividen atau melakukan investasi pada peralatan baru. Sangat mungkin pula tidak mampu membayar utang. Juga, sangat mungkin menuju bangkrut. Persoalan di sini adalah kas. Seperti diilustrasikan di atas, EAT dapat tinggi, tetapi kas dapat rendah.

Jika perusahaan memerlukan tambahan dana ke bank dan bank melakukan evaluasi atas dasar kas sebagai cara pembayaran, apakah bank akan menerima proposal perusahaan jika arus kasnya rendah? Investor bersedia menanamkan modalnya, tetapi misalkan mensyaratkan memperoleh dividen kas secara rutin. Apakah investor bersedia menanamkan modalnya jika arus kas rendah?



LATIHAN

Untuk memperdalam pemahaman Anda mengenai materi di atas, kerjakanlah latihan berikut!

- 1) Jelaskan manfaat laporan arus kas bagi beberapa *stakeholder*!
- 2) Diketahui penjualan sebesar Rp20.000, beban-beban sebesar Rp13.000, dan depresiasi sebesar Rp2000. Tarif pajak berlaku 10%. Berapakah arus kas operasi?
- 3) Pada tahun 2016, PT ZZ memiliki aset tetap bersih sebesar 10.000 dan sebelumnya memiliki aset tetap senilai Rp8.000. Pada tahun 2016, PT ZZ memiliki akumulasi depresiasi sebesar Rp8.500 dan sebelumnya hanya sebesar Rp7500. Berapakah besar investasi PT ZZ?
- 4) Misalkan saja, PT AAA memiliki penjualan sebesar Rp10.000 dengan HPP dan seluruh beban sebesar 70%. Laba dikenai pajak sebesar 10% dan dari laba akhir yang diperoleh, 40%-nya dibagikan sebagai dividen. Untuk mendapatkan penjualan tersebut, diperlukan aset sebesar Rp50.000. Selama ini, aset tersebut dibiayai dari utang (Rp10.000), sisanya modal sendiri. Berapakah diperlukan dana dari luar (*external funding*) jika diasumsikan, tahun depan penjualan meningkat 30% (aset dan HPP+beban, proporsional terhadap penjualan).
- 5) Sebuah perusahaan memiliki penjualan sebesar Rp4.000, harga pokok penjualan sebesar Rp2.000, beban-beban lain Rp500, beban depresiasi Rp200, dan beban bunga sebesar Rp100. Pajak berlaku sebesar 10%. Perusahaan juga menerbitkan saham baru sebesar 100 dan membayar utang jangka panjang sebesar 150 dan dividen dibayarkan sebesar 40%. Berapakah arus kas operasi (OCF), arus kas ke kreditor, serta arus kas ke pemegang saham?

Petunjuk Jawaban Latihan

- 1) Mengetahui sumber/pengeluaran kas sehingga dapat memprediksikan kemampuan keuangan perusahaan disesuaikan dengan tingkat kepentingan bagi *stakeholder*. Investor: utamanya arus kas investasi dan pendanaan; kreditor: arus kas pendanaan; sedangkan *supplier*: arus kas operasi.

- 2) $OCF = EAT + \text{depresiasi}$. $EAT = 4500 = (20000 - 13000 - 2000)(1 - \text{tax})$.
 $OCF = 6500$.
- 3) $Inv = (10000 - 8000) + (8500 - 7500) = 3000$
- 4) $Sales = 10000$; $HPP = 7000$; $EBT = 30.000$; $EAT = 2700 \rightarrow Div = 0.4 * 27000 = 1080$; tambahan $R/E = 16200$
 $EF = (A/S) * EF = \text{asset/sales} (\Delta sales) - (\text{spontaneous liabilities/sales}) (\Delta sales) - NPM(\Delta sales)(1 - DPR)$
 $= (50000/10000)(3000) - (10000/50000)(3000) - (0.27)(3000)(1 - 0.6) = 14076$
- 5) $EBIT = 4000 - 2700 = 1300$
 $EAT = 1200 (1 - \text{tax}) = 1080$
 $Div = 40\% * 1080 = 432$
 $OCF = 1080 + 200 = 1280$
 Arus kas ke kreditor $= 100 - (-150) = 250$
 Arus kas ke *stokeholder* $= Div - \text{saham baru} = 432 - 100 = 332$

$$\begin{aligned} NOPAT &= EBIT - TAX + \text{depresiasi} \\ &= 1300 - 130 + 200 = 1370 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} CF_{\text{kreditur}} &= \text{pendapatan bunga} - \text{perubahan utang jangka panjang} \\ &= +100 - (4092 - 3868) = +148 \text{ (secara netto terjadi arus kas masuk bagi kreditor)} \end{aligned}$$



RANGKUMAN

Pada Kegiatan Belajar 3 ini, dijelaskan laporan arus kas. Laporan arus kas merupakan bagian penting untuk melihat ‘darah’ perusahaan. Beberapa inti sari penting arus kas dituliskan sebagai berikut.

1. Perubahan arus kas dapat diperhatikan dari neraca. Sisi aktiva terdiri dari kas dan asset non kas. Sedangkan sisi passiva terdiri dari hutang dan modal sendiri. Penurunan asset non kas; kenaikan hutang; kenaikan modal sendiri akan menaikkan kas yang tersedia
2. Arus kas secara akuntansi menunjukkan sumber-sumber perubahan arus kas. Sumber tersebut dibedakan menjadi tiga, yakni dari aktivitas operasi, aktivitas investasi, serta aktivitas pendanaan. Perubahan arus kas ditambah kas tahun lalu sama dengan kas yang ada pada tahun ini.
3. Arus kas secara keuangan menunjukkan arus kas yang tersedia bagi pendana (*bondholder* dan *stokeholder*). Arus kas ini diperoleh dari arus

kas operasi setelah dikurangi keperluan investasi dan modal kerja. Arus kas ini dikenal sebagai arus kas bebas. Arus kas inilah yang tersedia bagi pendana.

4. Keperluan dana eksternal dipengaruhi dari besaran penjualan. Kenaikan penjualan memerlukan kenaikan aset. Kenaikan aset inilah yang akhirnya harus dibiayai dengan salah satunya utang.
5. Laporan arus kas dipergunakan oleh berbagai *stakeholder* dengan berbagai tujuannya.
6. Terdapat hubungan antara penerimaan dan kas. Penerimaan dianggap berkualitas jika sebagian besar penerimaan tersebut dalam bentuk kas.



TES FORMATIF 3

Soal-soal berikut memerlukan analisis dan dapat saja bukan merupakan jawaban tunggal.

- 1) Cobalah kunjungi situs BEI (www.idx.co.id). Unduhlah satu laporan keuangan PT terbuka selama 5-7 tahun. Analisislah laporan arus kasnya. Coba beri kesimpulan.
- 2) Cobalah kunjungi situs BEI (www.idx.co.id). Unduhlah lima laporan keuangan PT terbuka pada industri yang sama selama tiga tahun. Analisislah laporan arus kasnya. Coba beri kesimpulan.
- 3) Jika Anda menganalisis laporan arus kas dua perusahaan, yakni A dan B; laporan arus kas PT A selama tiga tahun selalu negatif, sedangkan PT B sebaliknya selalu positif. Jelaskan kemungkinan PT A lebih baik dari PT B, begitu sebaliknya kemungkinan PT B lebih baik dari PT A.
- 4) Suatu perusahaan memiliki ‘daur hidup’ sederhananya yang terdiri atas tiga tahapan: tumbuh, mapan, dan turun. Perkirakanlah laporan arus kas (tiga komponen) pada ketiga tahap daur hidup tersebut.
- 5) Jika diketahui sebuah perusahaan memiliki kas lebih besar dari *earning*, apakah kondisinya bagus? Sebaliknya, jika sebuah perusahaan memiliki kas lebih kecil dari *earning*, apakah kondisinya jelek? Jelaskan!
- 6) PT Ola Ole (OO) diperkirakan lima tahun ke depan memiliki EBIT Rp200 ribu/tahun. PT OO juga memiliki beban bunga sebesar Rp10 ribu dan saat ini memiliki aset operasional sebesar Rp200 ribu. Selain itu, diketahui data pada tahun ke lima sebagai berikut.

	Awal tahun 5	akhir tahun 5
<i>Net fixed asset</i>	10 rb	12
<i>Current assets</i>	90	100
<i>Account payable</i>	40	50

Selama usaha berjalan, setiap bulan PT OO memiliki penjualan rata-rata Rp1juta dengan penjualan kredit sebesar 60%. Untuk menghasilkan penjualan tersebut, diperlukan bahan baku sebesar 80% dari penjualan dan dibayar tunai sebesar 40%. Perusahaan juga memerlukan kas bulanan minimum sebesar Rp25 ribu.

- Hitunglah berapa OCF yang dihasilkan setiap tahun!
- Hitunglah FCF pada akhir tahun kelima!
- Hitunglah berapa rata-rata kas yang diperlukan setiap tahunnya!

Cocokkanlah jawaban Anda dengan Kunci Jawaban Tes Formatif 3 yang terdapat di bagian akhir modul ini. Perhatikan dan cermatilah penjelasan dalam kunci jawaban tersebut

Apabila jawaban Anda sebagian besar benar, Anda dapat meneruskan dengan Kegiatan Belajar 4. **Bagus!** Jika masih ada kesalahan, sebaiknya Anda mengulang materi Kegiatan Belajar 3, terutama bagian yang belum dikuasai.

KEGIATAN BELAJAR 4

Rasio-Rasio Keuangan

Pada Kegiatan Belajar 2 dan 3, dibahas laporan keuangan secara keseluruhan dan ringkas. Laporan keuangan itu merupakan sumber informasi kuantitatif bagi analis atau investor. Informasi ini dapat diubah dalam ukuran-ukuran yang lebih standar. Ukuran tersebut dikenal sebagai rasio keuangan. Rasio-rasio keuangan ini dipergunakan untuk menganalisis atau membandingkan laporan keuangan dari aspek kuantitatif. Untuk melengkapi analisis, tetap diperlukan informasi yang lain, seperti strategi perusahaan, prediksi konsekuensi yang mungkin terjadi dari strategi tersebut, dan juga memperkirakan apakah strategi tersebut cocok buat suatu perusahaan.

Informasi (analisis) tambahan diperlukan karena berbagai alasan, yaitu (i) akan menolong analis untuk menghindari masalah: *not seeing the forest for the trees*. Hal ini akan menurunkan peluang analis menjadi terlalu fokus atau akan membuat analisis lebih luas; (ii) akan memberikan fokus yang memfasilitasi interpretasi data; serta (iii) hasil analisis akan lebih *meaningful* dan dapat dikomunikasikan secara koheren.

Rasio-rasio keuangan dibagi menjadi empat kelompok, yaitu rasio-rasio likuiditas, rasio-rasio solvabilitas, rasio-rasio aktivitas, serta rasio-rasio untuk mengukur profitabilitas. Rasio-rasio yang berbeda mungkin akan lebih bermanfaat untuk tujuan tertentu. Analis yang berpengalaman sebelum menghitung rasio lebih dahulu mempertimbangkan berbagai hal (wawasan) yang membantu memahami masalah yang ada. Baru kemudian analis menghitung rasio yang sesuai dengan tujuan dirinya. Untuk dapat hasil yang memuaskan, rasio yang diperoleh (berbagai tahun) dibandingkan dengan standar rasio,³⁴ melihat perbedaannya, dan melakukan *cross-check* dengan berbagai rasio.

³⁴ Bisa saja merupakan *rule of thumb* atau umumnya rerata industri.

A. RASIO-RASIO KEUANGAN

Kotak 6

Bapak Wiwin sedang mengevaluasi dua perusahaan A dan B. PT A memiliki aset sebesar Rp1.000, sedangkan PT B memiliki aset Rp 10.000. Tahun ini PT A mendapatkan laba akhir sebesar Rp100, sedangkan PT B mendapatkan laba akhir Rp500. PT manakah yang lebih untung?

1. Rasio-rasio Likuiditas

Likuiditas mungkin merupakan kata terpenting bagi perusahaan. Likuiditas menunjukkan kemampuan untuk memenuhi semua kewajiban segera (lancar/jangka pendek). Untuk memenuhi kewajiban tersebut, perusahaan mestilah memiliki aset yang likuid (lancar). Secara umum, jumlah aset likuid ini mestilah lebih besar dari kewajiban lancarnya. Perbandingan antara aset likuid dan kewajiban lancar inilah yang dikenal sebagai rasio likuiditas. Rasio ini digunakan analis untuk menilai kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban keuangan sekarang (sampai 12 bulan ke depan) dengan cara mengukur ketersediaan kas dan aset lancar.

Kreditor merupakan salah satu pihak yang berkepentingan terhadap rasio likuiditas. Biasanya kreditor membuat semacam aturan kredit dengan mensyaratkan (*rule of thumb*) besaran rasio ini, misalkan *current ratio* sebesar 1.8. Debitur yang menginginkan pinjaman dari kreditor tentu saja harus memenuhi rasio ini. Debitur dapat mengelola aset dan utang lancarnya sehingga rasio ini dapat dipenuhi.

Rasio ini fokusnya sempit. Artinya, hanya sebagai alat penilai untuk kepentingan jangka pendek. Perusahaan yang tidak likuid seharusnya tidak serta-merta diartikan tidak dapat memenuhi kewajiban (segeranya).³⁵ Namun, jika perusahaan tidak likuid, untuk beberapa industri tertentu, dikhawatirkan tidak dapat menjalankan aktivitas operasional sehari-hari sehingga akan mengganggu perusahaan secara keseluruhan. Perusahaan yang tidak ‘cukup’ memiliki uang kas, piutang, ataupun inventori dikhawatirkan tidak cukup memiliki bahan baku untuk proses produksinya.³⁶ Kemanfaatan rasio ini dapat berbeda-beda antarperusahaan (industri).

³⁵ Sangat mungkin perusahaan memiliki aset tetap. Jika dijual, hal itu dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya (biasanya kewajiban jangka pendek lebih kecil dibandingkan dengan aset tetap).

³⁶ Contohnya adalah industri *retail*.

Terdapat tiga rasio likuiditas yang lazim dipakai, yakni *current ratio* (CR); *quick ratio* (QR), serta *cash ratio* (KR). CR merupakan rasio likuiditas dalam artian luas. Untuk mempersempit pengertian likuid (kemampuan bayar), dapat dipakai QR³⁷ dan KR.

Rasio lancar (CR) membandingkan secara langsung jumlah aktiva lancar dengan utang lancar. Secara umum, standar rasio ini adalah 1. Ini diartikan jumlah aktiva lancarnya setara dengan utang lancarnya. Besaran $CR > 1$ berarti perusahaan dalam keadaan likuid. Sebaliknya, jika $CR < 1$, perusahaan dalam keadaan *illiquid*. Rasio ini dapat mengalami distorsi karena pengaruh musim (memengaruhi jumlah inventori) atau karena terjadinya abnormal dalam utang dagang (*account payable*). Jika suatu bisnis lebih stabil dan terprediksi (arus keluar-masuk kas), rasio ini dimungkinkan cukup rendah saja. Artinya, tidak diperlukan cadangan inventori dalam jumlah yang besar.³⁸ Penghematan inventori ini akan menghemat biaya perusahaan, di antaranya biaya dana yang tertanam, biaya gudang, dan lain-lain.

Rasio cepat (QR) setara dengan CR, tetapi definisi dari aset lancarnya lebih diperketat, yakni yang benar-benar kas atau *near cash* serta mudah dikonversi menjadi kas, seperti investasi pada surat berharga dan piutang. Pada rasio ini, besaran inventori dan aset-aset yang kadar *illiquid*-nya lebih tinggi dari inventori diabaikan (dikeluarkan). QR akan menghasilkan rasio yang lebih rendah dibandingkan CR. Tidak ada patokan pasti standarnya. Namun, jika $QR > 1$, tentu saja perusahaan harus dikategorikan *liquid*.

Rasio kas (CR) menunjukkan jumlah kas dan setara kas yang tersedia dibandingkan utang lancarnya. Rasio ini tentu saja menunjukkan ukuran likuiditas yang terbaik (paling likuid), tetapi harus berhati-hati dalam menafsirkannya. Pertama, tidak ada standar berapa patokan CR ini. Kedua, rasio yang besar (misal > 1) justru dapat menunjukkan dana yang menganggur (*idle*). Jadi, dapat ‘berbenturan’ antara likuid dan *mismanagement*. Pada beberapa industri, sangat dimungkinkan hanya memerlukan jumlah kas yang sangat kecil. Dengan demikian, rendahnya rasio kas ini tidak serta-merta diartikan perusahaan ada pada kondisi *illiquid*.

³⁷ Perlu diperhatikan, secara umum rumusan hanya mengeluarkan akun inventori (yang dianggap kurang likuid). Akan tetapi, jika dalam laporan keuangan terdapat aset lancar yang kurang likuid dibandingkan inventori, semestinya aset tersebut juga dikeluarkan (tidak diperhitungkan).

³⁸ Ada konsep JIT (*just in time*) dalam manajemen produksi.

$$CR = \frac{CA}{CL}$$

$$QR = \frac{QA}{CL}$$

$$KR = \frac{\text{Cash}}{CL}$$

Untuk contoh laporan keuangan PT UT (Kegiatan Belajar 2), diperoleh rasio-rasio likuiditas sebagaimana tabel berikut ini. Dari rasio keuangan ini, tampaknya perusahaan memiliki likuiditas yang cukup bagus.

	2016	2015
CR	1.97	2.08
QR	1.51	1.46
KR	0.59	0.60

2. Rasio-rasio Solvabilitas

Rasio-rasio ini ditujukan untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Fokus rasio ini adalah utang jangka panjang (*long term debt*; LTD). Karena itu, besaran LTD ini sebagai pembanding bagi berbagai variabel lainnya. Terdapat beberapa kriteria rasio solvabilitas. *Pertama*, dari komposisi pendanaan, biasanya ditunjukkan oleh rasio antara LTD dan ekuitas atau rasio LTD dan *total asset*-nya. *Kedua*, dari aspek proteksi bagi kreditor, jika perusahaan mengalami kerugian, biasanya ditunjukkan oleh rasio laba operasi (kas) terhadap jumlah dana (beban) yang disediakan oleh kreditor.

Rasio komposisi pendanaan umumnya ada dua, yakni *debt equity ratio* (DER) serta *debt ratio* (DR). Baik DER maupun DR sebenarnya sama (semakna): jika dihitung DER tinggi, DR juga akan tinggi. Untuk memahaminya, dapat diperhatikan pada neraca, yaitu sisi kiri adalah aktiva dan sisi kanan adalah pasiva yang terdiri atas utang dan modal sendiri. Jadi, rasio pendanaan ini membandingkan aset dan utang serta membandingkan permodalannya sendiri, yakni antara utang dan modal sendiri.

Berkenaan dengan utang, terdapat dua pengertian, yakni total utang atau utang jangka panjang.³⁹ Secara umum, jika yang dipakai rasio DER, yang dipakai adalah utang jangka panjang (LTD). Akan tetapi, jika yang dipakai adalah rasio utang (DR), yang dipakai adalah total utang. Dengan demikian, rasio dapat ditulis sebagai berikut.

$$DER = \frac{LTD}{E}$$

$$DR = \frac{TD}{A}$$

Berapakah standar rasio solvabilitas ini? Tidak ada ukuran bakunya. DER = 1 artinya besaran utang sama banyak dengan modal sendiri. DR=0.6 artinya dari Rp1 aset didanai oleh utang sebesar Rp0.6. Dari DR ini, dapat dipahami dengan mudah, berapa banyak hak kreditor terhadap aset perusahaan.

Kedua rasio ini untuk proteksi pada kreditor. Secara rutin, dana kreditor harus dikembalikan (dibayar), tidak tergantung pada situasi bisnis.⁴⁰ Dengan adanya rasio ini, diharapkan dapat menjadi ukuran kesehatan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya pada kreditor. Rasio yang lazim dipakai, yakni *times interest earned ratio* (TIER) atau biasa disebut juga sebagai *covered ratio* (Cov).

TIER dihitung berdasarkan rasio laba operasi (EBIT) terhadap beban bunga perusahaan. Secara lebih luas, dapat ditambahkan beban nonkas⁴¹ seperti depresiasi sehingga dikenal sebagai EBITDA. Penggunaan EBIT menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasi, sedangkan penggunaan EBITDA menunjukkan besaran kas yang tersedia untuk menutupi beban bunga. Kadang-kadang laba operasi dibandingkan dengan semua beban tetap harus dibayar perusahaan, bukan hanya beban bunga, tetapi juga beban dividen (saham preferen) serta beban *leasing*. Dengan demikian, TIER dapat dituliskan sebagai berikut.

$$TIER = \frac{EBIT}{Interest_{LTD}}$$

³⁹ Hutang jangka panjang; karena struktur modal merujuk pada pengertian jangka panjang; sehingga komponen passivanya hanya hutang jangka panjang dan modal sendiri. Sedangkan penggunaan total hutang; karena pengertian passiva adalah hutang dan modal sendiri

⁴⁰ Penggunaan modal sendiri kurang berisiko dibandingkan utang. Karena itu, dalam kondisi bisnis yang *turbulence*, perusahaan dengan modal saham yang lebih besar lebih dapat bertahan dari kebangkrutan.

⁴¹ Beban nonkas ini menambah ketersediaan kas.

$$\text{TIERD} = \frac{\text{EBIT} + \text{depresiasi}}{\text{Interest}_{\text{LTD}}} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Interest}_{\text{LTD}}}$$

$$\text{TFCER} = \frac{\text{EBIT}}{\text{leaserental} + \text{int erest} + \text{Dividend}_{\text{preferredstock}}}$$

TIER = *time interest earning ratio*; TFCER = *time fixed cost earning ratio*

Untuk PT UT (Kegiatan Belajar 2), diperoleh rasio-rasio solvabilitas pada tabel di bawah. Utang memiliki proporsi terhadap aset berkisar 45%. Kemampuan membayar beban bunga berkisar 3-4 kali. Kemampuan kasnya untuk membayar beban bunga berkisar 5-7 kali. Dilihat dari solvabilitasnya, tampaknya PT UT memiliki kemampuan jangka panjang yang cukup bagus.

Rasio	2016	2015
DER	0.62	0.67
DR	0.46	0.44
TIER	4.49	3.33
TIERD	7.06	5.78

3. Rasio-rasio Aktivitas

Rasio ini menunjukkan bagaimana aktivitas perusahaan telah dijalankan jika dihubungkan dengan aset-aset perusahaan. Aktivitas tersebut secara umum ditunjukkan melalui besaran penjualan (*sales*).⁴² Dengan demikian, penjualan menjadi patokan bagi berbagai besaran komponen aset. Rasio ini dikenal dengan istilah perputaran (*turnover*; TO). Makin tinggi *turnover*, perusahaan makin aktif dan dianggap semakin baik. Namun, berapa angka patokan rasio aktivitas tidaklah ada ukurannya (tergantung pada industri masing-masing). Jika perusahaan menambah aset-aset baru (biasanya bebannya lebih mahal), akan diperoleh rasio yang lebih rendah. Karena pengaruh inflasi, perusahaan dengan aset-aset yang lebih baru akan mendapat rasio *turnover* yang lebih rendah.

Biasanya, ada empat istilah perputaran, yakni berkenaan dengan piutang, inventori,⁴³ aset tetap, serta aset total. Biasanya, penjualan memang dihubungkan dengan keempat variabel tersebut. Jadi, akan dikenal istilah

⁴² Biasanya dapat dinyatakan sebagai *at market*, jika dimaksudkan sebagai *at-cost* biasanya dipakai harga pokok penjualan (*cost of goods sold*; COGS).

⁴³ Khusus inventori biasanya dibandingkan dengan COGS.

account receivables turnover (ARTO), *inventory turnover* (ITO), *fixed assets turnover* (FATO), dan *total assets turnover* (TATO). Keempatnya dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$\text{ARTO} = \frac{\text{Sales}_{\text{net}}}{\text{AR}}$$

$$\text{ITO} = \frac{\text{COGS}}{\text{Inventori}}$$

$$\text{FATO} = \frac{\text{Sales}_{\text{net}}}{\text{FixedAssets}}$$

$$\text{TATO} = \frac{\text{Sales}_{\text{net}}}{\text{TotalAssets}}$$

Selain keempat rasio di atas, ada dua rasio lain yang sering dipergunakan, yakni *receivables to sales* (RS) serta *average collection periods* (ACP).

Rasio RS sebenarnya merupakan kebalikan dari ARTO. Rasio ini menunjukkan besarnya persentase piutang terhadap penjualan. Rasio ini mengindikasikan besarnya persentase penjualan secara tidak tunai (piutang). Tentu saja, makin tinggi rasio ini mengindikasikan hal kurang baik. Jika rasio sebesar 10%, itu berarti 10% penjualan berupa kredit (piutang).

Rasio ACP menunjukkan rerata lama waktu setiap piutang. Rasio ini cenderung dijadikan sebagai indikator untuk kebijaksanaan kredit perusahaan. Karena berkenaan dengan waktu, makin tinggi rasio ini indikasinya, makin buruk. Tentu saja, hal ini dapat dibandingkan dengan rasio ACP industri.

$$\text{RS} = \frac{\text{AR}_{\text{net}}}{\text{Sales}_{\text{net}}}$$

$$\text{ACP} = \frac{\text{AR}_{\text{net}}}{\text{Sales}_{\text{net}}} * \text{days}$$

(catatan: hari dalam setahun biasanya dinyatakan sebagai 360 hari)

Untuk PT UT sebagaimana pada Kegiatan Belajar 2, diketahui aktivitas perusahaan kurang bagus. Hal ini tampak dari TATO yang rendah. Namun, sebelum pada kesimpulan yang umum, diharapkan diketahui terlebih dahulu

nature dari industri ini.⁴⁴ Penjualan yang terjadi sekitar 15% (RS) bersifat penjualan kredit. Umur piutang hampir dua bulan.

	2016	2015
ARTO	6.11	7.03
ITO	7.22	5.70
FATO	1.29	1.13
TATO	0.85	0.79
RS	0.16	0.14
ACP	58.91	51.19

4. Rasio-rasio Keuntungan

Ada dua cara mengukur rasio keuntungan. *Pertama*, keuntungan sebagai persentase dari penjualan. Sebagai persentase dari penjualan, dikenal sebagai margin laba (profit margin). Terdapat beberapa rasio yang lazim, yaitu margin laba kotor (*gross profit margin*; GPM); margin laba bersih (*net profit margin*; NPM); dan kadang juga dikenal margin laba operasi (*operating profit margin*; OPM). Rasio laba ini menunjukkan tingkat efisiensi yang dapat dihasilkan dari setiap penjualan.

$$\text{GPM} = \frac{\text{Sales} - \text{CoGS}}{\text{Sales}_{\text{net}}}$$

$$\text{OPM} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}_{\text{net}}}$$

$$\text{NPM} = \frac{\text{EAT}}{\text{Sales}_{\text{net}}}$$

Kedua, keuntungan sebagai persentase dari dana yang diinvestasikan. Pada umumnya, yang dimaksudkan keuntungan adalah laba akhir (EAT) walaupun dalam beberapa hal ada pula yang menyatakan sebagai laba operasi (EBIT). Sementara itu, besaran dana yang diinvestasikan pada umumnya adalah *assets* (A) dan ekuitas (E). Dua rasio yang paling umum adalah *return on asset* (ROA)

⁴⁴ Misalnya, pada industri perkapalan, TATO biasanya rendah. Hal ini disebabkan aset kapal berharga sangat mahal.

dan *return on equity* (ROE). Secara umum (dalam nilai absolut), besaran $ROA < ROE$. Bagi investor, ROE merupakan ukuran yang tepat untuk mengukur kinerja karena *return* dibandingkan dengan besaran dana sendiri yang diinvestasikan. Karena itu, fokus bagi investor adalah meningkatkan ROE. Dengan memecahkan beberapa komponen dari ROE, ROE dapat ditingkatkan melalui tiga cara berikut.

- Tingkat efisiensi usaha → dengan cara memperbesar margin laba bersih (NPM).
- Dari aktivitas usaha → dengan cara meningkatkan perputaran aset.
- Dari pendanaan → dengan cara meningkatkan utang.

$$ROA = \frac{EAT}{Assets}$$

$$ROE = \frac{EAT}{Equity}$$

$$ROE = \frac{EAT}{Equity} = \frac{EAT}{Equity} \times \frac{Sales}{Sales} \times \frac{Asset}{Asset}$$

$$ROE = \frac{EAT}{Equity} = \frac{EAT}{Sales} \times \frac{Sales}{Asset} \times \frac{Asset}{Equity}$$

Yaitu, $Asset = Debt + Equity$

$$ROE = \frac{EAT}{Equity} = NPM * TATO * (1 + DER)$$

Dari laporan keuangan PT UT, diperoleh rasio-rasio laba sebagaimana tabel di bawah. Diketahui, margin laba kotor berkisar 1/3 (berarti 2/3-nya berupa HPP). Laba untuk pemegang saham meningkat dari 8% menjadi 12%.

	2016	2015
GPM	0.32	0.33
OPM	0.14	0.12
NPM	0.08	0.06
ROA	0.06	0.05
ROE	0.12	0.08

B. RASIO PASAR

Selain keempat rasio di atas, ada satu rasio lagi yang sering dipakai, yakni rasio pasar. Rasio pasar biasanya membandingkan komponen dari laporan keuangan dengan harga pasar dari saham perusahaan tersebut. Rasio tersebut antara lain adalah rasio harga terhadap *earning* (*price earning ratio*; PER) dan rasio harga pasar terhadap harga buku (*market to book value*; MBV). Rasio ini biasa digunakan secara cepat oleh analis untuk membandingkan kondisi perusahaan dengan respons investor (yang ditunjukkan oleh harga pasar).

Untuk mendapatkan PER, diperlukan laba per lembar saham (*earning per share*; EPS). Laba tersebut diperoleh dengan membagi laba akhir (EAT) dengan jumlah saham yang beredar. Untuk harga saham, biasanya tersedia. Misalkan saja, EAT sebesar Rp10.000 dan saham beredar 200 lembar, sedangkan harga saham per lembar sebesar Rp700. Dengan demikian, diperoleh EPS sebesar Rp50/lembar ($10.000/200$) dan PER sebesar 14 kali ($700/50$). Dengan demikian, dapat diketahui harga sebesar 14 kali dari laba. Investor yang akan membeli saham perusahaan tersebut harus membayar sebanyak Rp14. Sebagai pemilik saham, ia akan mendapatkan laba sebesar Rp1/lembar. Apakah rasio PER ini tinggi atau rendah? Tentu diperlukan pembandingnya sebagai kriteria. Biasanya, pembanding adalah rerata (PER) dari industri tersebut.

Rasio MBV juga merupakan rasio yang sering dipakai. Sederhananya membandingkan modal (yang ada pada neraca)⁴⁵ dengan modal berdasarkan harga pasar.⁴⁶ Untuk PT UT, MBV sebesar $20000/14388 = 1.39$. Ini berarti pasar merespons lebih tinggi 39% dibandingkan harga bukunya. Besaran ini (rerata pasar) dapat menjadi acuan untuk penilaian suatu perusahaan, misalnya ketika dilakukan transaksi jual/beli perusahaan.

C. FAKTOR PEMBANDING

Untuk mengetahui apakah rasio suatu perusahaan lebih baik (buruk), tentu diperlukan pembanding (*benchmark*). Faktor pembanding yang biasa dipakai adalah rasio industri. Rasio industri biasanya merupakan rerata dari rasio perusahaan. Namun demikian, tetap diperlukan kehati-hatian dalam

⁴⁵ Dapat diperhatikan pada laporan keuangan PT UT.

⁴⁶ Hal ini merupakan perkalian antara harga pasar dan jumlah saham yang beredar (*outstanding share*). Misalkan saja, pada PT UT, harga saham saat ini (akhir tahun 2016) sebesar 100 dan jumlah saham beredar sebanyak 200. Itu berarti nilai pasarnya Rp20.000. Pada tahun 2016, jumlah modal (termasuk saham preferen) sebanyak 14388.

membandingkan. Hal ini disebabkan penerapan metode akuntansi antarperusahaan (dalam satu industri) dapat saja berbeda. Faktor lingkungan dan faktor politik yang memengaruhi industri juga harus dipertimbangkan. Faktor ini merupakan faktor sistematis, tidak dapat dikontrol oleh manajemen perusahaan. Misalnya, perusahaan beroperasi, yaitu sebagian hasil/beban dalam valas, sehingga stabilitas *earning* akan sangat terpengaruh oleh fluktuasi kurs. Ketidakstabilan *earning* dapat sebagai indikator untuk kualitas *earning*. Peraturan pemerintah juga harus dipertimbangkan karena dapat memengaruhi perusahaan.

D. RED FLAG

Earning dinyatakan berkualitas jika angka yang dilaporkan ‘kredibel’ berkenaan dengan kondisi ekonomi kemarin, sekarang, dan besok (dapat mencerminkan situasi ketiga periode waktu tersebut). Sebagai bandingannya, *earning* berkualitas rendah jika *earning* yang dilaporkan berpotensi *misleading*. Suatu laporan keuangan seyogianya mencerminkan bahwa *tell it like it is*. Untuk mengetahui ‘peluang buruk’ kualitas *earning*, terdapat berbagai indikatornya. Indikator ini dikenal sebagai *red flags* di antaranya sebagai berikut.

1. Turunnya beban-beban yang dapat dikelola seperti beban iklan relatif terhadap penjualan. Beban-beban ini sering kali diturunkan untuk mencapai tujuan laba (ditingkatkan). Jika hal ini terjadi, apakah dalam jangka panjang kondisi ini akan baik dampaknya bagi perusahaan?
2. Perubahan dalam kebijakan akuntansi menuju arah yang lebih liberal. Perubahan ini dapat menjadi sinyal untuk menciptakan *earning* lebih tinggi.
3. Piutang yang meningkat pesat menunjukkan kebijakan manajemen yang lebih longgar dan berpeluang meningkatkan kredit macet.
4. Kenaikan (tidak biasa) komponen *intangible assets* dalam neraca. Komponen ini akan sulit diukur atau dibuktikan dengan bukti fisiknya.
5. Adanya sumber pendapatan yang besar dan jarang (*extraordinary income*), misal penjualan aset-aset.
6. Turunnya persentase *gross profit margin*. Hal ini dapat berarti adanya *price competition* atau harga pokok yang terlalu tinggi.
7. Pencadangan rendah untuk potensi kerugian di masa depan.
8. Terjadi kenaikan pembiayaan (pinjaman) yang luar biasa.
9. Kas dan setaranya diakhir tahun sedikit.
10. Rendahnya kadar perputaran (inventori).

Hal-hal yang disebutkan di atas hanyalah indikator, bukanlah suatu kepastian. Selain itu, apa yang dinyatakan di atas bukanlah dimaksudkan untuk saat ini (*now*), tetapi lebih pada prediksi ke depan (*later*).

E. MENGELOLA RASIO

Yang dimaksudkan mengelola rasio ini adalah melakukan aktivitas sedemikian rupa sehingga rasio dapat lebih sesuai harapan. Jika rasio keuangan menjadi salah satu prasyarat untuk penilaian kinerja, memperoleh kredit usaha, dan lain-lain, pengelolaan rasio ini dapat saja dilakukan dan perlu diwaspadai.

Rasio likuiditas, yakni perbandingan antara aset lancar/utang lancar, meningkatkan rasionya dapat dengan (i) menaikkan aset lancar, (ii) mengurangi utang lancar, serta (iii) mengurangi utang dan membayarnya dengan aset lancar. Cara (i) dan (ii) sudah tentu dipahami untuk cara (iii) dapat diikuti ilustrasi berikut. Sebagai contoh, aset lancar 1200 dan utang lancar 1000 sehingga diperoleh rasio 1.2. Jika dibayar utang sebesar 200, itu berarti sekarang aset dan utang sebesar 1.000 dan 800 serta diperoleh rasio 1.25. Jika rasio lancar awalnya tidak likuid (<1), nilai rasio dapat ditingkatkan dengan meningkatkan aset dan utang lancarnya.⁴⁷ Misalkan, kondisi awal aset lancar 1.000 dan utang lancar 1.200. Jika utang lancar bertambah 200, kondisi sekarang aset lancar 1200 dan utang lancar 1400. *Current ratio* diperoleh 0.83 menjadi 0.86.

Untuk rasio solvabilitas, dapat diperbaiki dengan cara (i) menambah aktiva tanpa menambah utang; (ii) menambah aktiva relatif lebih besar dibandingkan tambahan utang; (iii) mengurangi utang tanpa mengurangi aktiva; serta (iv) mengurangi utang relatif lebih besar dibandingkan pengurangan aktiva. Untuk rasio yang lain dapat diupayakan dengan meningkatkan penjualan melebihi beban operasionalnya. Hal ini sangatlah *common sense* dan harapan bagi banyak perusahaan. Namun, persoalannya adalah apakah target penjualan dapat dicapai.

F. KEHATI-HATIAN DALAM RASIO KEUANGAN

Penggunaan rasio keuangan memiliki banyak keterbatasan. Untuk mempergunakannya, diperlukan kearifan tersendiri. Beberapa keterbatasan antara lain sebagai berikut.

⁴⁷ Cara ini tentu lebih sulit. Jika perusahaan tidak likuid, siapa yang bersedia memberikan tambahan utang lancar sehingga aset lancarnya akan bertambah?

1. Rasio ini hanya berkenaan dengan data kuantitatif. Rasio keuangan tidak mempertimbangkan berbagai faktor kualitatif, seperti nilai etik, kualitas manajemen, moral pekerja, dan lain-lain. Hal-hal di atas perlu dipertimbangkan jika akan melakukan evaluasi terhadap perusahaan.
2. Manajemen dapat melakukan ‘pemanisan’ terhadap rasio keuangan. Jika misalkan CR yang baik adalah >1 , perusahaan dapat memperbaiki rasio dengan cara membayar utang lancar ‘segera’ mendekati tanggal neraca.
3. Membandingkan rasio antarperusahaan dapat menyebabkan interpretasi yang keliru. Hal ini karena dimungkinkan terjadi perbedaan metode akuntansi yang dipakai, misal depresiasi, pengakuan pendapatan, serta aset tidak nyata. Untuk alasan ini, dibuat perbandingan akuntansi terlebih dahulu sebelum perbandingan rasio.
4. Berbagai definisi dari rasio yang umum dipakai. Hal ini dapat menciptakan perbandingan serta interpretasi yang keliru.
5. Karena catatan akuntansi berdasarkan data historis rupiah, perubahan dari *purchasing power* rupiah (terhadap rupiah) dapat menyebabkan distorsi jika membandingkan rasio antarwaktu. Sebagai contoh, pada periode inflasi, rasio *sales/asset* atau *EAT/asset* akan bias (atas).
6. Mempergunakan hanya rasio tidaklah memiliki signifikansi. Telah ada kesepakatan bahwa rasio ditentukan oleh industri, strategi manajemen, dan kondisi ekonomi secara umum. Sebagai contoh, usaha daging memerlukan *inventory-turnover* yang tinggi, sedangkan usaha perhiasan memerlukan rasio yang rendah. Jika menyimpulkan satu rasio baik atau buruk, hal itu salah. Untuk itu, rasio harus dievaluasi disesuaikan dengan konteks bisnisnya.
7. Rasio dihitung berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasi dan menunjukkan hubungannya dengan kejadian di masa lalu. Jika tertarik kepada masa depan, sebaiknya tidak serta-merta memercayai data masa lalu mencerminkan kondisi sekarang (depan).

Kotak 7: Kehati-hatian Berkenaan dengan Rasio Keuangan

Uraian pada bagian terdahulu menunjukkan perlunya kehati-hatian berkenaan dengan rasio keuangan karena rasio keuangan hanya data kuantitatif:

1. dapat dipermanis,
2. tidak boleh diperbandingkan secara langsung,
3. banyak rasionya,
4. hati-hati jika terjadi inflasi,
5. bukan cuma rasio yang harus diperhatikan,
6. catatan masa lalu.

G. ANALISIS KUALITAS *EARNING*

Rasio-rasio yang dipakai diharapkan dapat menjadi panduan berkenaan dengan laporan keuangan. Namun, rasio-rasio di atas tidak serta-merta dapat dipergunakan untuk menganalisis kualitas *earning* yang dimiliki. Bagi investor, kualitas *earning* merupakan hal yang sangat diperhatikan, terutama dalam evaluasi saham dengan penekanan berikut:

1. sebagai barometer bagi manajemen dalam menerapkan kehati-hatian (*prudence*);
2. perubahan kebijaksanaan akuntansi dari periode ke periode dapat mengubah *earning*;
3. porsi dari *earning* yang dapat diubah menjadi kas;
4. sebagai bagian dari analisis berkenaan dengan risiko saham.

Untuk mengetahui *earning* yang berkualitas, terdapat beberapa karakteristik, yaitu

1. kebijaksanaan akutansinya konservatif dan konsisten yang tampak dari kehati-hatian dalam pengukuran keuangan perusahaan dan *net income*;
2. pendapatan sebelum pajak diperoleh dari transaksi yang bersifat kontinu, bukan yang bersifat satu kali waktu (*insidental*);
3. penjualan mudah dikonversi menjadi kas;
4. tingkat pendapatan serta pertumbuhan tidak tergantung dari rendahnya tarif pajak yang berlaku;
5. tingkat utang tidak dimanipulasi;
6. *earning* tidaklah dipengaruhi (secara signifikan) melalui keuntungan valas atau inflasi;
7. *trend earning* adalah stabil, dapat diprediksi, dan merupakan indikator level *earning* ke depan.



LATIHAN

Untuk memperdalam pemahaman Anda mengenai materi di atas, kerjakanlah latihan berikut!

- 1) Jika PT A memiliki DR sebesar 0.5 dan ROA sebesar 50%; sedangkan PT B memiliki DR sebesar 0.6 dan ROA sebesar 33.33%; manakah yang lebih tinggi ROE-nya? (Petunjuk: buatlah neraca sederhana terlebih dahulu).

- 2) Diketahui, utang lancar sebesar 100, *current ratio* sebesar 3, *quick ratio* sebesar 1.5, *inventory turnover* sebesar 6, dan *gross profit margin* sebesar 25%. Berapakah besar penjualan?
- 3) Sebuah perusahaan mendapatkan laba sebesar 200 atau mendapatkan *net profit margin* sebesar 20%. Besarnya piutang sebanyak Rp200. Berapakah lama periode pengumpulan piutang (ACP)? Jika ACP industri selama 10 hari, bagaimana kesimpulannya?
- 4) Diketahui, utang dagang (*account payable*) sebesar 500, *patent* sebesar 1000, *notes payable* 300, aset tetap 2000, *inventory* 400, utang jangka panjang 2000, kas 1000, modal sendiri 1000 laba ditahan 1100, dan piutang 500. Susunlah neraca untuk informasi di atas!
- 5) Manakah yang lebih menunjukkan kekayaan investor: EPS atau ROE?

Petunjuk Jawaban Latihan

- 1) Coba buat jika asetnya = 100.
- 2) Cari besaran inventornya.
- 3) Dapat dihitung. Bandingkan ACP dengan ACP industri.
- 4) Susunlah akun yang termasuk aktiva (susun berdasarkan tingkat likuiditasnya) dan akun yang termasuk pasiva.
- 5) ROE (coba hubungkan dengan *stock split*).



RANGKUMAN

Pada Kegiatan Belajar 4 ini, dijelaskan rasio keuangan. Laporan keuangan, laporan arus kas, serta rasio keuangan merupakan satu kesatuan dalam memahami laporan keuangan. Rasio keuangan merupakan alat analisis yang sering dipakai. Beberapa inti sari penting dapat dituliskan sebagai berikut.

1. Terdapat empat rasio keuangan, yakni rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas, serta profitabilitas. Keempat rasio ditujukan untuk menganalisis bagian tertentu (terpisah), tetapi tetap dipakai secara keseluruhan. Keempat rasio sama penting meskipun penekanan penggunaannya berbeda-beda.
2. Selain rasio keuangan, terdapat rasio lainnya yang sering dipakai. Rasio tersebut dikenal rasio pasar. Rasio ini membandingkan nilai pasar dan nilai buku. Rasio ini dipakai investor untuk mengevaluasi perusahaan.

3. Untuk mempergunakan rasio keuangan, diperlukan pembandingan (*benchmark*). Pembandingan dipakai biasanya rerata rasio industri.
4. Laporan keuangan secara keseluruhan perlu dicermati. Terdapat beberapa indikator (*red flags*) yang menunjukkan potensi buruk dari perusahaan.
5. Rasio keuangan dapat dikelola. Untuk membandingkan rasio keuangan secara langsung, perlu kehati-hatian. Satu rasio keuangan tidak dapat secara langsung dibandingkan, tetapi harus memperhatikan beberapa kondisi, misal perbedaan industri.
6. Analisis terhadap *earning* sangat diperlukan bagi investor. Analisis tentang *earning* yang berkualitas menjadi komplemen bagi rasio keuangan.



TES FORMATIF 4

Jawablah pertanyaan berikut!

- 1) Cobalah kunjungi situs BEI (www.idx.co.id). Unduhlah satu laporan keuangan PT terbuka selama 5—7 tahun. Analisislah rasio keuangan tersebut. Beri kesimpulan.
- 2) Cobalah kunjungi situs BEI (www.idx.co.id). Unduhlah 5—7 laporan keuangan PT terbuka selama tiga tahun dari satu industri yang sama. Analisislah rasio keuangannya. Beri kesimpulan.
- 3) Lengkapi neraca di bawah ini jika diketahui
 - a. penjualan sebesar Rp3.600.000,
 - b. *gross profit margin* 25%,
 - c. *inventori turnover* 6x,
 - d. *average collection period* = 40 hari,
 - e. *current ratio* = 1.6,
 - f. *total asset turnover ration* 1.2,
 - g. *total debt ratio* = 60%.

Neraca PT AA 31 Desember 2016 (Rp juta)

Aktiva		Pasiva	
Kas	60.000	A/P	240.000
Marketable securities	50.000	Notes P	
Piutang		Accrual	40.000
Total asset lancar		Total utang lancar	
Aset tetap neto		Long term debt	
		Equity	1200.000
Total asset		Total D+E	

- 4) Evaluasilah apa yang dapat menyebabkan ROE naik.
- 5) Pada industri perkapalan, rasio aktivitasnya sangat rendah. Coba duga penyebabnya. Jelaskan!

Cocokkanlah jawaban Anda dengan Kunci Jawaban Tes Formatif 4 yang terdapat di bagian akhir modul ini. Perhatikan dan cermatilah penjelasan dalam kunci jawaban tersebut

Apabila jawaban Anda sebagian besar benar, Anda dapat meneruskan dengan modul selanjutnya. **Bagus!** Jika masih ada kesalahan, sebaiknya Anda mengulang materi Kegiatan Belajar 4, terutama bagian yang belum dikuasai.

Kunci Jawaban Tes Formatif

Tes Formatif 1

- 1) Lihat bagian B. Bandingkan ketiga komponennya. Lihat besarannya. Buatlah reratanya. Coba buat kesimpulannya. Jika dalam daftar pemegang saham ada pengelola, itu berarti ada kepemilikan orang dalam. Efeknya akan menurunkan masalah agensi.
- 2) Beban biayanya menjadi tinggi serta dapat mengalami *mismatch* dan ketidaktersediaan dana.
- 3) Sama pentingnya meskipun dalam jumlah dapat berbeda jika industrinya berbeda.
- 4) Semua memiliki biayanya (dalam rupiah). Coba pikirkan kelebihan dan kelemahan dari keempat cara tersebut.
- 5) Manajer akan dikontrol penuh oleh pemegang utang dan sangat mungkin bekerja sama dengan pemegang saham untuk mengambil risiko bisnis berlebihan. Manajer dikontrol oleh pemegang saham dan dapat melakukan pengambilan risiko berlebihan atas biaya pemegang saham.

Tes Formatif 2

- 1) Cobalah.
- 2) Cobalah.
- 3) Pertimbangkan: utang juga memiliki dampak negatif, yakni tekanan keuangan (*financial distress*) yang berupa beban bunga secara tetap.
- 4) Depresiasi makin rendah → laba meningkat → pajak (uang keluar kas) meningkat) → modal perusahaan meningkat → kas tersedia turun.
- 5) Sebagai wakil perusahaan, harga buku; tetapi sebagai investor, harga pasar.

Tes Formatif 3

- 1) Cobalah.
- 2) Cobalah.
- 3) PT A akan lebih baik dari PT B jika arus kas negatifnya bersumber dari investasi. PT B akan lebih baik dari PT A jika arus kas positifnya bersumber dari arus kas operasi.
- 4) Pada saat tumbuh, arus kas investasi tinggi (negatif) dan mungkin arus kas pendanaan juga. Pada saat turun, arus kas investasi rendah.

- 5) Kas besar kemungkinan bagus, tetapi dapat saja operasional perusahaan menjadi kurang bagus. Jika kas lebih rendah (dari *earning*), kemungkinan jelek apabila terjadi 'perbaikan' *earning*.
- 6) Jawab
EBIT = 200; Int = 10; Ebt = 190; Depr = $200/5 = 40$; OCF = 230
FCF = OCF – NFI – D(WC)
= $230 - (40 + 12 - 10) - (0) \rightarrow 188$
Kas in 400
Kas out 320
 $80 - 25 = 55/\text{bulan} \rightarrow \text{setahun } 55 * 12 = 660 \rightarrow \text{beli marketable securities}$

Tes Formatif 4

- 1) Cobalah.
- 2) Cobalah.
- 3) Masukkan ke persamaan angka-angka yang ada.
- 4) Ada tiga faktor (NPM, TATO, dan DER). Coba uraikan jika ketiga faktor tersebut ada yang naik dan ada yang turun.
- 5) Asetnya sangat mahal.