

# Lingkup Manajemen Keuangan

Dr. Erni Ekawati, M.S.A., M.B.A.



## PENDAHULUAN

---

**M**anajemen Keuangan merupakan bidang studi yang mempelajari tentang pengalokasian sumber-sumber daya yang terbatas sepanjang waktu dalam lingkup bisnis perusahaan. Keputusan keuangan perusahaan meliputi penentuan keuntungan dan biaya yang tersebar sepanjang waktu, yang keduanya bersifat tidak pasti atau belum diketahui secara pasti sebelumnya. Topik utama dalam manajemen keuangan adalah bagaimana seorang manajer keuangan yang membuat suatu keputusan keuangan pada hari ini akan mempengaruhi hasil dan risiko yang akan diterima perusahaan di masa yang akan datang.

Pengambilan keputusan keuangan itu dilakukan dengan memberi nilai pasar pada sumber-sumber daya yang digunakan yang jumlahnya terbatas tersebut. Jadi, manajemen keuangan meliputi pengambilan keputusan keuangan dan penilaian sumber-sumber daya, yang di dalamnya mengandung unsur ketidakpastian atau risiko sepanjang waktu. Prinsip-prinsip dasar ekonomi, yakni studi tentang alokasi sumber-sumber daya yang terbatas termasuk bagaimana sumber-sumber daya tersebut diproduksi dan dikonsumsi dalam lingkup ilmu ekonomi mikro, akan mendasari konsep-konsep dalam proses pengambilan keputusan dan penilaian. Modul ini akan menunjukkan bagaimana prinsip-prinsip dasar ekonomi, optimalisasi laba dan minimalisasi biaya, digunakan dalam memecahkan masalah-masalah yang cukup kompleks dalam kaitannya dengan keuangan perusahaan untuk mencapai nilai perusahaan yang maksimum.

Modul ini akan menjelaskan mengenai lingkup manajemen keuangan. Pertama-tama akan dijelaskan tentang tujuan manajemen keuangan dalam perusahaan, bagaimana bentuk perusahaan akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan, serta fungsi utama dari manajemen keuangan. Kedua, akan ditunjukkan bagaimana pengaruh pasar finansial dan lingkungan ekonomi makro terhadap strategi perusahaan, serta hubungan antara kondisi

makro, laba serta pertumbuhan perusahaan terhadap penciptaan nilai perusahaan. Terakhir, masalah keagenan yang timbul karena adanya pemisahan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan pengelola perusahaan (manajer) akan dibahas beserta dengan kemungkinan pemecahannya.

Setelah mempelajari modul ini, Anda akan dapat menjelaskan lingkup manajemen keuangan perusahaan, yang meliputi tujuan dan fungsi manajemen keuangan, bagaimana lingkungan ekonomi makro dan masalah keagenan yang timbul akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan keuangan dan nilai perusahaan.

Lebih khusus, setelah mempelajari modul ini Anda akan diharapkan untuk dapat:

1. menjelaskan mengapa manajer harus berfokus pada penciptaan nilai bagi kekayaan pemegang saham;
2. membedakan bentuk-bentuk organisasi bisnis yang berbeda dalam kaitannya dengan tanggung jawab finansial dari pemiliknya secara legal serta pengaruhnya pada pencarian sumber-sumber modal perusahaan;
3. menjelaskan bagaimana lingkungan ekonomi makro mempengaruhi strategi perusahaan dan nilai perusahaan;
4. menjelaskan seberapa cepat perusahaan harus tumbuh dengan mempertimbangkan pengaruh kondisi ekonomi dengan kemampuan perusahaan menghasilkan laba serta keterbatasan sumber-sumber daya yang dimilikinya;
5. menjelaskan masalah keagenan dan sumber-sumber konflik yang terjadi antara pemegang saham, manajer, dan kreditur;
6. mengetahui mekanisme yang dapat digunakan untuk memecahkan konflik kepentingan yang terjadi antara manajer, pemegang saham, dan kreditur.

## Kegiatan Belajar 1

### Tujuan Manajemen Keuangan

**K**eputusan-keputusan manajerial yang dibuat dalam suatu perusahaan sedikit banyak pasti melibatkan bagian keuangan perusahaan. Keputusan-keputusan tersebut paling tidak selalu melibatkan penentuan *trade-off* antara biaya dan keuntungan yang tersebar sepanjang waktu. Untuk dapat mengarahkan keputusan-keputusan tersebut pada tujuan perusahaan maka bagian ini akan membahas pertama-tama tentang tujuan perusahaan secara umum dan bagaimana tujuan tersebut dapat direalisasikan dalam manajemen keuangan. Kedua mengenai macam-macam bentuk organisasi bisnis yang tentunya akan mempengaruhi perusahaan dalam memperoleh dan mengalokasikan sumber-sumber dana, serta terakhir mengenai fungsi manajemen keuangan dalam organisasi bisnis perusahaan.

#### **A. MAKSIMISASI KEKAYAAN PEMEGANG SAHAM**

Manajer Keuangan perusahaan dalam usahanya untuk memajemen keuangan perusahaan harus mengarahkan keputusan-keputusan yang diambilnya pada tujuan perusahaan, agar keputusan-keputusan tersebut tepat. Tujuan perusahaan adalah memaksimumkan kekayaan pemiliknya yang dapat dicapai dengan cara meningkatkan nilai perusahaan untuk mencapai nilai yang optimal. Nilai perusahaan merupakan harga wajar yang disepakati pasar (yang mempertemukan penjual dan pembeli) apabila perusahaan tersebut akan dijual.

Untuk perusahaan yang *go public*, ukuran dari nilai perusahaan tersebut adalah harga saham. Harga saham ini mencerminkan harga yang disepakati oleh pasar yang merupakan cerminan dari nilai perusahaan. Untuk perusahaan yang tidak *go public*, ukurannya adalah nilai sekarang dari jumlah aliran kas yang diterima saat ini dan ekspektasi aliran kas yang akan diterima di masa yang akan datang.

Manajer seharusnya menyusun langkah-langkah yang diperlukan untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Perlu dipahami bahwa langkah-langkah yang disusun untuk memaksimumkan laba belum tentu membawa pada tujuan akhir, yakni maksimisasi nilai perusahaan. Memaksimumkan laba

berarti memaksimalkan *earning per share* (EPS), ini agak berbeda dengan pengertian memaksimalkan nilai perusahaan.

Untuk mengkaji lebih lanjut, pengertian EPS, dan nilai perusahaan harus dipahami betul. EPS adalah kinerja yang dicapai perusahaan pada satu periode tertentu yang diukur atas dasar laba bersih akuntansi per lembar sahamnya. Laba bersih atau *earning* tersebut berbeda dengan aliran kas perusahaan. Ukuran *earning*/laba akuntansi ini sangat dipengaruhi oleh metode akuntansi yang digunakan, misalnya dengan menggunakan metode penilaian persediaan yang berbeda akan menghasilkan laba akuntansi yang berbeda pula; sedangkan aliran kas menunjukkan tambahan kas bersih yang benar-benar diterima perusahaan pada periode tertentu.

Selain itu, EPS hanya menunjukkan kinerja perusahaan pada satu periode tertentu, sedangkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kinerja yang dihasilkan perusahaan pada periode tertentu ditambah dengan ekspektasi kinerja yang akan dicapai perusahaan di masa yang akan datang yang dalam proses pencapaiannya mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Jadi, nilai perusahaan di sini merupakan ukuran yang lebih komprehensif karena tidak hanya menilai kinerja saat sekarang, tetapi juga ekspektasi kinerja perusahaan di masa mendatang yang di dalamnya terdapat unsur ketidakpastian atau risiko. Ekspektasi kinerja perusahaan di masa yang akan datang biasanya diukur dari ekspektasi arus kas yang akan diterima perusahaan di masa mendatang. Pengukuran dengan menggunakan arus kas ini lebih menunjukkan dengan jelas kas bersih yang dihasilkan perusahaan, sedangkan laba akuntansi besarnya sangat dipengaruhi dengan metode akuntansi yang dipakai.

Hal lain yang perlu dipertimbangkan adalah tanggung jawab sosial. Haruskah perusahaan beroperasi semata-mata hanya untuk memaksimalkan nilai perusahaan tanpa mempedulikan kepentingan karyawan, konsumen, dan komunitas tempat perusahaan tersebut beroperasi. Apakah tanggung jawab sosial yang harus dipenuhi menghambat tujuan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan? Tentunya perusahaan harus mengikuti kode etik tertentu dalam menjalankan usahanya, misalnya menyediakan tempat yang aman bagi karyawan, mencegah polusi lingkungan, dan memproduksi produk yang sesuai dengan standar kesehatan. Tentunya tanggung jawab sosial yang harus dipertimbangkan tersebut mengandung unsur biaya bagi perusahaan. Akankah biaya yang harus dikeluarkan untuk tanggung jawab sosial tersebut mengurangi nilai perusahaan? Apakah ini

berarti bahwa perusahaan tidak perlu mempertimbangkan tanggung jawab sosial dalam menentukan tujuan perusahaan?

Cepat atau lambat biaya sosial yang harus ditanggung perusahaan akan menjadi suatu kewajiban bagi setiap perusahaan. Tanggung jawab sosial, seperti tidak merusak lingkungan dengan membuang limbah secara sembarangan, menjual produk yang memenuhi standar kesehatan dan tidak membahayakan konsumen baik dalam jangka pendek maupun panjang, akan menjadi suatu persyaratan wajib yang harus dilaksanakan oleh semua perusahaan. Jadi, semua perusahaan yang saling berkompetisi akan dibebani dengan biaya sosial yang relatif sama. Apabila perusahaan tidak bersedia menanggung biaya sosial tersebut, cepat atau lambat konsumen akan menjauhinya dan investor tidak akan bersedia menanamkan modalnya karena perusahaan beroperasi dengan cara mengabaikan kesejahteraan sosial. Hal tersebut akan menurunkan ekspektasi pasar pada kinerja yang akan dicapai perusahaan di masa yang akan datang, yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

## **B. BENTUK PERUSAHAAN**

Ada tiga macam bentuk perusahaan, yakni bentuk perusahaan perseorangan (*sole proprietorship*), perusahaan persekutuan (*partnership*), dan perseroan terbatas (*corporation*). Dilihat dari sisi jumlah perusahaan, bentuk perusahaan perseorangan mendominasi kegiatan perekonomian di berbagai negara, tetapi dari sisi jumlah nilai penjualannya bentuk perseroan terbatas yang paling dominan, menguasai sekitar 80% dari seluruh kegiatan perekonomian. Oleh karena kegiatan bisnis didominasi oleh bentuk perseroan terbatas maka untuk pembahasan konsep-konsep keuangan, selanjutnya akan ditujukan untuk bentuk perusahaan perseroan terbatas. Akan tetapi tidak menutup kemungkinan bahwa konsep-konsep tersebut tetap dapat dipakai bahkan lebih sederhana bila diterapkan pada bentuk perusahaan yang lain.

Perusahaan perseorangan merupakan suatu bentuk usaha yang dimiliki oleh satu orang. Bentuk ini mempunyai tiga keuntungan, antara lain:

1. pembentukannya mudah dan biayanya relatif tidak terlalu mahal;
2. tidak terlalu terikat pada peraturan yang berlaku;
3. bebas dari pajak penghasilan.

Namun, bentuk ini mempunyai beberapa keterbatasan, antara lain berikut ini.

1. Keterbatasan dalam mendapatkan modal dalam jumlah yang besar.
2. Tanggung jawab finansial yang ditanggung pemilik tidak terbatas, yakni sampai pada harta milik pribadinya apabila terjadi kebangkrutan.
3. Mempunyai umur yang sangat terbatas, sebatas umur individu yang mendirikan dan memilikinya. Oleh karena keterbatasan tersebut maka perusahaan perseorangan biasanya mempunyai skala usaha yang kecil. Namun, hampir semua perusahaan biasanya berawal dari perusahaan perorangan sebelum pada akhirnya menjadi bentuk perseroan terbatas.

Perusahaan persekutuan merupakan suatu bentuk usaha yang dibentuk dan dimiliki oleh lebih dari satu orang. Perusahaan persekutuan beroperasi berdasarkan level formalitas yang bervariasi mulai dari level tidak formal, perjanjian tidak tertulis, sampai menurut perjanjian hukum yang formal. Keuntungan utama dari bentuk ini adalah pembentukannya mudah dan biayanya relatif murah. Keterbatasannya hampir sama dengan yang terdapat pada perusahaan perseorangan, yakni berikut ini.

1. Tanggung jawab yang tidak terbatas.
2. Jangka waktu hidup perusahaan yang terbatas.
3. Sulit untuk mentransfer hak kepemilikan.
4. Keterbatasan dalam memperoleh modal dalam jumlah yang besar. Berkaitan dengan tanggung jawab finansial yang harus ditanggung oleh partner, dalam perusahaan bentuk persekutuan, masing-masing partner bertanggung jawab sampai harta milik pribadi apabila perusahaan mengalami kebangkrutan dan memiliki utang yang harus dibayar. Hal ini juga berlaku untuk masing-masing partner secara individu. Apabila salah satu partner tidak mampu memenuhi tanggung jawab finansial berkaitan dengan utang perusahaan maka partner yang lain harus menutupi jumlah yang tidak terbayar tersebut.

Bentuk perseroan terbatas merupakan bentuk perusahaan berbadan hukum yang dibentuk berdasarkan hukum yang berlaku. Dalam bentuk ini, terdapat pemisahan antara pemilik dan pengelola perusahaan (manajer). Pemisahan ini memberi keuntungan sebagai berikut.

1. Umur perusahaan tidak terbatas meskipun pemilik dan manajer yang lama tidak terlibat lagi dalam bisnis perusahaan, perusahaan masih dapat dilanjutkan oleh pemilik dan manajer yang lain.
2. Kemudahan dalam mentransfer hak kepemilikan perusahaan. Hak kepemilikan perusahaan terbagi dalam bentuk lembar saham yang dengan mudah dapat diperjualbelikan di pasar saham.
3. Tanggung jawab yang terbatas, kerugian yang ditanggung pemilik hanya sebatas kontribusi modal yang telah disetorkan.
4. Berdasar tiga faktor keuntungan yang telah disebut sebelumnya maka perseroan terbatas memiliki kemudahan untuk mendapatkan modal dalam jumlah yang besar di pasar modal.

Namun, ada beberapa keterbatasan/kerugian, antara lain berikut ini.

1. Laba perusahaan terkena pajak ganda, pajak yang dikenakan pada level perusahaan/badan dan pajak penghasilan perorangan yang dikenakan pada dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.
2. Pembentukan lebih sulit karena membutuhkan persyaratan hukum yang formal serta memakan waktu yang relatif lebih lama.

Nilai dari suatu bisnis dapat dimaksimalkan dengan memilih bentuk perseroan terbatas, dengan alasan sebagai berikut.

1. Tanggung jawab yang terbatas pada pemilik membuat risiko yang ditanggung menjadi relatif lebih kecil, apabila keadaan lain tidak berubah maka makin tinggi risiko akan makin meningkatkan nilai perusahaan.
2. Nilai perusahaan akan sangat tergantung pada kesempatan untuk bertumbuh, untuk itu diperlukan modal yang tidak kecil, bentuk perseroan terbatas ini mendukung dengan memberi peluang pada perusahaan untuk menarik modal dalam jumlah yang besar.
3. Semakin likuid nilai suatu semakin tinggi nilainya, saham yang dimiliki pemegang saham dapat diperjualbelikan sewaktu-waktu pada tingkat harga pasar yang wajar, hal ini menunjukkan nilai tambah dari perusahaan. Seperti akan ditunjukkan selanjutnya, meskipun bentuk perseroan terbatas ini masih mempunyai beberapa kelemahan, tetapi bentuk ini yang paling banyak diminati karena tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Bentuk perseroan terbatas ini lebih menunjang tercapainya tujuan tersebut dibandingkan bentuk perusahaan perseorangan atau persekutuan.

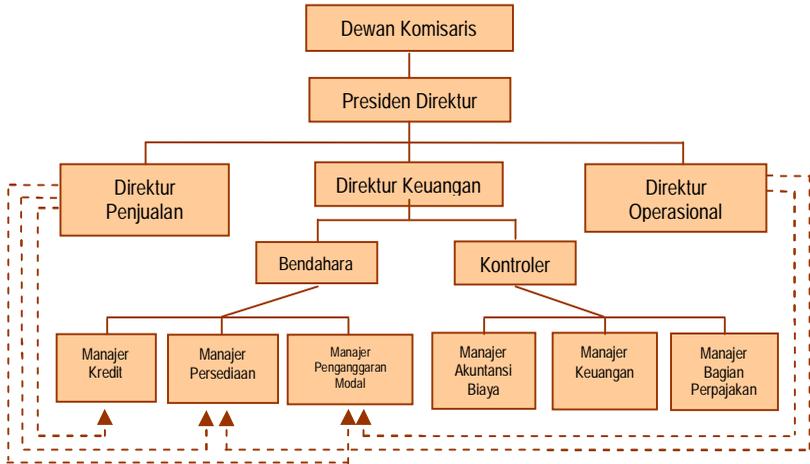
Ketiga bentuk di atas merupakan bentuk dasar dari suatu perusahaan. Namun, ada beberapa bentuk perusahaan yang menggabungkan dua bentuk dasar perusahaan seperti yang telah disebut di atas. Salah satunya adalah bentuk persekutuan, tetapi pemiliknya mempunyai tanggung jawab finansial yang sifatnya terbatas. Tentunya bentuk tersebut meningkatkan risiko pihak-pihak, seperti konsumen, kreditur, suplier, yang melakukan bisnis dengan mereka karena apabila terjadi kebangkrutan pemilik tidak akan menanggung kewajiban-kewajiban yang tidak terbayar dari hasil likuidasi perusahaan. Bentuk hibrid lain adalah bentuk persekutuan, tetapi hanya satu partner yang bertindak sebagai *general partner* yang mempunyai tanggung jawab yang tidak terbatas, yang lain mempunyai tanggung jawab yang terbatas. Contoh perusahaan bentuk hibrid ini adalah *Limited Liability Partnership* atau *Limited Liability Company*. Ini merupakan bentuk *partnership* yang relatif baru dan telah diperbolehkan menurut hukum di beberapa negara seperti di Amerika.

## C. FUNGSI MANAJEMEN KEUANGAN

Fungsi manajemen keuangan dalam suatu perusahaan, dapat kita ketahui dari posisi manajer keuangan di dalam suatu organisasi perusahaan. Gambar 1.1 menggambarkan struktur organisasi suatu perusahaan yang bersifat umum. Struktur organisasi tersebut, menunjukkan bahwa manajer keuangan membawahi dua fungsi, yakni Bendahara dan Kontroler. Bendahara bertanggung jawab secara langsung untuk memajemen kas dan surat berharga, merencanakan struktur modal, menjual saham dan obligasi untuk menarik modal tambahan, mengawasi dana pensiun, serta memajemen risiko. Bendahara juga bertanggung jawab untuk mengawasi manajer kredit, manajer persediaan, dan bagian penganggaran modal yang menganalisis keputusan investasi pada aktiva tetap. Adapun kontroler bertanggung jawab untuk mengawasi bagian akuntansi dan pajak. Jadi, lingkup manajemen keuangan sebenarnya lebih pada aktivitas-aktivitas yang dilakukan oleh bendahara.

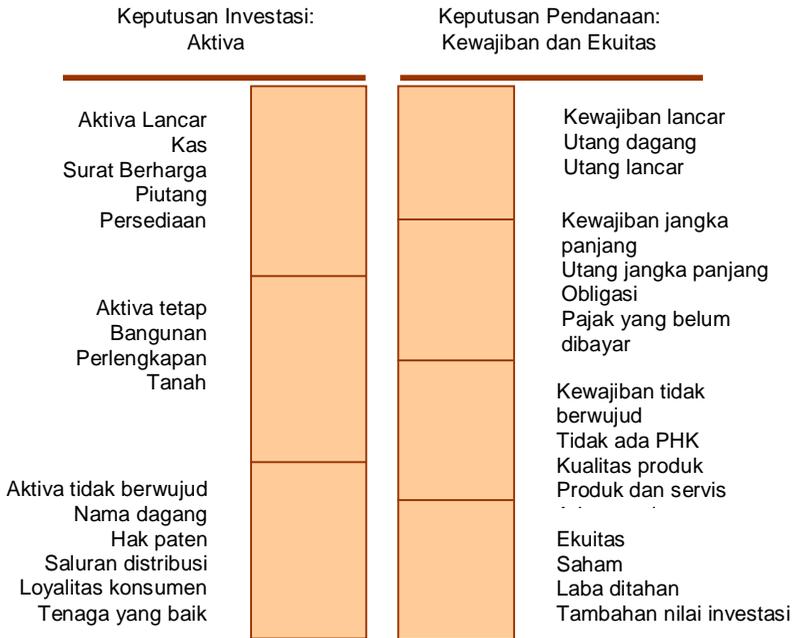
Kegiatan perusahaan yang berkaitan dengan keuangan tidak semata-mata dilakukan oleh mereka yang menduduki jabatan sebagai manajer keuangan beserta dengan bawahannya, tetapi juga melibatkan seluruh fungsi manajemen lain dalam suatu organisasi. Misalnya, keputusan untuk menjual produk baru, melibatkan kegiatan perencanaan, analisis, dan pengawasan

yang melibatkan tidak hanya manajer keuangan, tetapi juga manajer pemasaran dan produksi beserta fungsi-fungsi lain dalam organisasi.



Gambar 1.1.  
Peran Bagian Keuangan dalam Struktur Organisasi Perusahaan

Fungsi dari manajemen keuangan dapat pula dilihat dari neraca yang terbagi menjadi dua sisi, yakni sisi aktiva dan sisi kewajiban. Sisi aktiva menunjukkan fungsi investasi pada aset-aset yang dimiliki perusahaan, meliputi aset lancar, aset jangka panjang, dan aset tidak berwujud. Sisi kewajiban menunjukkan sumber-sumber pendanaan yang dipakai perusahaan, meliputi kewajiban lancar, kewajiban tetap, kewajiban yang bersifat tidak berwujud, dan modal sendiri. Gambar 1.2 menunjukkan fungsi-fungsi utama yang harus dipenuhi oleh bagian keuangan perusahaan.



Gambar 1.2.

## Fungsi-fungsi Utama dari Manajemen Keuangan Perusahaan

Gambar 1.2 tersebut menunjukkan pada aset apa saja perusahaan menanamkan investasinya dan dari sumber-sumber apa perusahaan mendanainya. Sebagian dari aset tersebut bersifat *tangible* (berwujud), seperti bangunan dan peralatan, dan sebagian lagi bersifat *intangible* (tidak berwujud), seperti nama produk yang sudah dikenal, sumber daya manusia yang handal. Melihat sisi lain dari neraca tersebut kita juga melihat adanya kewajiban yang tidak berwujud yang tentunya digunakan untuk mendanai aset yang bersifat tidak berwujud juga. Memahami hubungan antara aset tidak berwujud dan kewajiban tidak berwujud sangat penting untuk mendesain kerja sama yang baik antara bagian pemasaran, operasi, dan keuangan. Sebagai contoh, biaya yang diperlukan untuk memperoleh aset berwujud berasal dari kewajiban berwujud. Jika nilai dari aset tidak berwujud yang berkaitan dengan memenuhi kebutuhan konsumen melebihi biaya yang diperlukan untuk mencapainya maka nilai perusahaan yang berkaitan dengan

kepuasan konsumen dan maksimisasi kekayaan pemegang saham tercipta secara simultan.

Apabila dilihat dari pengelolaan aset yang berwujud, tujuan dari kedua fungsi manajemen keuangan tersebut juga ditunjukkan pada maksimisasi kekayaan pemegang saham. Jadi, secara garis besar kegiatan-kegiatan di dalam perusahaan yang melibatkan secara langsung manajer keuangan, dapat dibagi menjadi tiga kategori utama, yaitu sebagai berikut.

1. Kegiatan perusahaan yang menyangkut keputusan investasi, yang menyangkut jenis-jenis barang atau jasa yang diproduksi serta bagaimana barang dan jasa tersebut diproduksi dan dikirim, dan investasi pada aktiva tetap apa yang diperlukan untuk menjalankan proses produksi tersebut.
2. Kegiatan perusahaan yang menyangkut keputusan pendanaan, setelah keputusan investasi dilaksanakan maka keputusan berikut yang harus dipikirkan adalah bagaimana mendanai investasi tersebut. Apakah dengan menggunakan dana internal (laba ditahan) atau dana eksternal. Bila dana eksternal yang dipilih, utang bank, mengeluarkan obligasi, atau saham. Hal ini harus diputuskan dengan mempertimbangkan biaya modal yang paling minimum mengingat keterbatasan sumber-sumber yang tersedia.
3. Terakhir berkaitan dengan keputusan pendistribusian laba yang dihasilkan perusahaan, apakah laba yang dihasilkan akan didistribusikan seluruhnya kepada pemegang saham dalam bentuk pembayaran dividen atau sebagian atau seluruhnya ditahan untuk diinvestasikan kembali. Keputusan ini sering disebut sebagai keputusan kebijakan dividen.

Kegiatan yang menyangkut keputusan investasi dan pendanaan dibagi lagi menjadi dua yakni keputusan investasi jangka pendek yang berkaitan dengan investasi modal kerja dan keputusan investasi jangka panjang yang berkaitan dengan aktiva tetap. Keputusan pendanaan juga dibagi menjadi keputusan jangka pendek bila sumber pendanaan tersebut jatuh tempo dalam periode kurang dari satu tahun, dan apabila jatuh tempo lebih dari satu tahun merupakan sumber pendanaan jangka panjang.

Secara spesifik, aktivitas personal bagian keuangan adalah manajemen penggunaan sumber-sumber daya yang ada untuk tujuan maksimisasi nilai perusahaan. Berikut ini adalah aktivitas-aktivitas yang merupakan tanggung jawab mereka.

1. Perencanaan dan *forecasting*. Dengan berinteraksi dengan personal dari departemen yang berbeda, mereka bersama-sama merencanakan kegiatan-kegiatan yang akan dilakukan perusahaan berkaitan dengan penciptaan nilai perusahaan di masa yang akan datang.
2. Investasi dan pendanaan. Perusahaan yang memfokuskan kegiatannya pada penciptaan nilai perusahaan harus mempunyai tingkat pertumbuhan yang lebih dari konstan. Untuk itu, diperlukan investasi untuk menunjang pertumbuhan penjualan. Keputusan investasi pada aktiva tetap tertentu dan memilih kombinasi pendanaan yang terbaik merupakan bagian dari proses penciptaan nilai perusahaan.
3. Koordinasi dan Kontrol. Personal di bidang keuangan harus bekerja sama dengan personal dalam departemen yang berbeda untuk meyakinkan bahwa perusahaan beroperasi secara efisien karena semua keputusan bisnis yang dibuat oleh semua departemen pasti mengandung konsekuensi finansial.
4. Mengikuti perkembangan pasar uang dan modal. Personal di bidang keuangan harus mengikuti perkembangan yang terjadi di pasar uang dan modal, tempat untuk memperoleh tambahan modal, tempat saham dan surat-surat berharga diperdagangkan.
5. Manajemen Risiko. Personal di bagian keuangan bertanggung jawab atas semua risiko yang berkaitan dengan program-program yang direncanakan manajer. Risiko ini berkaitan dengan kondisi ekonomi, inflasi, kenaikan bunga, fluktuasi valuta asing. Semua risiko tersebut dapat diatasi dengan menggunakan asuransi atau lindung nilai (*hedging*).

Apabila semua yang menjadi tanggung jawab bagian keuangan tersebut dilakukan dengan optimal maka manajer keuangan telah membantu untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan ini juga memberi dampak pada kemakmuran karyawan dan kepuasan konsumen.



## LATIHAN

---

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

- 1) Jelaskan perbedaan antara tujuan perusahaan yang memaksimalkan laba dengan yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham! Tujuan manakah yang lebih tepat? Mengapa?
- 2) Bagaimana tujuan perusahaan yang memaksimalkan kekayaan pemiliknya/pemegang saham dapat memberikan kontribusi yang positif pada masyarakat luas? Jelaskan!
- 3) Apa yang terjadi apabila suatu perusahaan berusaha menghindari biaya yang berkaitan dengan tanggung jawab sosial perusahaan? Berikan contoh!

### *Petunjuk Jawaban Latihan*

- 1) Hal yang lebih tepat adalah memaksimalkan nilai perusahaan.
- 2) Dengan memaksimalkan nilai perusahaan maka yang menjadi ukuran bukan saja kekayaan pemegang saham saja, tetapi untuk dapat mencapai nilai perusahaan yang tinggi, perusahaan harus mampu memberi kepuasan pada konsumen, serta lingkungan sekitarnya dalam hal ini adalah kepuasan masyarakat secara keseluruhan. Perusahaan yang bernilai tinggi akan mampu memberi kontribusi sosial yang positif bagi lingkungan sekitarnya/masyarakat luas.
- 3) Perusahaan tersebut tidak mampu memberi kepuasan pada konsumen/masyarakat sehingga dalam jangka panjang perusahaan tidak akan dapat bertahan dalam menghadapi persaingan dengan perusahaan-perusahaan lain yang menaruh perhatian secara khusus dengan pengeluaran biaya yang berkaitan dengan tanggung jawab sosial pada masyarakat luas.



## RANGKUMAN

---

Dalam Modul 1 Kegiatan Belajar 1 ini telah dibahas beberapa hal penting tentang tujuan manajemen keuangan, meliputi maksimisasi kekayaan pemegang saham, bentuk perusahaan yang sesuai untuk

pencapaian tujuan perusahaan, dan fungsi manajemen keuangan dalam perusahaan. Adapun hal-hal penting yang dapat disimpulkan dari pokok bahasan tersebut adalah sebagai berikut.

1. Tujuan perusahaan ditinjau dari sisi manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Memaksimalkan nilai perusahaan ini berbeda dengan memaksimalkan laba karena laba berkaitan dengan kinerja perusahaan pada periode tertentu saja dan pengukurannya sangat tergantung pada metode akuntansi yang digunakan. Nilai perusahaan merupakan ukuran yang lebih komprehensif karena mencakup ekspektasi atas arus kas yang diterima perusahaan di masa yang akan datang dengan mempertimbangkan adanya unsur risiko/ketidakpastian.
3. Ada tiga macam bentuk perusahaan, yakni bentuk perusahaan perseorangan (*sole proprietorship*), perusahaan persekutuan (*partnership*), dan perseroan terbatas (*corporation*). Dilihat dari sisi jumlah perusahaan, bentuk perusahaan perseorangan mendominasi kegiatan perekonomian di berbagai negara, tetapi dari sisi jumlah nilai penjualannya bentuk perseroan terbatas yang paling dominan. Bentuk perseroan terbatas ini memisahkan antara pengelola perusahaan (*manajer*) dan pemilik perusahaan (pemegang saham). Semua konsep manajemen keuangan yang dibahas akan mendasarkan pembahasannya dengan menggunakan bentuk perseroan terbatas.
4. Tiga fungsi utama manajemen keuangan meliputi fungsi investasi, pendanaan, dan distribusi laba. Ketiga fungsi tersebut dijalankan dengan mengarahkan semua kegiatannya untuk pencapaian tujuan perusahaan, yakni memaksimalkan nilai perusahaan.



## TES FORMATIF 1 \_\_\_\_\_

Jawablah pertanyaan-pertanyaan di bawah ini!

- 1) Jelaskan perbedaan pokok antara perusahaan yang berbentuk perseorangan, persekutuan, dan perseroan terbatas! Mengapa bentuk perusahaan perseroan terbatas lebih banyak dipilih dan terbukti mendominasi dilihat dari total nilai penjualannya di berbagai negara?
- 2) Sebutkan beberapa contoh perusahaan yang memakai bentuk hibrid atau memadukan lebih dari satu bentuk dasar perusahaan!
- 3) Sebutkan dan jelaskan tiga bagian besar dalam manajemen keuangan!

- 4) Sebutkan dan jelaskan secara spesifik aktivitas-aktivitas yang menjadi tanggung jawab personal di bagian keuangan! Bagaimana aktivitas-aktivitas tersebut menunjang tercapainya tujuan perusahaan serta mempengaruhi kemakmuran masyarakat dan kepuasan konsumen secara keseluruhan?

## Kegiatan Belajar 2

### Lingkungan Ekonomi dan Nilai Perusahaan

**M**anajer keuangan tidak menjalankan bisnis secara terisolasi. Mereka mengambil keputusan-keputusan manajerial dalam suatu lingkungan ekonomi yang luas dan kompleks. Lingkungan ekonomi tersebut termasuk pasar finansial dan institusi yang terkait, peraturan pajak, peraturan pemerintah, dan kondisi ekonomi. Lingkungan ekonomi tersebut menentukan alternatif pendanaan yang tersedia dan secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi hasil dari keputusan-keputusan yang dibuat oleh manajer keuangan. Oleh karena itu, manajer keuangan harus memahami betul lingkungan ekonomi tempat mereka menjalankan bisnisnya.

Keputusan finansial yang baik mensyaratkan manajer untuk mengerti arah dan perkembangan kondisi ekonomi, tingkat bunga dan laju inflasi, serta kondisi pasar uang dan pasar modal. Perubahan kondisi ekonomi makro akan berpengaruh pada ekspektasi manajer tentang kesempatan bisnis dan risiko yang dihadapi perusahaan di masa yang akan datang. Manajer keuangan harus mengerti kondisi lingkungan dan pasar tempat perusahaan beroperasi sehingga segala perubahan yang terjadi dapat diantisipasi sebelumnya.

Bagian ini akan menjelaskan tentang pertama-tama, pasar finansial yang terdiri dari pasar uang dan pasar modal, yang menyediakan alternatif bagi perusahaan untuk menarik tambahan modal. Kedua, tentang pengaruh faktor-faktor ekonomi makro terhadap strategi perusahaan secara umum. Terakhir, mengenai hubungan antara variabel ekonomi, laba, biaya modal, pertumbuhan perusahaan dengan penciptaan nilai untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

#### **A. PASAR FINANSIAL**

Pasar finansial terbentuk untuk mempertemukan pihak-pihak yang mempunyai kelebihan dana dengan pihak-pihak yang membutuhkan dana. Secara umum, pihak individu dan rumah tangga dapat dikategorikan sebagai pihak yang mempunyai kelebihan dana, sedangkan pihak perusahaan merupakan pihak yang membutuhkan dana, guna mendanai pengeluaran investasi yang diperlukan untuk menjalankan usahanya. Seperti ditunjukkan pada Gambar 1.3 pasar finansial dapat memenuhi kebutuhan kedua belah

pihak dengan cara menjadi fasilitator yang memungkinkan terjadinya aliran dana antara kedua belah pihak tersebut. Dalam pasar finansial ini, memungkinkan terjadinya pertukaran antara aset finansial yang dikeluarkan oleh perusahaan dengan dana berupa kas yang diperlukan oleh perusahaan untuk mendanai investasinya.



Gambar 1.3.  
Aliran Dana di Pasar Finansial

Jadi, pasar finansial memungkinkan terjadinya pemindahan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana ke pihak yang memerlukan dana secara efisien dan efektif. Dalam pasar finansial ini juga terjadi transfer risiko (dari perusahaan kepada investor) dan pengurangan risiko (karena investor dapat melakukan diversifikasi dengan membentuk suatu portofolio yang terdiri dari bermacam-macam aset finansial yang ditawarkan). Pasar finansial juga membantu memonitor manajer (dengan mengumpulkan informasi tentang kinerja manajer) dan melakukan kontrol secara tidak langsung (melalui ancaman kebangkrutan untuk perusahaan yang tidak dapat mengembalikan dana yang mereka pinjam). Pasar finansial juga mendorong terciptanya likuiditas kepada investor untuk dapat menjual aset finansialnya tanpa menunggu jatuh tempo. Pasar juga memainkan peranan penting dalam menilai aset finansial yang diperjualbelikan. Proses penilaian aset finansial yang dikeluarkan oleh manajer juga memberi kesempatan pada investor untuk mengajukan opininya tentang keputusan-keputusan yang dibuat oleh manajer. Pendapat dari investor ini akan mempengaruhi harga dari saham dan obligasi sehingga secara langsung dapat memberikan tuntunan kepada manajer tingkat atas untuk selalu memikirkan suatu kebijakan/strategi yang diarahkan pada maksimisasi kekayaan pemegang saham.

Selain kedua belah pihak yang mempunyai dan membutuhkan kelebihan dana dapat bertemu secara langsung, mereka dapat menggunakan jasa lembaga perantara, seperti bank, perusahaan asuransi, reksadana, dan perusahaan investasi, yang memperlancar terjadinya transfer dana dengan

efektif dan efisien. Gambar 1.4 menunjukkan alternatif transfer dana antara kedua belah pihak. Lembaga perantara ini mutlak diperlukan karena kedua belah pihak tidak dapat bertemu sesuai dengan kebutuhan pinjam meminjam pada waktu/periode dan jumlah yang sesuai dengan yang mereka butuhkan, andaikan mungkin itu merupakan suatu kebetulan.



Gambar 1.4.  
Aliran Dana melalui Lembaga Perantara

Lembaga perantara tersebut menerima surat berharga perdana dari pihak yang membutuhkan dana dan selanjutnya lembaga perantara tersebut mengeluarkan surat berharga sekunder (yang selanjutnya akan disebut surat berharga) untuk dijual atau digunakan sebagai media untuk mengumpulkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana. Surat berharga tersebut dapat berupa saham, obligasi, sertifikat deposito, *commercial paper* atau bentuk surat berharga lainnya, yang dapat diperjualbelikan dengan mudah, sementara surat berharga primer tidak dapat.

Lembaga perantara ini mempunyai banyak fungsi yang penting dalam perekonomian suatu negara. Fungsi-fungsi tersebut, antara lain berikut ini.

1. Menghemat biaya, antara lain biaya untuk mempertemukan secara langsung pihak peminjam dan penabung, biaya pemrosesan transaksi, dan biaya kontrak karena lembaga perantara melakukan jasa transaksi tersebut dalam jumlah dan frekuensi yang tinggi.
2. Lembaga perantara dapat memenuhi kebutuhan penyedia dana sesuai dengan kebutuhan alternatif investasi yang mereka butuhkan, baik itu apakah itu jangka panjang atau jangka pendek, sementara dapat memberi pinjaman sesuai dengan alternatif dan bentuk pinjaman yang sangat bervariasi.
3. Mengurangi risiko dengan melakukan diversifikasi. Lembaga perantara akan mendiversifikasikan dana yang terkumpul sehingga mengurangi risiko investasi.
4. Proses konversi dari surat berharga primer ke surat berharga sekunder memungkinkan investor atau penyedia dana memperoleh likuiditas atas aset finansial yang mereka miliki.

Pasar finansial dapat dikelompokkan menjadi dua, menurut jangka waktu jatuh temponya, yakni pasar uang dan pasar modal. Pasar uang memperjualbelikan aset finansial yang jatuh temponya kurang dari satu tahun atau berjangka pendek, sedangkan pasar modal untuk aset finansial yang mempunyai jatuh tempo lebih dari satu tahun atau jangka panjang. Berikut ini penjelasan untuk masing-masing pasar finansial secara lebih terperinci.

### 1. Pasar Uang

Pasar uang ini mempertemukan individu atau rumah tangga yang mempunyai kelebihan dana yang sifatnya sementara atau jangka pendek dengan pihak yang membutuhkan dana dengan jangka waktu yang pendek pula. Pihak yang mempunyai kelebihan dana tersebut membutuhkan tempat investasi berjangka pendek. Pasar uang ini membantu terjadinya transaksi antara kedua belah pihak tersebut.

Oleh karena aset finansial yang diperjualbelikan berjangka pendek maka aset finansial tersebut harus likuid serta mempunyai tingkat pengembalian yang sesuai dengan tingkat risikonya. Beberapa jenis aset finansial jangka pendek tersebut adalah *commercial paper*, sertifikat deposito, dan obligasi pemerintah.

Lembaga perantara utama dalam pasar uang ini adalah bank komersial. Bank komersil diizinkan untuk mengumpulkan dana dari individu atau masyarakat dan meminjamkan dana tersebut untuk pihak-pihak lain baik individu lain atau perusahaan yang memerlukan dana. Tingkat bunga yang berlaku merupakan tingkat pengembalian yang diterima oleh individu yang menyimpan dananya di bank, dan merupakan biaya bunga bagi individu atau perusahaan yang meminjam dana tersebut. Perbedaan tingkat bunga tabungan dan pinjaman disebut *spread*, yang merupakan kompensasi yang diterima oleh bank komersil atas jasanya sebagai lembaga perantara.

Lembaga lain yang merupakan pelaku dalam pasar uang ini adalah reksadana (*mutual fund*). Lembaga ini menerima dana dari masyarakat/investor dan kemudian menggunakan dana tersebut untuk membeli saham, obligasi, dan instrumen-instrumen utang jangka pendek yang dikeluarkan oleh perusahaan atau pemerintah. Lembaga ini mengumpulkan dana dan melakukan investasi dengan membentuk suatu portofolio dalam usahanya untuk mengurangi risiko dengan cara diversifikasi. Lembaga tersebut juga memiliki analisis finansial yang memajemen pembentukan portofolio dengan membeli, menahan atau menjual surat-surat berharga. Bermacam-

macam jenis portofolio dibentuk untuk memenuhi kebutuhan dari berbagai macam tipe investor. Investor yang menyukai risiko dapat menginvestasikan dananya pada portofolio saham yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi. Investor yang tidak menyukai risiko dapat menanamkan uangnya pada portofolio yang terdiri dari obligasi, yang memberikan tingkat keuntungan tetap setiap periode. Masih ada lagi portofolio yang merupakan sekumpulan surat-surat berharga jangka pendek yang mempunyai risiko rendah. Portofolio ini biasanya disebut *money market fund*, yang dikategorikan sebagai *mutual fund* untuk keperluan investasi berjangka pendek.

## 2. Pasar Modal

Pasar modal merupakan tempat diperjualbelikan surat berharga jangka panjang. Sebagai lembaga perantara, pasar modal mempertemukan pihak-pihak yang membutuhkan modal dengan pihak-pihak yang kelebihan modal. Pasar modal sangat diperlukan dalam perekonomian untuk menyediakan sumber-sumber dana eksternal bagi perusahaan. Lembaga finansial di bawah pasar modal adalah perusahaan sekuritas dan reksadana (*mutual fund*). Dukungan dari kedua lembaga tersebut sangat diperlukan agar pasar modal dapat menjadi perantara finansial yang efisien.

Menurut UU No. 8 Tahun 1995, pasar modal di Indonesia mempunyai tugas untuk menciptakan pasar yang berkesinambungan, menjamin terciptanya harga pasar yang wajar melalui mekanisme pasar, menyediakan dana bagi dunia usaha melalui pengumpulan dana dari masyarakat, dan mendorong partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan.

Pasar Perdana merupakan pasar tempat perusahaan dapat menjual saham surat berharga yang pertama kalinya kepada publik. Surat berharga tersebut dapat berupa saham atau obligasi. Pasar perdana terdiri atas perusahaan yang mengeluarkan surat berharga dan individu atau perusahaan investasi yang akan membeli saham tersebut. Broker atau bank investasi merupakan perantara yang mempertemukan penjual dan pembeli. Di Indonesia pemisahan antara bank komersil dan bank investasi belum jelas. Bank investasi di sini bertindak sebagai penjamin atas penjualan surat berharga tersebut sehingga likuiditas dari saham yang diperjualbelikan dapat dipertahankan. Jadi, bank investasi ini dapat bertindak sebagai broker atau lebih dari itu, sebagai investor yang akan membeli surat berharga tersebut. Bank investasi akan mendapatkan kompensasi untuk jasanya yang menjamin

likuiditas dan menanggung risiko apabila surat berharga yang dibelinya nilainya turun atau tidak dapat dijual pada pihak lain.

Pasar Sekunder merupakan tempat untuk memperjualbelikan surat berharga setelah surat berharga tersebut dijual pertama kalinya di pasar primer. Pasar sekunder sangat diperlukan dalam ekonomi suatu negara untuk menjadikan investasi pada surat berharga ini menarik dan mempunyai likuiditas yang tinggi. Walaupun jenis surat berharga yang diperdagangkan adalah jangka panjang, tetapi investor tetap dapat mengkonversikan menjadi dana kas/uang tunai apabila sewaktu-waktu dana tersebut dibutuhkan. Tanpa adanya pasar sekunder investor harus menunggu sampai surat berharga tersebut jatuh tempo apabila membutuhkan dana tersebut. Jadi, pasar sekunder di sini menjamin adanya likuiditas pada investasi surat berharga jangka panjang, menjamin terciptanya harga pasar yang wajar, serta memberi kesempatan kepada publik untuk mendapatkan akses yang sama dalam menginvestasikan dana yang ada.

Pasar finansial yang berfungsi dengan baik sangat diperlukan untuk menunjang ekonomi fundamental suatu negara yang kuat karena pasar finansial yang menjalankan fungsinya dengan baik akan menjamin seperti berikut.

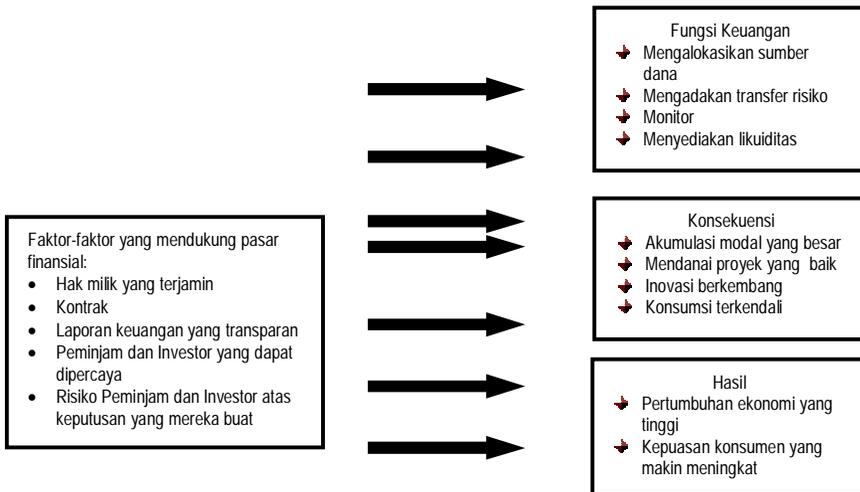
- a. Lebih banyak proyek yang layak mendapat dana. Diversifikasi yang dilakukan oleh investor akan menurunkan tingkat risiko sehingga akan menurunkan tingkat keuntungan yang disyaratkan, yang pada akhirnya memperendah biaya modal yang ditanggung perusahaan. Persaingan antarproyek juga menyebabkan terjadinya proses seleksi yang ketat sehingga hanya proyek yang layak (*feasible*) saja yang mendapatkan dana.
- b. Manajer akan bekerja sesuai dengan kepentingan investor karena adanya monitor dari investor terhadap manajer.
- c. Masyarakat akan memiliki banyak pilihan investasi sesuai dengan jangka waktu yang dibutuhkan dan tingkat risiko yang bersedia ditanggung.

Secara keseluruhan pasar finansial sangat bermanfaat bagi terwujudnya pertumbuhan ekonomi suatu negara. Pasar tersebut menunjang terjadinya pengumpulan dana dari pihak individu atau rumah tangga untuk disalurkan pada sektor investasi yang produktif. Terkumpulnya dana pada sektor-sektor yang produktif menunjang peningkatan kapasitas produksi secara

keseluruhan, meningkatkan lapangan kerja sehingga dapat menunjang pertumbuhan ekonomi yang tinggi.

Pasar finansial berjalan dengan baik apabila hak kepemilikan dan kontrak terjamin, informasi tersedia secara transparan, serta peminjam dan pemberi pinjaman bertanggung jawab untuk setiap keputusan yang diambil karena keputusan mereka mengandung konsekuensi ekonomis. Tidak terpenuhi kondisi tersebut menyebabkan pasar finansial tidak mampu mengalokasikan dana dengan efisien dan pertumbuhan ekonomi akan terganggu.

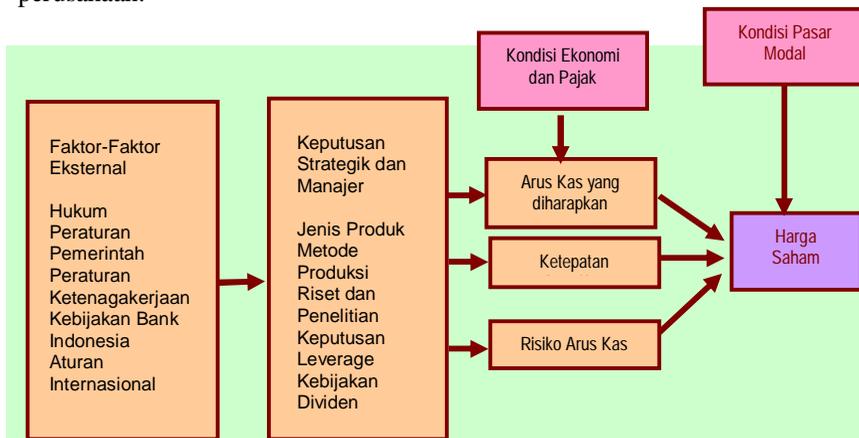
Krisis ekonomi di Asia telah membuktikan bahaya dari alokasi dana yang didasarkan pada proses kronisme dan birokrasi dan bukan berdasarkan rasionalisasi antara tingkat keuntungan dan risiko yang realistis. Hal ini menandakan pasar finansial tidak berfungsi dengan baik sehingga sektor-sektor atau proyek-proyek yang tidak produktif justru yang mendapatkan dana. Gambar 1.5 menunjukkan hubungan antara faktor-faktor, fungsi, dan akibat dari pasar modal yang berfungsi dengan baik.



Gambar 1.5.  
Faktor-faktor, Fungsi, dan Hasil dari Pasar Finansial yang Berfungsi dengan Baik

## B. PENGARUH FAKTOR-FAKTOR EKONOMI TERHADAP STRATEGI PERUSAHAAN

Harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh keputusan-keputusan manajerial yang diambil oleh bagian keuangan saja, tetapi faktor-faktor eksternal perusahaan sangat mempengaruhi pergerakan harga pasar. Bagian ini akan membahas pengaruh faktor-faktor eksternal atau lingkungan ekonomi terhadap nilai perusahaan. Faktor-faktor eksternal tersebut, antara lain peraturan pemerintah, peraturan pajak, tingkat kompetisi dan siklus bisnis, tingkat bunga dan inflasi, serta perubahan kurs. Setelah mengetahui pengaruh masing-masing faktor tersebut perusahaan dapat menyusun strategi yang mengarah pada maksimisasi nilai perusahaan sesuai dengan kondisi eksternal perusahaan yang sulit untuk dikendalikan. Gambar 1.6 berikut ini menunjukkan pengaruh faktor-faktor eksternal terhadap strategi perusahaan dan pada akhirnya terhadap harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan.



Gambar 1.6.  
Faktor-faktor Eksternal, Strategi Perusahaan, dan Nilai Perusahaan

Dalam mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi nilai saham atau harga saham, manajer harus membedakan faktor-faktor tersebut menjadi dua, yakni faktor-faktor eksternal yang pada umumnya di luar kendali dari manajer yang bersangkutan dan faktor-faktor internal yang dapat secara langsung dikendalikan oleh manajer.

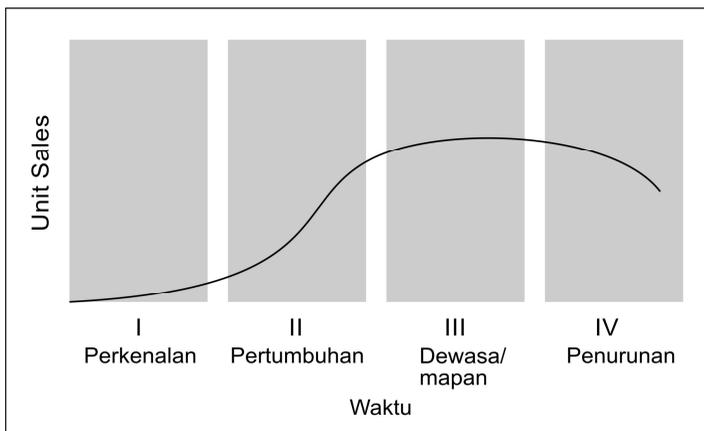
## 1. Faktor Eksternal Perusahaan

Beberapa faktor eksternal akan dibahas pada bagian ini, antara lain kondisi ekonomi yang dicerminkan oleh perubahan laju inflasi dan tingkat bunga, perubahan tingkat kompetisi di pasar, perubahan kebijakan pemerintah termasuk di dalamnya perubahan peraturan pemerintah yang berpengaruh terhadap segmen bisnis tertentu, perubahan kebijakan fiskal dan moneter, serta masih banyak faktor-faktor lain yang secara langsung atau tidak langsung mempengaruhi nilai saham, seperti perubahan sosial, politik, teknologi, ekologi, dan lingkungan demografi.

*Resesi ekonomi* dapat mempengaruhi suatu segmen bisnis tertentu, tetapi secara bersamaan tidak berpengaruh terhadap segmen bisnis yang lain. Meningkat atau menurunnya tingkat bunga akan mempengaruhi rencana konsumsi dari individu atau rumah tangga, serta rencana investasi dari perusahaan yang mempertimbangkan untuk melakukan keputusan investasi. *Peningkatan inflasi* biasanya diikuti dengan kenaikan tingkat bunga, hal ini akan menyebabkan individu atau rumah tangga yang mempunyai kelebihan dana enggan membelanjakan uangnya untuk keperluan konsumsi, yang umumnya dalam kondisi inflasi harga barang dan jasa meningkat. Mereka lebih memilih menabung karena menghasilkan tingkat bunga yang meningkat. Kondisi ini akan menurunkan permintaan terhadap barang dan jasa yang ditawarkan oleh perusahaan. Dengan kondisi rendahnya permintaan terhadap barang dan jasa serta didukung dengan kenaikan bunga pinjaman, menyebabkan perusahaan akan mengurungkan niatnya untuk melakukan investasi atau ekspansi. Hal ini tentu akan mempengaruhi pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan.

*Perubahan tingkat kompetisi di pasar* akan terjadi pada perusahaan yang berada pada segmen industri yang sama. Siklus bisnis akan berubah dari waktu-ke waktu. Semakin lama tingkat kompetisi akan semakin berat karena makin banyaknya pesaing yang masuk pada segmen industri yang sama tersebut. Pengetahuan tentang siklus hidup produk perlu secara terus-menerus diamati oleh manajer sehingga mereka dapat menyusun suatu strategi yang dapat mengantisipasi perubahan lingkungan bisnis tersebut. Gambar 1.7 menunjukkan fase-fase yang terdapat pada siklus hidup produk. Fase-fase tersebut adalah fase pengenalan produk, fase pertumbuhan, fase dewasa, fase penurunan. Manajer harus mengetahui sampai di mana produk yang sedang diproduksi berada karena perencanaan keuangan untuk masing-masing fase

tersebut tentunya menjadi sangat berbeda. Pada fase pengenalan produk dan pertumbuhan akan diikuti dengan kenaikan laba yang cepat dan harga saham akan mengalami laju peningkatan yang cepat pula. Pada fase dewasa, biasanya harga saham akan mencapai level yang optimal, setelah itu akan diikuti oleh fase penurunan yang akan berdampak pula menurunkan harga saham apabila manajer tidak melakukan tindakan antisipasi.



Gambar 1.7.  
Fase-fase pada Siklus Hidup Produk

Perubahan kebijakan pemerintah mempengaruhi tingkat dan stabilitas dari tingkat bunga dan pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Tingkat pajak akan sangat berpengaruh terhadap biaya modal perusahaan baik yang berasal dari utang maupun modal sendiri. Kebijakan struktur modal perusahaan, yang menentukan komposisi utang dan modal sendiri, akan terpengaruh dengan adanya perubahan tingkat bunga dan pajak. Manajer harus selalu mengevaluasi relevansi target struktur modalnya, apabila tingkat bunga dan pajak berubah karena keputusan struktur modal perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Manajer keuangan harus selalu memonitor perubahan dalam lingkungan bisnis dalam jangka panjang yang termasuk di dalamnya aktivitas-aktivitas yang ditujukan pada prediksi perubahan faktor-faktor eksternal, pasar, serta perubahan permintaan terhadap produk yang sedang diproduksi sekarang atau produk baru yang akan menggantikan produk lama di masa mendatang.

Dalam hal ini, manajer keuangan akan melibatkan manajer bagian pemasaran dan bagian-bagian lain dalam perusahaan.

## 2. Faktor Internal

Seperti ditunjukkan pada Gambar 1.6, faktor-faktor eksternal berpengaruh pada strategi bisnis perusahaan. Oleh karenanya manajer keuangan harus mampu memasukkan perubahan faktor eksternal ke dalam penyusunan strategi bisnis perusahaan dan menggabungkannya dengan kekuatan-kekuatan internal (*competitive advantage*) yang dimiliki perusahaan untuk menciptakan tambahan nilai pada perusahaan (*value creation*). Faktor-faktor internal ini sangat berbeda penanganannya dengan faktor eksternal karena untuk faktor internal ini manajer dapat menciptakan dan mengendalikannya.

Manajer biasanya mengetahui masing-masing faktor, seperti *competitive advantage*, bisnis strategi, dan *value creation*, secara terpisah. Padahal ketiga komponen tersebut saling terkait. *Competitive advantage* merupakan cara untuk mengungguli pesaing dengan menggunakan komponen, seperti biaya, kemampuan teknologi, kemampuan mendapat bahan baku, serta kemampuan menyediakan layanan yang baik bagi konsumen. Semua komponen tersebut membutuhkan biaya yang tinggi untuk dapat mencapai tingkat yang maksimal. Penciptaan nilai (*value creation*) berarti meningkatkan kekayaan pemegang saham yang mengharuskan perusahaan untuk dapat menghasilkan laba yang lebih besar dari biaya modalnya. Penciptaan nilai dapat terjadi bila perusahaan mampu meminimumkan biaya.

Manajer harus memahami hubungan antara *competitive advantage* dengan penciptaan nilai perusahaan tersebut. Dari penjelasan sebelumnya nampak bahwa pencapaian *competitive advantage* yang tinggi dan penciptaan nilai perusahaan agak bertentangan apabila dipandang dari sudut biaya. Hal ini benar, dalam jangka pendek kedua faktor tersebut bertentangan, akan tetapi dalam jangka panjang meningkatkan kepuasan konsumen sejalan dengan memaksimalkan nilai perusahaan atau penciptaan nilai perusahaan. Jadi, strategi yang baik harus mampu menghasilkan keduanya, yaitu supaya strategi yang digunakan selalu unggul di pasar, strategi tersebut harus dapat menciptakan (*competitive advantage*) keunggulan yang berkesinambungan; Strategi tersebut dapat digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang berkesinambungan pula. Strategi bisnis yang demikian disebut *Strategy Value Added* (strategi yang dapat menambah nilai perusahaan). Jadi, sekali

lagi di sini dijelaskan, untuk menghasilkan tambahan nilai bagi perusahaan, manajer keuangan tidak dapat melakukannya sendiri, tetapi partisipasi dari seluruh departemen dalam organisasi mutlak diperlukan. Dengan demikian, dapat dilakukan analisis kekuatan-kekuatan yang dimiliki perusahaan untuk menghadapi konsumen dan pesaing, tetapi tetap berfokus pada peningkatan kekayaan pemegang saham.

### **C. HUBUNGAN ANTARA KONDISI MAKRO, LABA, SERTA PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP PENCIPTAAN NILAI PERUSAHAAN**

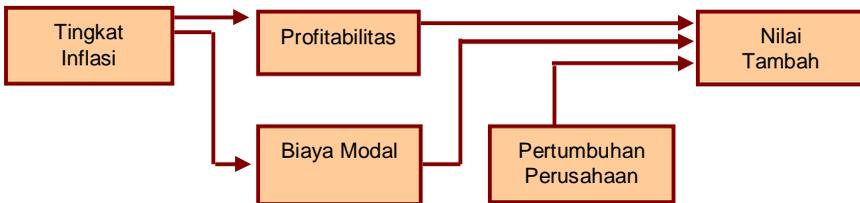
Banyak perusahaan terobsesi untuk selalu meningkatkan pertumbuhan finansial dalam perusahaannya. Pertumbuhan ini dapat dicapai bila kesempatan penjualan masih besar di pasar. Sejalan dengan itu investasi pada modal kerja dan aktiva tetap juga harus ditingkatkan untuk menunjang pertumbuhan penjualan tersebut. Bagaimana manajer mendefinisikan pertumbuhan ini sangat penting, mengingat tidak selalu pertumbuhan yang dialami perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Meskipun pertumbuhan tersebut mungkin meningkatkan laba perusahaan, tidak secara simultan nilai perusahaan akan ditingkatkan dengan usaha tersebut. Bagian ini akan membahas seberapa cepat suatu perusahaan boleh bertumbuh dengan tetap dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham. Salah satu faktor eksternal yang telah dibahas sebelumnya, yakni laju inflasi, akan dimasukkan dalam analisis.

Perusahaan yang memproduksi produk yang terdapat pada fase pertumbuhan (lihat Gambar 1.7), biasanya mempunyai tingkat pertumbuhan laba yang tinggi dari tahun ke tahun. Perusahaan ini akan memerlukan sumber-sumber dana yang besar untuk mendanai pertumbuhannya. Ketersediaan sumber dana dan peluang pasar yang tinggi sangat diperlukan untuk menunjang pertumbuhan suatu perusahaan. Jadi, di sini kita melihat bahwa kecepatan pertumbuhan perusahaan sangat dibatasi dengan sumber dana yang tersedia dan peluang pasar untuk menyerap hasil produksinya.

Pemegang saham akan selalu mengharapkan suatu pertumbuhan yang dapat memberi tambahan pada nilai saham yang dimilikinya. Menurut teori ekonomi mikro, tambahan nilai bagi perusahaan dapat diperoleh apabila sumber-sumber daya yang digunakan dapat dialokasikan dengan efisien, apabila tidak maka penurunan nilailah yang dihasilkan. Dari kedua

pandangan tersebut timbul pertanyaan, dalam kondisi bagaimana pertumbuhan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Untuk menjawab pertanyaan tersebut, kita harus melihat interaksi antara tingkat inflasi (yang merupakan faktor eksternal), biaya modal, profitabilitas, pertumbuhan, dan nilai pasar dari saham perusahaan. Gambar 1.8 menunjukkan hubungan antara kelima faktor tersebut.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya, inflasi sangat berpengaruh terhadap bisnis perusahaan. Apabila perusahaan berada pada lingkungan ekonomi yang mempunyai laju inflasi yang tinggi maka biaya modal yang harus ditanggung juga meningkat sejalan dengan tingkat inflasi. Hal ini karena investor mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi karena adanya kenaikan harga barang dan jasa yang dikonsumsi. Selain itu, tingkat bunga biasanya juga meningkat sejalan dengan tingkat inflasi, jadi sangatlah masuk akal apabila investor mensyaratkan tingkat keuntungan (kompensasi) yang lebih tinggi apabila harus menanamkan modalnya di perusahaan karena *opportunity cost* untuk dana yang ditanamkan di perusahaan tersebut meningkat. Apabila perusahaan hanya menggunakan modal saham dalam struktur modalnya maka biaya tersebut disebut biaya modal saham (*cost of equity capital*).



Gambar 1.8.

Hubungan antara Tingkat Inflasi, Profitabilitas, Biaya Modal Saham, Pertumbuhan, dan Nilai Pasar Saham

Dengan adanya inflasi yang meningkat maka profitabilitas perusahaan juga akan terpengaruhi karena tingkat inflasi mempengaruhi harga barang dan jasa. Harga jual produk perusahaan tersebut bisa meningkat karena adanya inflasi atau mungkin malah tetap karena apabila harga ditingkatkan mungkin barang tersebut menjadi kurang laku di pasar. Hal ini karena daya beli masyarakat yang menurun. Di lain pihak biaya produksi perusahaan tentu saja meningkat karena faktor inflasi tersebut. Jadi, apabila peningkatan

harga penjualan lebih lambat dari peningkatan biaya produksi maka profitabilitas perusahaan menjadi menurun, tetapi sebaliknya apabila peningkatan harga penjualan lebih tinggi dari peningkatan biaya maka profitabilitas perusahaan akan meningkat meskipun terjadi inflasi.

Apabila perusahaan terus memutuskan untuk meneruskan pertumbuhannya sehingga tambahan modal terus dibutuhkan untuk mendanai pertumbuhannya maka biaya modal saham yang harus ditanggung per unitnya pasti lebih besar dari sebelumnya. Dari sini kita mengetahui bahwa pertumbuhan perusahaan di sini memang bukan sesuatu yang dapat dicapai tanpa biaya, tetapi pertumbuhan di sini membutuhkan biaya. Dengan perkataan lain, ada harga yang harus dibayar perusahaan untuk setiap unit pertumbuhan yang diinginkan. Hal yang menjadi pertanyaan, selanjutnya adalah berapa biaya yang dibutuhkan untuk setiap unit pertumbuhan yang diinginkan tersebut.

Hubungan antara profitabilitas dan biaya modal saham dapat digunakan untuk menjawab pertanyaan tersebut. Hubungan tersebut disebut dengan *spread*. Dalam kondisi inflasi:

1. apabila peningkatan profitabilitas lebih cepat dari peningkatan biaya modal saham maka kondisi tersebut akan menghasilkan *spread* positif;
2. apabila peningkatan profitabilitas sama dengan peningkatan biaya modal saham maka kondisi tersebut akan menghasilkan *spread* nol;
3. apabila peningkatan profitabilitas lebih lambat dari peningkatan biaya modal saham maka kondisi tersebut akan menghasilkan *spread* negatif.

Jadi, *spread* yang positif di sini akan menghasilkan nilai tambah (*value creation*) bagi perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham perusahaan. *Spread* yang negatif akan menghasilkan pengurangan nilai (*value destruction*) bagi perusahaan sehingga akan menurunkan harga saham. *Spread* nol tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dari sini jelaslah bahwa pertumbuhan perusahaan dapat terus ditingkatkan apabila *spread* yang dihasilkan masih positif, tetapi apabila *spread* sudah mencapai nilai yang negatif maka pertumbuhan tersebut tidak akan ada gunanya bagi perusahaan, malah dapat mengurangi nilai perusahaan.

Dari gambaran tersebut dapat disimpulkan bahwa keputusan seberapa cepat perusahaan harus bertumbuh tidak hanya dapat dilihat dari tingkat kenaikan profitabilitasnya saja, mengingat ada harga yang harus dibayar untuk setiap unit pertumbuhan yang diinginkan, yakni sebesar biaya modal

yang diperlukan untuk mendanai pertumbuhan tersebut. Sebaliknya, apabila *spread* yang terjadi nol atau negatif sudah seharusnya pertumbuhan tersebut dihentikan apabila usaha untuk meningkatkan profitabilitas tidak dapat dicapai. Bagaimanapun juga profitabilitas tetap merupakan kunci keberhasilan suatu usaha yang berfokus pada penciptaan nilai. Kunci dari penciptaan nilai adalah profitabilitas. Apabila perusahaan telah mampu mencapai profitabilitas yang tinggi sehingga menghasilkan *spread* positif, perusahaan tersebut harus mempertahankan kinerjanya. Jika perusahaan belum dapat menghasilkan tingkat profitabilitas yang tinggi untuk menutup biaya modal, perusahaan tersebut harus mengusahakannya sedemikian rupa sehingga memperolehnya. Akhirnya, apabila perusahaan tersebut tetap tidak dapat memperolehnya jalan yang terbaik adalah menghentikan usaha tersebut karena usaha yang tidak menghasilkan tambahan nilai bagi perusahaan adalah sia-sia.



## LATIHAN

---

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

- 1) Jelaskan peranan pasar finansial dalam perekonomian suatu negara!
- 2) Jelaskan perbedaan antara pasar uang dan pasar modal!
- 3) Jelaskan yang dimaksud dengan *mutual fund* dan *money market fund*!
- 4) Jelaskan perbedaan antara pasar primer dan pasar sekunder dalam pasar modal! Jelaskan pula manfaat pasar sekunder bagi investor, pencari modal, dan perekonomian secara keseluruhan!
- 5) Tunjukkan cara-cara yang dapat ditempuh agar transfer modal terjadi dari pihak yang kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan dana!

### *Petunjuk Jawaban Latihan*

Baca uraian dengan baik dan teliti, pahami maknanya maka semua pertanyaan dalam latihan akan dapat terjawab dengan baik. Apabila tetap tidak dapat menjawab dengan baik baca uraian pada Kegiatan Belajar 2 ini sekali lagi. Apabila masih tetap tidak dapat menjawabnya tanyakan pada staf pengajar yang ditunjuk dalam sesi tatap muka.



## RANGKUMAN

---

Pada Modul 1 Kegiatan Belajar 2 ini telah dibahas mengenai hubungan antara lingkungan ekonomi dan nilai perusahaan. Pokok bahasan ini, mencakup pembahasan mengenai pasar finansial, faktor-faktor ekonomi yang berkaitan dengan penentuan strategi perusahaan, dan hubungan antara kondisi makro ekonomi, laba, dan pertumbuhan perusahaan dalam kaitannya dengan penciptaan nilai perusahaan. Adapun hal-hal penting yang dapat disimpulkan dari pokok bahasan tersebut adalah sebagai berikut.

1. Pasar finansial terbentuk untuk mempertemukan pihak-pihak yang mempunyai kelebihan dana dengan pihak-pihak yang membutuhkan dana.
2. Pasar finansial ini dapat dikelompokkan menjadi dua sesuai dengan jangka waktu jatuh tempo surat berharga yang diperdagangkan. Pasar uang berkaitan dengan transaksi surat berharga jangka pendek, sedangkan pasar modal berkaitan dengan transaksi surat berharga jangka panjang.
3. Fungsi pasar finansial yang baik akan mendukung kelancaran proses transfer dana dengan efektif dan efisien. Pasar finansial yang baik akan mendorong pertumbuhan ekonomi negara yang bersangkutan.
4. Penyusunan strategi finansial perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor-faktor internal perusahaan, tetapi juga faktor-faktor eksternal, seperti peraturan pemerintah, peraturan pajak, tingkat kompetisi, siklus bisnis, tingkat bunga yang berlaku dan laju inflasi, serta perubahan kurs.
5. Faktor-faktor eksternal perusahaan banyak berkaitan dengan kondisi ekonomi makro dari negara tempat perusahaan tersebut beroperasi. Salah satu indikator ekonomi makro adalah laju inflasi. Laju inflasi ini sangat mempengaruhi profitabilitas dan biaya modal perusahaan.
6. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh tingkat profitabilitas yang dapat dicapai perusahaan setelah mempertimbangkan biaya modal yang diperlukan untuk menghasilkan profitabilitas tersebut.
7. Pertumbuhan perusahaan akan menghasilkan penciptaan nilai bagi perusahaan apabila tingkat profitabilitas yang dihasilkan dari pertumbuhan tersebut masih lebih besar dari biaya modal yang harus ditanggung. Apabila sebaliknya yang terjadi maka penciptaan nilai perusahaan tidak dapat diperoleh bahkan akibatnya akan mengalami penurunan nilai.



## TES FORMATIF 2

---

Jawablah pertanyaan-pertanyaan di bawah ini!

- 1) Mengapa kondisi pasar finansial yang baik sangat diperlukan untuk menciptakan ekonomi fundamental yang kokoh bagi suatu negara? Jelaskan hal-hal apa yang harus dicapai agar pasar finansial tersebut dapat dikategorikan berfungsi dengan baik!
- 2) Menurut Anda bagaimana kondisi pasar finansial di Indonesia! Lakukan *survey* untuk mengetahui kondisi pasar finansial di Indonesia pada akhir-akhir ini!
- 3) Jelaskan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi harga saham perusahaan!
- 4) Jelaskan yang dimaksud dengan lingkungan ekonomi? Mengapa pemahaman mengenai lingkungan ekonomi tersebut sangat dibutuhkan bagi manajer keuangan?
- 5) Bagaimana faktor-faktor eksternal dan internal berpengaruh pada strategi perusahaan? Menurut Anda mana yang lebih berpengaruh di antara keduanya? Faktor mana yang tidak dapat dikendalikan oleh manajer keuangan? Apabila tidak dapat dikendalikan bagaimana manajer keuangan dapat mempertimbangkan faktor tersebut dalam penyusunan strategi keuangan?
- 6) Jelaskan hubungan antara *competitive advantage*, strategi bisnis, dan maksimisasi nilai perusahaan! Berikan contoh konkretnya!
- 7) Faktor apa saja yang mempengaruhi pertumbuhan perusahaan? Jelaskan!
- 8) Seberapa cepat perusahaan harus bertumbuh? Indikator-indikator apa saja yang dapat digunakan untuk menentukan kecepatan pertumbuhan tersebut?
- 9) Jelaskan hubungan antara profitabilitas, biaya modal, pertumbuhan, dan penciptaan nilai perusahaan pada kondisi lingkungan dengan laju inflasi yang menurun!

## Kegiatan Belajar 3

### Masalah Keagenan

**D**alam perusahaan perseorangan atau mungkin dalam bentuk persekutuan, pemilik dan manajer biasanya merupakan orang yang sama. Akan tetapi, pada banyak perusahaan, khususnya perusahaan besar yang berbentuk perseorangan terbatas, pemilik tidak bertindak sebagai manajer. Pemilik mendelegasikan wewenang dan tanggung jawabnya kepada manajer profesional yang mungkin tidak memiliki sama sekali saham perusahaan miliknya tersebut. Setidaknya ada lima alasan yang membuat pemilik perusahaan mempercayakan jalannya perusahaan kepada orang lain untuk mengelolanya.

1. Manajemen profesional mempunyai kemampuan yang khusus dalam mengelola perusahaan karena umumnya mereka memiliki pengetahuan manajerial, teknologi, pengalaman, dan intuisi yang baik dalam menjalankan bisnis. Dalam perusahaan di mana pemilik bertindak sekaligus sebagai manajer, pemilik dituntut selain harus memiliki sumber daya berupa modal yang ditanamkan ke dalam perusahaan, pemilik harus sekaligus memiliki kemampuan untuk menjalankan usaha. Dalam bentuk perusahaan perseorangan dua hal yang mungkin tidak selalu dimiliki oleh orang yang sama tersebut tidak harus terjadi atau diperlukan sehingga orang yang memiliki modal bisa sekadar menanamkan modalnya, sedang manajer profesional yang memang memiliki kemampuan manajerial mempunyai bagian untuk mengelolanya.
2. Kebutuhan modal sangat besar sehingga tidak dapat dipenuhi oleh beberapa orang pemiliknya. Dalam bentuk perseorangan terbatas, memungkinkan terjadinya pengumpulan dana dalam jumlah yang besar, dengan mengumpulkan dana yang berasal dari masyarakat yang tertarik untuk menanamkan modalnya pada bisnis tersebut. Kebutuhan untuk mengumpulkan dana yang besar untuk dapat mencapai skala produksi yang efisien memerlukan struktur usaha dengan banyak pemilik yang tidak memungkinkan semua pemilik tersebut dapat secara aktif terlibat dalam pengelolaan bisnis tersebut.
3. Dalam lingkungan bisnis yang penuh ketidakpastian, pemilik modal tidak bersedia menanggung risiko dengan hanya menanamkan modalnya

pada satu perusahaan. Mereka akan secara otomatis berusaha untuk mengurangi risiko dengan cara membentuk portofolio yang terdiri dari berbagai macam aset. Kemampuan untuk melakukan diversifikasi ini akan sulit dilakukan dalam bentuk perusahaan yang tidak memiliki pemisahan antara pemilik dan manajer.

4. Pemisahan struktur pemilik dan manajer ini memungkinkan terjadinya efisiensi dalam pengumpulan informasi karena manajer dapat mengumpulkan semua informasi yang diperlukan, misalnya informasi mengenai teknologi produksi, biaya bahan baku, dan permintaan terhadap produk perusahaan. Informasi spesifik yang berkaitan dengan jalannya produksi sehari-hari tersebut tidak harus diketahui secara detail oleh pemilik.
5. Struktur yang terpisah ini memungkinkan terjadinya efek *going concern* bagi perusahaan. Apabila pemilik tidak bersedia lagi menanamkan modalnya di bidang usaha yang dijalankan oleh perusahaan tersebut, pemilik dapat memindahtangankan hak kepemilikan tersebut ke orang lain, dan operasi perusahaan tetap dapat diteruskan dan tidak terganggu. Juga manajer yang menjalankan perusahaan tersebut tetap menjalankan bisnis dalam perusahaan tersebut. Apabila pemisahan kepemilikan tidak ada maka perusahaan tersebut harus ditutup, apabila pemilik yang baru berkehendak terus menjalankan usaha tersebut ia harus mulai dari awal untuk mempelajari bagaimana menjalankan usaha yang belum pernah ditekuni sebelumnya.

Meskipun telah dipaparkan di atas bahwa pemisahan kepemilikan mendatangkan banyak keuntungan bagi semua pihak, tetapi bentuk perusahaan perseroan terbatas ini juga sangat potensial mendatangkan suatu permasalahan. Pemisahan struktur kepemilikan ini dapat menimbulkan konflik kepentingan yang terjadi antara pemilik dan manajer. Hal ini disebabkan oleh keterbatasan informasi yang diperoleh pemilik perusahaan mengenai apakah manajer menjalankan tugasnya secara efektif? Apakah manajer mengabaikan tanggung jawab yang dipercayakan padanya oleh pemilik. Hal lebih ekstrim, mungkin manajer bertindak bertentangan dengan keinginan atau kepentingan pemilik perusahaan. Dalam suatu lingkungan bisnis ketika konflik yang terjadi antara pemilik dan manajer dapat diperkecil dengan biaya yang keuntungan yang didapat masih lebih besar dari biayanya maka bentuk dengan struktur pemisahan kepemilikan ini masih

dipertahankan. Pemilik perusahaan tetap akan tersebar di antara berbagai kalangan individu, yang mereka bebas memperjualbelikan kepemilikannya, dalam bentuk saham yang mereka miliki. Tidak mengherankan bahwa dalam bentuk usaha perseroan terbatas perubahan struktur kepemilikan akan lebih sering terjadi dibandingkan perubahan struktur/komposisi dari manajemen dalam organisasi perusahaan tersebut.

Kegiatan belajar ini akan membahas mengenai masalah-masalah keagenan yang terjadi dalam struktur perusahaan yang menggunakan pemisahan kepemilikan tersebut. Kajian lebih jauh masalah keagenan tersebut, pertama-tama akan dibahas mengenai teori keagenan, yang memaparkan konflik yang terjadi antara manajer, sebagai agen, dan prinsipal dalam hal ini adalah pemegang saham. Masalah keagenan ini tidak terbatas terjadi antara manajer dan pemegang saham, tetapi masih ada kelompok lain yang ikut ambil bagian atau mempunyai kepentingan pada perusahaan tersebut. Kelompok tersebut adalah para kreditur yang meminjamkan dananya kepada perusahaan. Ketiga kelompok yang berbeda dan mempunyai kepentingan yang berbeda atas perusahaan yang sama ini ikut memberi kontribusi pada permasalahan keagenan perusahaan. Oleh karenanya, setelah mengidentifikasi sumber-sumber konflik, secara lebih terperinci konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham akan dibahas pada bagian kedua. Bagian ketiga akan memaparkan konflik yang terjadi antara pemegang saham dan kreditur. Terakhir konflik yang terjadi antara ketiganya, manajer, pemegang saham, dan kreditur akan dibahas.

## **A. TEORI KEAGENAN**

Manajer perusahaan dalam perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas, diangkat oleh pemegang saham melalui dewan direksi. Tugas utama manajer adalah bertindak untuk mengambil keputusan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Meskipun tugas utama manajer ini dibatasi begitu rupa untuk bertindak menurut kepentingan pemegang saham, tetapi bagaimana manajer menjalankan tugasnya agar kepentingan pemegang saham dapat terpenuhi, yakni memaksimalkan kekayaan pemegang saham, tidaklah begitu jelas bagaimana cara pencapaiannya. Secara sederhana, apabila manajer selalu berkonsultasi pada pemilik sebelum mengambil keputusan manajerial, tentulah semua keputusan tersebut sesuai dengan kepentingan pemiliknya. permasalahannya di sini adalah manajer dan pemilik

tidak memiliki pengetahuan yang sama tentang cara menjalankan perusahaan. Manajer secara profesional lebih mengetahui bagaimana cara menjalankan perusahaan tersebut. Akan tetapi, sejauh mana keputusan yang diambil manajer itu benar-benar memaksimalkan kekayaan pemegang saham ini benar-benar sulit dideteksi oleh pemegang saham. Di samping itu, yang menjadi pemegang saham perusahaan tersebar luas di berbagai kalangan atau kelompok individu/masyarakat, semakin besar perusahaan semakin banyak jumlah pemegang saham. Terlebih lagi, untuk perusahaan multinasional, pemegang saham tidak terbatas pada masyarakat di satu negara, tetapi dari banyak negara. Oleh karena itu, perlu dibuat suatu sistem/aturan permainan yang dapat mendorong manajer untuk menjalankan tanggung jawabnya agar selalu mengarah pada kepentingan pemegang saham.

Aturan tersebut tidak harus mensyaratkan manajer untuk mengetahui pilihan risiko atau opini dari setiap pemegang saham karena hal ini menjadi tidak efektif, mengingat pemegang saham tersebar luas di seluruh kalangan masyarakat. Meskipun informasi mengenai pilihan risiko dan opini dari pemegang saham itu tersedia, tetapi informasi tersebut tidak relevan karena pemegang saham dapat berganti-ganti setiap saat. Jika ada suatu bentuk aturan yang dapat dibuat sehingga dapat mendorong manajer untuk selalu bertindak, dalam pengambilan keputusan investasi dan pendanaan, seperti seolah-olah apabila pemilik perusahaan/pemegang saham itu sendiri yang melakukannya maka aturan yang seperti itulah yang efektif untuk mengatasi masalah keagenan.

Perhatian khusus telah diberikan untuk merumuskan suatu teori yang dapat mengatasi masalah yang timbul antara agen, dalam hal ini adalah pihak yang diserahi tugas untuk mengelola aset milik prinsipal/pemegang saham, dan prinsipal, dalam hal ini adalah pemilik perusahaan/pemegang saham. Teori ini dirumuskan dengan menggunakan dua pendekatan. Pendekatan pertama disebut dengan teori keagenan positif, yang berusaha menjelaskan masalah keagenan ini secara nonmatematis dan berorientasi empiris. Pendekatan kedua disebut dengan literatur prinsipal-agen, pendekatan literatur ini bersifat matematis/analitis dan nonempiris. Literatur prinsipal-agen lebih menekankan pada analisis pengaruh *preferences* dan informasi asimetrik pada pemegang saham; sedangkan teori keagenan positif lebih menekankan pada aspek pengaruh kontrak yang dibuat antara prinsipal-agen dengan kontrol/pengawasan yang mungkin dapat dilakukan untuk mengatasi permasalahan tersebut. Di bagian ini kita akan memfokuskan pembahasan

pada teori keagenan positif karena lebih bersifat praktis dan aplikatif dalam menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen. Dengan kata lain, penjelasan literatur prinsipal-agen diuraikan dengan menggunakan pendekatan teori keagenan positif.

Definisi dari hubungan keagenan adalah suatu kontrak yang satu atau lebih orang yang bertindak sebagai prinsipal meminta orang lain (agen) untuk bertindak atas nama prinsipal yang melibatkan pendelegasian atas kuasa untuk mengambil keputusan oleh agen. Kontrak tersebut menimbulkan suatu konsekuensi/biaya bagi prinsipal, biaya tersebut disebut biaya keagenan. Biaya keagenan merupakan jumlah biaya yang dikeluarkan untuk membuat, menjalankan, dan mendorong pelaksanaan kontrak tersebut beserta dengan kemungkinan kerugian yang masih tetap terjadi sebagai konsekuensi dari kontrak tersebut. Seluruh biaya keagenan yang berkaitan dengan pembuatan kontrak dapat diperinci menjadi biaya kontrak, biaya transaksi, biaya *moral hazard*, dan biaya penyediaan informasi bagi pemegang saham. Biaya kontrak dan transaksi dapat dengan jelas dimengerti. Biaya *moral hazard* merupakan biaya yang timbul karena adanya kemungkinan bahwa agen tidak melakukan tugas dengan dedikasi sepenuhnya kepada prinsipal atau bahkan mengambil keputusan yang merugikan pemegang saham. Definisi ini akan diperjelas pada saat pembahasan konflik yang terjadi antara masing-masing pihak yang berbeda (antara manajer dan pemegang saham, pemegang saham dan kreditur, dan antarketiganya). Biaya informasi ini merupakan biaya yang dikeluarkan untuk penyediaan informasi yang diperlukan oleh pemegang saham karena adanya informasi asimetri antara manajer yang mengetahui secara persis keadaan perusahaan dengan pemegang saham yang memperoleh informasi secara tidak sempurna karena tidak terlibat secara langsung dalam kegiatan perusahaan.

Secara garis besar, biaya keagenan tersebut dapat dibedakan menjadi dua, yakni biaya *enforcing* dan *bonding*, serta biaya kerugian residual. Biaya *enforcing* adalah biaya yang berkaitan dengan pengawasan yang dilakukan oleh pihak ketiga untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja demi kepentingan pemegang saham. Biaya *bonding* berkaitan dengan pemberian insentif kepada manajer agar termotivasi untuk bekerja sesuai dengan tujuan perusahaan. Biaya kerugian residual adalah kerugian yang masih ditanggung oleh pemegang saham meskipun biaya *enforcing* dan *bonding* sudah dikeluarkan.

Menurut teori keagenan, biaya *enforcing* dan *bonding* tersebut akan optimal apabila keuntungan marginal yang diterima lebih besar atau sama dengan biaya marginal yang dikeluarkan. Keuntungan marginal di sini adalah berkurangnya biaya kerugian residual yang ditanggung oleh pemegang saham.

Kondisi lingkungan yang mendukung juga dapat mengurangi biaya keagenan. Seperti telah disebutkan pada kegiatan belajar sebelumnya, bahwa tuntutan lingkungan dan konsumen mendorong perusahaan untuk mengeluarkan biaya yang berkaitan dengan tanggung jawab sosialnya. Hal ini akan mendorong tercapainya tujuan perusahaan, yakni memaksimalkan nilai perusahaan.

Kondisi pasar modal yang efisien juga membantu mengurangi biaya keagenan. Dalam pasar yang efisien, semua informasi yang tersedia akan tercermin dalam perubahan harga saham. Apabila kondisi ini terjadi maka informasi asimetri dapat diminimumkan. Dengan melihat perubahan harga saham, pemegang saham dapat mengetahui bagaimana manajer melakukan tugas dan tanggung jawabnya sebagai agen. Jadi, pasar modal yang efisien akan membuat bentuk usaha perseroan terbatas berjalan dengan efisien pula.

## **B. KONFLIK ANTARA MANAJER DAN PEMEGANG SAHAM**

Pemegang saham sering disebut dengan *residual claimants* karena mereka mempunyai hak untuk melakukan klaim pada aliran kas bersih (*net cash flows*) perusahaan setelah aliran kas bersih tersebut dikurangi dengan pembayaran yang wajib dilakukan oleh perusahaan kepada *claimholder* lain (seperti kreditur, pemegang obligasi).

Konflik kepentingan yang merupakan sumber dari masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham ini terjadi apabila penanggung risiko terpisah dari manajemen atau dengan perkataan lain organisasi bisnis tersebut berbentuk perseroan terbatas. Meskipun bentuk organisasi ini menimbulkan permasalahan yang relatif sulit untuk diatasi, tetapi organisasi bisnis berbentuk perseroan terbatas ini tetap tumbuh dan berkembang di berbagai negara. Hal ini disebabkan oleh kelebihan bentuk organisasi ini yang dapat menghasilkan efisiensi pada penanggung risiko meskipun kelemahannya penanggung risiko tersebut harus mengeluarkan biaya keagenan.

Fama dan Jensen (1983) menekankan bahwa klaim residual yang merupakan hak dari pemegang saham pada perusahaan dengan bentuk perseroan terbatas ini, sebenarnya tidak dibatasi dalam arti sebagai berikut.

1. Pemegang saham tidak harus mempunyai peran serta secara aktif dalam organisasi.
2. Klaim residual yang dimilikinya dapat diperjualbelikan.
3. Klaim residual ini merupakan hak atas aliran kas bersih perusahaan seumur hidup dari perusahaan tersebut.

Dapat diperjualbelikannya klaim residual ini merupakan syarat utama untuk mencapai efisiensi bagi penanggung risiko. Efisiensi ini dapat tercapai karena penanggung risiko di sini dapat melakukan diversifikasi di pasar modal. Dengan melakukan diversifikasi, yakni membeli saham dalam bentuk portofolio (lebih dari satu saham) maka risiko yang ditanggung menjadi lebih kecil. Kesempatan pemegang saham untuk melakukan diversifikasi ini menyebabkan risiko yang ditanggung menjadi lebih kecil sehingga secara keseluruhan pemegang saham tersebut akan mensyaratkan tingkat pengembalian yang lebih rendah atas klaim residual yang mereka miliki dibandingkan bila pemegang saham tidak dapat melakukan diversifikasi dalam bentuk portofolio. Ini berarti, apabila dilihat dari sisi perusahaan, biaya modal saham yang ditanggung perusahaan menjadi lebih kecil. Efisiensi bagi penanggung risiko ini akan menghasilkan efisiensi biaya modal perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas secara keseluruhan. Oleh karena itu, bentuk perusahaan perseroan terbatas ini juga akan menghasilkan efisiensi bagi perekonomian secara keseluruhan sehingga bentuk ini tetap bertahan dan mendominasi perekonomian di berbagai negara.

Untuk dapat mengatasi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham dengan efektif maka sumber-sumber konflik tersebut harus diidentifikasi terlebih dahulu. Adapun sumber-sumber konflik tersebut adalah sebagai berikut.

1. Perbedaan usaha (*effort*) antara manajer dan pemegang saham dalam mencapai tujuan perusahaan. Manajer akan melakukan usaha yang pasti berbeda atau lebih kecil untuk meningkatkan nilai perusahaan dibandingkan dengan apabila pemegang saham sendiri yang mengusahakannya sendiri.
2. Perbedaan risiko yang ditanggung antara manajer dan pemegang saham atas kelangsungan hidup perusahaan. Manajer hanya memiliki kontribusi

yang mungkin relatif kecil terhadap modal perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham sehingga saat terjadi kebangkrutan pemegang sahamlah yang menanggung risiko yang paling tinggi.

3. Perbedaan *horizons* (periode waktu) antara manajer dan pemegang saham atas kelangsungan hidup perusahaan. Klaim yang dimiliki manajer pada perusahaan hanya selama manajer tersebut bekerja pada perusahaan tersebut, sedangkan pemegang saham memiliki klaim yang tidak dibatasi oleh periode waktu, selama perusahaan tersebut masih hidup, dan saham masih di tangannya maka pemegang saham berhak atas aliran kas bersih perusahaan setelah dikurangi dengan klaim oleh kreditor.

Untuk mengatasi konflik tersebut ada beberapa hal yang dapat dilakukan yaitu sebagai berikut.

1. Menggunakan struktur organisasi yang dapat mendukung terlaksananya pengawasan yang bersifat komprehensif atas semua kegiatan yang dilakukan manajer. Struktur organisasi yang biasa digunakan dalam perusahaan memungkinkannya dilakukan pengawasan atau monitor atas aktivitas yang dilakukan oleh manajer tingkat bawah oleh manajer yang memiliki level di atasnya. Struktur organisasi yang jarang dimiliki adalah yang memiliki kemampuan juga untuk melakukan monitor secara *mutual* atau *bottom-up monitoring*. Sebagai contoh, manajer selain presiden/wakil presiden/eksekutif direktur dapat diikutkan dalam rapat dewan direksi. Kompetisi antara wakil presiden direktur untuk memperoleh pengakuan dan kompensasi merupakan sumber informasi penting untuk dewan direksi dalam memonitor mekanisme dan mengurangi kemungkinan bahwa eksekutif tingkat atas akan mengambil tindakan yang bertentangan dengan maksimisasi nilai perusahaan.
2. Mekanisme kontrol melalui kompensasi manajemen. Smith dan Watts (1982, 1983) mengemukakan secara terperinci jenis-jenis kompensasi dan bagaimana masing-masing jenis kompensasi dapat digunakan untuk membantu mengatasi konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Kompensasi ini dikelompokkan menjadi tiga bagian yaitu sebagai berikut.
  - a. Kompensasi yang bersifat tetap (*fixed*), kompensasi ini tidak berkaitan langsung dengan kontribusi manajer atas pencapaian kinerja perusahaan. Kompensasi ini diberikan dalam bentuk gaji,

tunjangan pensiun, dan asuransi. Kompensasi dalam bentuk ini dinegosiasikan pada awal periode dan akan dilakukan penyesuaian pada periode selanjutnya. Ini dapat digunakan untuk mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham. Hal ini akan memotivasi manajer junior untuk bekerja sesuai dengan kepentingan pemegang saham karena nilai sekarang dari gajinya di masa mendatang sebagian besar tergantung dari renegotiasi yang akan dilakukan di kemudian hari. Akan tetapi, untuk manajer senior yang mendekati masa pensiunnya, kompensasi semacam ini tidak efektif. Kompensasi yang bersifat tetap ini tidak menutup kemungkinan dapat juga menimbulkan konflik baru antara manajer dan pemegang saham, antara lain berikut ini.

- 1) Penggantian aset, manajer akan terdorong untuk memilih investasi pada aset yang berisiko rendah untuk mengurangi variasi dari aliran kas masuk karena kompensasinya didasarkan pada pencapaian target investasi yang berupa kestabilan pada arus kas masuk tersebut.
  - 2) Manajer akan terdorong untuk memperbesar dana yang ditahan/ dicadangkan dalam perusahaan untuk menjamin pembayaran kompensasinya yang bersifat tetap tersebut.
  - 3) Manajer juga akan terdorong untuk menurunkan level *leverage* karena dengan *leverage* yang rendah berarti klaim yang bersifat tetap pada perusahaan menjadi berkurang meskipun penurunan *leverage* ini tidak sejalan dengan tujuan maksimisasi nilai perusahaan.
- b. Kompensasi yang berkaitan langsung dengan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh perubahan harga saham perusahaan. Kompensasi ini diberikan dalam bentuk *stock option* kepada manajer. Kompensasi yang didasarkan pada nilai pasar saham ini sangat berguna untuk mengatasi konflik yang bersumber dari perbedaan usaha (*effort*) dan masalah periode waktu (*horizons*) karena nilai pasar saham mencerminkan nilai sekarang dari seluruh aliran kas perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karena benefit dari pembayaran *stock option* meningkat dengan meningkatnya harga saham maka hal ini akan mendorong manajer untuk menambahkan risiko dalam investasi perusahaan sehingga meningkatkan aliran kas masuk. Dengan demikian, meningkatkan

tingkat keuntungan/*return* saham perusahaan. Kompensasi yang berupa *stock option* ini akan mengurangi kesempatan pada manajer untuk melakukan investasi dengan risiko yang terlalu rendah, serta mengurangi kemungkinan untuk mengambil keputusan *leverage* yang terlalu rendah. Bagaimanapun kompensasi ini harus disesuaikan dengan kesempatan mendapat pembayaran dividen, apabila tidak ini akan mendorong manajer menahan dana perusahaan untuk kepentingan pembayaran yang bersifat tetap tersebut.

- c. Kompensasi yang didasarkan pada pencapaian kinerja yang diukur dengan standar akuntansi. Kompensasi ini diberikan dalam bentuk bonus, unit kinerja dan sejenisnya. Penggunaan dasar akuntansi untuk mengukur kinerja ini memungkinkan dilakukannya pengukuran kinerja per divisi atau per unit usaha dalam perusahaan karena laporan akuntansi mencakup laporan keuangan yang menunjukkan hasil yang dicapai oleh berbagai divisi dalam satu perusahaan. Kompensasi ini sangat penting untuk menilai manajer di tingkat menengah karena kinerja dari manajer tingkat menengah ini tidak secara langsung mempengaruhi harga saham perusahaan, tidak, seperti manajer di level atas yang menentukan perencanaan strategik, yang keberhasilannya diukur atas dasar seberapa besar ekspektasi nilai pasar aset perusahaan menjadi lebih besar dari nilai bukunya. Penggunaan pengukuran akuntansi sebagai standar pengukuran kinerja dapat mempengaruhi pemilihan alternatif metode akuntansi karena metode yang berbeda akan mempengaruhi jumlah bonus yang mungkin diterima oleh manajer.
- d. Menggunakan mekanisme pasar untuk mengontrol perusahaan. Mekanisme persaingan pasar dapat secara tidak langsung digunakan untuk memonitor apakah manajer selalu bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Sebagai contoh, reputasi manajer sangat mempengaruhi harapan investor akan kinerja perusahaan di masa datang, dan mempengaruhi ekspektasi investor pada harga saham perusahaan. Investor akan menghargai lebih tinggi harga saham perusahaan tersebut apabila manajernya mempunyai reputasi yang baik, yakni yang bertindak untuk kepentingan meningkatkan kekayaan pemegang saham. Contoh lainnya, persaingan yang terjadi antarmanajer satu perusahaan dengan manajer dari perusahaan yang

lain juga mendorong manajer untuk selalu bertindak memaksimalkan nilai perusahaan. Manajer yang tidak melakukan hal tersebut akan menyebabkan harga saham *undervalued* dan akan menjadi target akuisisi atau *merger*. Apabila hal ini terjadi maka manajer yang tidak mampu memaksimalkan nilai perusahaan akan kehilangan posisinya. Mekanisme pasar ini sangat efektif untuk mengatasi konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Oleh karenanya pasar modal yang efisien sangat diperlukan sekali untuk mendukung terciptanya perusahaan-perusahaan yang mengarahkan tujuannya pada maksimisasi nilai perusahaan.

### C. KONFLIK ANTARA PEMEGANG SAHAM DAN KREDITUR

Konflik kepentingan dalam perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas ini, juga akan terjadi antara pemegang saham dan kreditur, bila perusahaan bukan hanya mengeluarkan saham, tetapi juga mengeluarkan obligasi untuk kebutuhan pendanaan. Konflik yang terjadi antara pemegang saham dan pemegang obligasi ini sangatlah mungkin, ketika keputusan yang diambil perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham, ditempuh dengan cara mengurangi kekayaan pemegang obligasi. Apabila hal ini terjadi, harga saham dapat meningkat bukan karena perusahaan mengambil keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan.

Smith dan Warner (1979) mengidentifikasi empat sumber konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi, sebagai berikut.

1. *Pembayaran dividen*. Jika harga obligasi ditentukan dengan mengasumsikan bahwa perusahaan akan mempertahankan pembayaran dividen yang tetap maka apabila di kemudian hari perusahaan menaikkan pembayaran dividen dan dana yang diperlukan untuk pembayaran dividen didapat dari pengurangan investasi atau pengeluaran utang/obligasi baru maka harga pasar obligasi yang lama tersebut akan menurun. Ini berarti kenaikan pembayaran dividen secara tidak langsung meningkatkan kekayaan pemegang saham tetapi menurunkan kekayaan pemegang obligasi.
2. *Claim dilution*. Jika harga obligasi ditentukan dengan mengasumsikan bahwa perusahaan tidak akan mengeluarkan obligasi baru yang setara atau dengan prioritas yang lebih tinggi maka apabila di kemudian hari perusahaan mengeluarkan obligasi baru maka harga pasar obligasi yang

lama tersebut menjadi turun karena risiko yang ditanggung semakin tinggi.

3. Pergantian aset. Nilai dari harga saham meningkat dan nilai dari obligasi menurun apabila perusahaan mengganti proyek yang berisiko rendah dengan proyek yang berisiko tinggi. Peningkatan risiko proyek akan meningkatkan tingkat keuntungan yang diperoleh pemegang saham dengan mengorbankan kepentingan pemegang obligasi. Hal ini terjadi karena tambahan tingkat keuntungan tersebut akan dinikmati oleh pemegang saham, sedangkan pemegang obligasi tetap menerima pembayaran bunga yang bersifat tetap meskipun ikut menanggung risiko yang lebih tinggi.
4. *Underinvestment*. Jika sebagian besar nilai perusahaan ditentukan oleh kesempatan investasi di masa yang akan datang maka perusahaan yang telah mengeluarkan obligasi yang berisiko tinggi akan mempunyai alasan untuk menolak proyek yang mempunyai nilai sekarang bersih (*net present value*) positif, yang seharusnya dapat diterima oleh perusahaan.

Dari pembahasan sumber-sumber konflik di atas, nampak bahwa pemegang obligasi seharusnya tidak akan mengalami kerugian bila secara rasional mereka menyadari tindakan-tindakan yang akan dilakukan perusahaan untuk memindahkan kekayaan yang merupakan hak pemegang obligasi ke pemegang saham. Oleh karenanya pemegang obligasi seharusnya tidak akan menderita kerugian, kecuali jika mereka tidak mampu mengantisipasi pengaruh-pengaruh dari tindakan perusahaan di masa mendatang secara sistematis. Sebaliknya, perusahaan akan menanggung biaya keagenan, kerugian, untuk semua keputusan yang secara tidak optimal dimotivasi oleh pemindahan kekayaan pemegang obligasi ke pemegang saham. Perusahaan yang melakukan hal yang demikian akan kehilangan peluang apabila ingin mengeluarkan obligasi di pasar bebas. Jadi, pengurangan konflik antara pemegang saham dan obligasi ini sebenarnya berdampak pada maksimisasi nilai perusahaan.

Smith dan Warner (1979) menganalisis peranan perjanjian obligasi dalam mengatasi konflik yang terjadi antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Mereka mengelompokkan perjanjian tersebut menjadi empat kategori yakni perjanjian yang berkaitan dengan kegiatan produksi-investasi, pembayaran dividen, pemilihan alternatif pendanaan, dan diberlakukannya kebijakan akuntansi yang telah ditentukan sebelumnya (*bonding*). Kenyataan

bahwa investasi berasal dari aliran kas bersih perusahaan ditambah dengan sumber pendanaan baru dan dikurangi dengan pembayaran dividen maka kegiatan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen adalah kegiatan yang saling berkaitan. Ini berarti perjanjian yang membatasi pembayaran dividen dan kegiatan pendanaan juga membatasi kebijakan investasi. Perjanjian/kontrak obligasi seharusnya ditujukan pada pencapaian maksimisasi nilai perusahaan. Beberapa macam kontrak obligasi tersebut adalah sebagai berikut.

1. *Convertible bond*. Obligasi yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk menukarkan obligasi dengan saham perusahaan. Jenis obligasi ini akan mengurangi insentif perusahaan untuk melakukan pergantian aset dari yang berisiko rendah menjadi yang berisiko lebih tinggi, untuk memindahkan sebagian kekayaan pemegang obligasi ke pemegang saham.
2. *Secured bond*. Obligasi yang dijamin dengan aset perusahaan sampai obligasi tersebut dibayar penuh. Obligasi semacam ini juga mengurangi konflik yang bersumber dari penggantian aset dengan risiko yang berbeda. Kontrak ini akan mengharuskan perusahaan menyebutkan secara spesifik aset yang dijamin dan mempunyai kewajiban untuk tidak menjual atau menukar dengan aset lain.
3. Pemilihan utang jangka pendek dan jangka panjang. Penentuan jangka waktu/periode pendanaan dengan utang disesuaikan dengan umur aset yang diinvestasikan. Hal ini akan mengurangi terjadinya konflik yang bersumber dari *underinvestment*. Apabila jangka waktu utang dan umur aset yang diinvestasikan sama maka tidak ada alasan bagi perusahaan untuk menolak proyek yang mempunyai tingkat keuntungan minimal sama dengan biaya modal minimal rata-rata perusahaan.
4. Perjanjian Kebijakan Dividen. Obligasi yang di dalamnya mengandung kontrak yang membatasi jumlah maksimum dividen yang akan dibayarkan perusahaan. Dengan membatasi pembayaran dividen ini maka perusahaan akan memiliki laba ditahan yang cukup untuk melakukan investasi sehingga mengurangi kebutuhan perusahaan untuk mencari tambahan dana dari luar (*external financing*). Hal ini akan mengurangi konflik yang bersumber dari *claim dilution*.
5. Perjanjian Obligasi yang mensyaratkan diberlakukannya kebijakan akuntansi yang telah ditentukan sebelumnya. Hal ini akan mengurangi konflik yang terjadi antara pemegang saham dan obligasi karena ada

ketentuan sebelumnya dalam perjanjian obligasi bahwa perusahaan harus memenuhi syarat-syarat, seperti mengaudit laporan keuangan, menggunakan teknik-teknik akuntansi tertentu secara konsisten, menandatangani pernyataan secara periodik bahwa laporan keuangan disajikan sesuai dengan kebijakan akuntansi yang ditentukan sebelumnya. Perjanjian ini sangat penting karena teknik akuntansi yang berbeda akan menghasilkan laba akuntansi yang berbeda pula. Dengan diberlakukannya perjanjian ini dalam obligasi maka perusahaan tidak dapat mengubah teknik akuntansi yang digunakan untuk kepentingannya sendiri sehingga merugikan pihak kreditor.

#### **D. KONFLIK ANTARA MANAJER, PEMEGANG SAHAM, DAN KREDITUR**

Konflik yang terjadi antara manajer, pemegang saham, dan kreditor ini biasanya terjadi pada saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Jika suatu perusahaan terancam kebangkrutan maka ada dua kemungkinan keputusan yang harus dilakukan, apakah melikuidasi aset perusahaan atau melakukan reorganisasi sehingga kelangsungan perusahaan masih dapat terus dipertahankan. Manajer harus membuat keputusan, yang pertama, biasanya mereka lebih memilih untuk melakukan reorganisasi sehingga kelangsungan perusahaan masih terus dapat dipertahankan sehingga mereka tidak kehilangan pekerjaannya. Keputusan ini dapat menimbulkan sumber konflik baru antara manajer, pemegang saham dan kreditor karena adanya suatu kemungkinan bahwa perusahaan tersebut lebih berharga bila dilikuidasi daripada dibiarkan hidup.

Jika suatu perusahaan benar-benar lebih berharga apabila terus hidup daripada dilikuidasi maka perusahaan tersebut sudah seharusnya direorganisasi. Apakah perusahaan tersebut dilikuidasi atau direorganisasi maka seluruh investor baik pemegang saham atau kreditor akan mendapatkan bagian yang lebih rendah dari modal atau dana yang mereka tanamkan. Dalam kasus kebangkrutan ini maka negosiasi akan dilakukan antara manajer, pemegang saham, dan kreditor. Masing-masing pihak di sini akan mempunyai kepentingan yang berbeda terhadap perusahaan. Kreditor pada umumnya menginginkan perusahaan untuk dilikuidasi sehingga kemungkinan bagi mereka untuk dapat memperoleh dananya dalam waktu yang singkat akan lebih besar. Di lain pihak, manajer akan lebih memilih

untuk membiarkan perusahaan tersebut hidup sehingga dalam negosiasi tersebut mereka akan mempertahankan pendapatnya untuk melakukan reorganisasi. Untuk dapat memperoleh persetujuan dari investor, agar manajer dapat melakukan reorganisasi maka mereka harus mendapat dukungan dari sebagian para kreditur. Untuk memperoleh dukungan dari para kreditur tersebut tidak jarang manajer menawarkan kepada kreditur jumlah yang lebih daripada yang seharusnya mereka dapatkan apabila perusahaan dilikuidasi. Tawaran kepada kreditur ini dilakukan dengan mengesampingkan kepentingan para pemegang saham. Sementara, pemegang saham di sini mempunyai hak untuk mengganti manajer bila manajer melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham dalam menyelesaikan masalah kebangkrutan di perusahaan. Dengan demikian, masalah kesulitan keuangan (*financial distress*) tersebut merupakan sumber konflik yang mungkin terjadi antara manajer, pemegang saham, dan kreditur. Pembahasan mengenai masalah kebangkrutan ini akan dibahas lebih dalam pada modul terakhir.



## LATIHAN

---

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

- 1) Apakah yang disebut dengan masalah keagenan? Mengapa masalah keagenan ini dapat timbul dalam suatu perusahaan?
- 2) Jelaskan yang dimaksud dengan teori keagenan! Pendekatan apa saja yang digunakan untuk menjelaskan teori tersebut?
- 3) Jelaskan tiga macam biaya keagenan yang timbul akibat masalah keagenan yang dihadapi perusahaan?
- 4) Mengapa pemegang saham disebut *residual claimants*? Jelaskan!
- 5) Jelaskan peranan dari informasi asimetri terhadap konflik keagenan yang terjadi pada suatu perusahaan!
- 6) Meskipun bentuk perseroan terbatas dapat menimbulkan suatu permasalahan yang tidak ditimbulkan oleh bentuk perusahaan yang tertutup, tetapi bentuk ini banyak digunakan dan mendominasi perekonomian di berbagai negara. Jelaskan kelebihan dari bentuk perseroan terbatas ini dilihat dari sisi *perusahaan*, *pemegang saham*, dan *perekonomian* secara keseluruhan! Hubungkan jawaban Anda dengan masalah keagenan, yang secara tidak langsung membawa dampak yang positif bagi perekonomian suatu negara!

### *Petunjuk Jawaban Latihan*

Baca uraian dengan baik dan teliti, pahami maknanya maka semua pertanyaan dalam latihan akan dapat terjawab dengan baik. Bila tetap tidak dapat menjawab dengan baik baca uraian dalam Kegiatan Belajar 3 ini sekali lagi. Bila masih tetap tidak dapat menjawabnya tanyakan pada staf pengajar yang ditunjuk pada sesi tatap muka.



## RANGKUMAN

---

Pada Modul 1 Kegiatan Belajar 3 ini telah dibahas mengenai masalah keagenan. Pokok bahasan ini mencakup pembahasan mengenai teori keagenan, konflik antara manajer dan pemegang saham, konflik antara pemegang saham dan kreditur, serta konflik antara ketiga *stakeholders* tersebut. Adapun hal-hal penting yang dapat disimpulkan dari pokok bahasan tersebut adalah sebagai berikut.

1. Masalah keagenan timbul karena adanya konflik kepentingan atas perusahaan sebagai akibat dari pemisahan antara personal yang memiliki perusahaan dan yang mengelola perusahaan. Pemisahan ini terjadi sebagai konsekuensi atas bentuk perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas.
2. Pemilik perusahaan (pemegang saham) biasanya disebut dengan prinsipal, sedangkan pengelola perusahaan (manajer) disebut dengan agen.
3. Teori Keagenan membahas mengenai model atau metode yang dapat dilakukan untuk mengatasi masalah keagenan. Prinsip ekonomis melandasi model dalam teori keagenan ini, yakni biaya yang dikeluarkan untuk mengatasi masalah keagenan ini seharusnya tidak melebihi manfaatnya.
4. Sumber konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham disebabkan oleh adanya perbedaan usaha, risiko, dan periode waktu yang dihadapi oleh keduanya dalam kaitannya dengan usaha pencapaian tujuan perusahaan.
5. Untuk mengatasi konflik antara manajer dan pemegang saham, beberapa metode berikut dapat dilakukan, antara lain melalui struktur organisasi, mekanisme kompensasi, dan mekanisme pasar.
6. Selain saham sebagai sumber dana utama, perusahaan mungkin juga menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya. Apabila utang digunakan maka konflik keagenan ini dapat berkembang bukan

hanya antara manajer dan pemegang saham, tetapi juga antara pemegang saham dan kreditur.

7. Sumber konflik yang terjadi antara pemegang saham dan kreditur disebabkan oleh adanya keputusan-keputusan seperti pembayaran dividen, *claim dilution*, pergantian aset, dan *underinvestment*. Keputusan-keputusan tersebut sangat mungkin diambil dengan lebih menguntungkan pihak pemilik perusahaan daripada kreditur atau sebaliknya.
8. Untuk mengatasi konflik antara kreditur dan pemilik perusahaan tersebut biasanya perjanjian dibuat untuk setiap kontrak utang/obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Perjanjian tersebut, antara lain diwujudkan dalam bentuk *convertible bond*, *secured bond*, pemilihan utang jangka pendek dan jangka panjang, serta perjanjian kebijakan dividen dan perjanjian penggunaan metode akuntansi tertentu.
9. Konflik keagenan juga mungkin terjadi antara ketiga *stakeholders* (manajer, pemegang saham, dan kreditur). Konflik ini terjadi biasanya saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau *financial distress*. Keputusan akan melakukan reorganisasi/restrukturisasi atau likuidasi terhadap perusahaan akan menyebabkan satu pihak diuntungkan dan yang lain dirugikan.



### TES FORMATIF 3

---

Jawablah pertanyaan-pertanyaan di bawah ini!

- 1) Sebutkan dan jelaskan sumber-sumber konflik yang terjadi antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal!
- 2) Jelaskan bahwa struktur organisasi perusahaan dapat digunakan untuk mengatasi konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham?
- 3) Pemberian kompensasi kepada manajer yang bersifat tetap tanpa mempertimbangkan secara spesifik kinerja yang dicapai oleh manajer dapat merupakan sumber konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Jelaskan!
- 4) Pemberian kompensasi yang bagaimana yang efektif untuk mengatasi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham?
- 5) Meskipun data akuntansi yang ada kerap tidak mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya, tetapi pemberian kompensasi berdasarkan kinerja perusahaan yang ditunjukkan oleh bagian akuntansi masih sering digunakan oleh perusahaan. Jelaskan mengapa kompensasi berdasarkan

laporan akuntansi tersebut masih diperlukan! Dampak negatif apa yang mungkin ditimbulkannya? Bagaimana mengatasinya?

- 6) Dapatkah konflik keagenan diatasi dengan semata-mata mengandalkan mekanisme pasar yang ada? Jelaskan!
- 7) Bagaimana ancaman *takeover* (membeli perusahaan lain) dapat menjadi suatu mekanisme yang digunakan untuk mengatasi konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham? Jelaskan!
- 8) Sebutkan dan jelaskan sumber-sumber konflik yang mungkin timbul antara pemegang saham dan kreditur!
- 9) Mekanisme apakah yang dapat digunakan untuk mengatasi konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham dan kreditur!
- 10) Kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) yang dihadapi perusahaan dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur. Jelaskan!

## Kunci Jawaban Tes Formatif

### *Tes Formatif 1*

- 1) Lihat uraian dalam Modul 1 Kegiatan Belajar 1.
- 2) Lihat uraian dalam Modul 1 Kegiatan Belajar 1.
- 3) Lihat uraian dalam Modul 1 Kegiatan Belajar 1.
- 4) Lihat uraian dalam Modul 1 Kegiatan Belajar 1.

### *Tes Formatif 2*

Semua jawaban tes formatif, kecuali pertanyaan No. 2) ada dalam uraian pada Modul 1 Kegiatan Belajar 2. Baca uraian dengan baik dan teliti, pahami maknanya maka semua pertanyaan dalam tes formatif akan dapat terjawab dengan baik. Apabila tetap tidak dapat menjawab dengan baik baca uraian pada Kegiatan Belajar 2 ini sekali lagi. Apabila masih tetap tidak dapat menjawabnya tanyakan pada staf pengajar yang ditunjuk dalam sesi tatap muka.

Untuk pertanyaan No. 2) tidak ada kunci jawaban, Anda harus melakukan survei sendiri untuk dapat menjawab pertanyaan tersebut. Hasilnya bisa dijadikan bahan diskusi pada sesi tatap muka dengan staf pengajar.

### *Tes Formatif 3*

Semua jawaban tes formatif ada dalam uraian pada Modul 1 Kegiatan Belajar 3. Baca uraian dengan baik dan teliti, pahami maknanya maka semua pertanyaan dalam tes formatif akan dapat terjawab dengan baik. Apabila tetap tidak dapat menjawab dengan baik baca uraian dalam Kegiatan Belajar 3 ini sekali lagi. Apabila masih tetap tidak dapat menjawabnya tanyakan pada staf pengajar yang ditunjuk pada sesi tatap muka.

## Daftar Pustaka

- Barnea, Amir, Robert A. Haugen, and Lemma W. Senbet. (1981). "Market Imperfection, Agency Problems, and Capital Structure: A Review". *Financial Management*. Summer, 7–23.
- Bodie, Zvi and Robert C. Merton. (2000). *Finance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Brennan, Michael J. (1995). "Corporate Finance Over the Past 25 Years". *Financial Management*. Summer, 9–22.
- Brigham, Eugene F and Joel F. Houston. (2001). *Fundamentals of Financial Management*, 9<sup>th</sup> edition. Orlando, Florida: Harcourt, Inc.
- Brigham, Eugene F and Phillip R. Daves. (2002). *Intermediate Financial Management*, 7<sup>th</sup> edition. Singapore: Thomson Learning, Inc.
- Cornell, Bradford and Alan C. Shapiro. (1987). "Corporate Stakeholders and Corporate Finance". *Financial Management*. Spring, 5–14.
- Donaldson, Gordon. (1963). "Financial Goals: Management Versus Stockholders". *Harvard Business Review*. May-June, 116–129.
- Fama, Eugene F and Michael C. Jensen. (1983). "Agency Problems and Residual Claims". *Journal of Law and Economics* 26, (a), 327–49.
- Fama, Eugene F and Michael C. Jensen. (1983). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics* 26, (b), 301–25.
- Fama, Eugene F and Michael C. Jensen. (1985). "Residual Claims and Investment Decisions". *Journal of Law and Economics* 14.
- Hand, John H., William P. Lloyd, and Robert B. Rogow. (1982). "Agency Relationship in the Close Corporation". *Financial Management*. Spring, 25–30.

- Hudson, Carl D., John S. Jahera, Jr., and William P. Lloyd. (1992). "Further Evidence on the Relationship between Ownership and Performance". *Financial Review*. May, 227–239.
- Long, Michael S. (1992). "The Incentives Behind the Adoption of Executive Stock Option Plans in U.S. Corporations". *Financial Management*. Autumn 12–21.
- Meckling, William H. and Michael C. Jensen. (1983). "Reflections on the Corporation as a Social Invention". *Midland Corporate Finance Journal*. Fall, 6–15.
- Shapiro, Alan S and Sheldon D. Balbirer. (2000). *Modern Corporate Finance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Seitz, Neil. (1982). "Shareholder Goals, Firm Goals and Firm Financing Decision". *Financial Management*. Autumn, 20–26.
- Smith, Clifford and Ross Watts. (1982). "Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans". *Australian Journal of Management* 7, 139–57.
- Smith, Clifford and Ross Watts. (1983). *The Structure of Executive Compensation Contracts and the Control of Management*. Unpublished manuscript, University of Rochester.
- Sridharan, Uma V. (1996). "CEO Influence and Executive Compensation." *Financial Review*. February, 51–66.
- Stern, Stewart. (1992). "Roundtable on Management Incentive Compensation and Shareholder Value". *Journal of Applied Corporate Finance*. Summer, 110–130.