



**BAB 1**  
**GAMBARAN UMUM**  
**MANAJEMEN KEUANGAN**

- Manajemen keuangan bisa didefinisikan sebagai manajemen fungsi-fungsi keuangan perusahaan.
- Tugas manajer keuangan mengalami transformasi dari fokus mencari pendanaan (*financing*) menjadi tugas yang lebih kompleks mencakup perencanaan dan alokasi sumber daya dalam perusahaan.
-

Secara garis besar, fungsi-fungsi perusahaan bisa dikelompokkan ke dalam empat fungsi, yaitu:

- (1) Fungsi Pemasaran
- (2) Fungsi Keuangan
- (3) Fungsi Produksi
- (4) Fungsi Personalia

Keempat fungsi tersebut merupakan fungsi pokok suatu perusahaan.

Fungsi-fungsi manajemen bisa dipecah ke dalam beberapa hal:

- (1) Perencanaan (*Planning*)
- (2) Pengorganisasian (*Organizing*)
- (3) *Staffing*
- (4) Pelaksanaan
- (5) Pengendalian

Manajemen keuangan dengan demikian bisa diartikan sebagai kegiatan perencanaan, pengorganisasian, staffing, pelaksanaan, dan pengendalian fungsi-fungsi keuangan.

## 1. Model Neraca Keuangan Untuk Memahami Manajemen Keuangan

Neraca keuangan suatu perusahaan terdiri dari dua sisi: sisi kiri yang meringkaskan aset yang dimiliki oleh perusahaan, dan sisi kanan yang meringkaskan sumber dana yang dipakai untuk membiayai sisi kiri perusahaan tersebut.

Tugas manajer keuangan adalah mengambil keputusan investasi, pendanaan, dan operasional dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (nilai saham).

Sisi kiri tersebut (aktiva) dengan demikian bisa dipandang sebagai ringkasan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan., sisi kanan neraca merupakan tugas manajer keuangan, dalam hal ini mencari dana yang kemudian diinvestasikan pada sisi kiri neraca.

Komponen jangka pendek (lancar) dari aktiva dan pasiva membentuk modal kerja. Modal kerja bersih bisa diartikan sebagai aktiva lancar dikurangi hutang lancar. Modal kerja merupakan hasil dari keputusan operasional (sehari-hari).

Nilai perusahaan terdiri dari nilai hutang dan nilai saham tujuan tersebut sering disingkat sebagai memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Kemakmuran pemegang saham sering diterjemahkan ke dalam kenaikan harga pasar saham. Dengan demikian tujuan manajemen keuangan bisa diterjemahkan menjadi memaksimalkan harga pasar saham.

## 2. Menciptakan Nilai : Meningkatkan Aliran Kas Masuk

Nilai bisa ditingkatkan dengan menciptakan aliran kas yang positif, Sebagai contoh, Perusahaan bisa menerbitkan surat berharga dengan biaya yang sedikit dan mendatangkan aliran kas masuk yang positif.

Aliran kas yang menjadi fokus manajer keuangan berbeda dengan keuntungan akuntansi (*accounting profit*) Keuntungan akuntansi dihasilkan dengan mempertemukan antara pendapatan dengan biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh pendapatan tersebut (prinsip matching).

Tiga dimensi aliran kas yang perlu diperhatikan: besarnya (magnitude), timing, dan risiko. Aliran kas yang besar, diterima lebih awal, dan mempunyai risiko yang rendah, mempunyai nilai yang lebih tinggi.

### 3. Maksimisasi Keuntungan Versus Maksimisasi Nilai Saham

Tujuan manajemen keuangan seringkali dinyatakan sebagai maksimisasi keuntungan. Hal tersebut tidak tepat. Pertama, keuntungan yang besar melalui jumlah saham yang beredar yang besar tidaklah sebaik yang kita inginkan. Kedua, keuntungan per lembar saham juga bukan merupakan tujuan yang tepat. Keuntungan per lembar saham tidak memperhatikan nilai waktu uang dan risiko. Disamping itu, seperti ditunjukkan dalam contoh di atas, keuntungan akuntansi lain dengan aliran kas. Aliran kaslah yang harus diperhatikan oleh manajer keuangan.



Maksimisasi keuntungan dengan maksimisasi nilai saham dengan demikian merupakan dua hal yang berbeda.

Nilai saham akan ditentukan oleh banyak faktor: keuntungan perusahaan, risiko, dan faktor lain. Harga saham yang terjadi merupakan konsensus yang terjadi di pasar keuangan terhadap prospek dan risiko perusahaan di masa mendatang.

Harga tersebut mencerminkan informasi besarnya aliran kas, timing, risiko, dan lainnya yang dianggap relevan oleh investor.

#### 4. Manajer dan Pasar Keuangan

1. Manajer keuangan mencari dana dari pasar keuangan dengan jalan menerbitkan sekuritas atau memperoleh pinjaman dari lembaga keuangan. Pada dasarnya ada dua jenis sekuritas/instrumen dasar, yaitu: saham dan hutang. Saham merupakan bentuk kepemilikan sedangkan hutang merupakan pinjaman. Sisi kanan neraca keuangan meringkaskan sumber dana yang diperoleh oleh manajer keuangan
2. Dana tersebut kemudian diinvestasikan oleh manajer keuangan, membeli aset yang bisa menghasilkan kembalian. Sisi kiri neraca keuangan meringkaskan aset yang diperoleh manajer keuangan, dengan menggunakan dana yang diperoleh pada langkah 1 di atas

3. Aset tersebut menghasilkan kembalian (keuntungan)
4. a. Sebagian dana tersebut dikembalikan ke pasar keuangan melalui medium yang berbeda-beda. Untuk pemegang saham, perusahaan membagikan dividen, sementara untuk pemegang hutang perusahaan membagikan bunga dan mengembalikan pinjaman pokok hutang
- b. Sebagian kembalian (tingkat keuntungan) ditanamkan kembali oleh manajer keuangan ke dalam perusahaan. Kebijakan dividen akan membicarakan seberapa besar keuntungan dibagikan ke pemegang saham.

Dengan demikian manajer keuangan perlu memahami bagaimana kerja pasar keuangan, bagaimana pasar keuangan menilai suatu aset.

# MANAJER KEUANGAN SEBAGAI JEMBATAN ANTARA PASAR KEUANGAN DENGAN PERUSAHAAN



1: MENGUMPULKAN DANA

2: INVESTASI DANA

3: INVESTASI MENGHASILKAN

4: DISTRIBUSI KEUNTUNGAN ATAU REINVEST

## 5. Perusahaan sebagai Serangkaian Kontrak

Perusahaan bisa dilihat sebagai satu rangkaian kontrak antara pihak-pihak yang berkaitan. Misal, karyawan menandatangani kontrak untuk bekerja di perusahaan. Bank memberi pinjaman berdasarkan kontrak yang tertentu dengan perusahaan. Manajer dikontrak oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan agar perusahaan tersebut menghasilkan aliran kas yang bisa meningkatkan nilai perusahaan, yang dengan demikian meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Pemegang saham itu sendiri tidaklah homogen, ada pemegang saham mayoritas, pemegang saham minoritas. Keduanya tidak harus mempunyai tujuan yang konsisten satu sama lain, yang berarti mempunyai potensi konflik.

Biasanya ada tiga jenis konflik keagenan yang sering dibicarakan di literatur keuangan, yaitu:

- (1) Konflik antara pemegang saham dengan manajer,
- (2) Konflik antara pemegang saham dengan pemegang hutang, dan
- (3) Konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas.

## **5.1. Konflik antara Pemegang Saham dengan Manajer**

Manajer disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan agar perusahaan mencapai tujuan pemegang saham, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan (kemakmuran pemegang saham). Menjadi pertanyaan apakah manajer akan bertindak konsisten dengan tujuan memakmurkan pemegang saham, tujuan yang dibebankan oleh pemegang saham kepada manajer?

Jawab: Tidak Selalu.

Karena itu ada potensi konflik antara Manajer dengan Pemegang Saham. Manajer bisa mempunyai agenda sendiri yang tidak konsisten dengan agenda memaksimalkan kemakmuran pemegang saham

Donaldson, seorang peneliti di Amerika Serikat, menyebutkan dua motivasi dasar manajer:

1. Survival

manajer berusaha menguasai sumber daya agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan

2. Independensi atau Kecukupan diri

Manajer ingin mengambil keputusan yang bebas dari tekanan pihak luar, termasuk dari pasar keuangan. Manajer tidak suka mengeluarkan saham karena akan mengundang campur tangan pihak luar. Sebaliknya manajer akan lebih suka menggunakan dana yang dihasilkan secara internal.

Dengan dua motivasi tersebut, manajer cenderung mempunyai tujuan memaksimalkan kemakmuran perusahaan (bukannya kemakmuran pemegang saham).



Pemegang saham bisa melakukan sejumlah tindakan untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak konsisten dengan tujuan pemegang saham. Tindakan semacam itu membutuhkan biaya yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*).

Biaya keagenan tersebut terdiri dari biaya untuk memonitor manajer dan biaya untuk mengimplementasikan alat kontrol terhadap manajer.

Meskipun demikian, masalah perbedaan tujuan tersebut tidak akan bisa diselesaikan secara sempurna. Pemegang saham dengan demikian mempunyai kerugian dalam situasi tersebut. Kerugian tersebut sering disebut sebagai kerugian sisa (*residual loss*).

Pemegang saham bisa membentuk dewan komisaris (*board of directors*) untuk mengawasi perilaku manajer. Beberapa cara lain bisa dilakukan, antara lain:

1. Sistem penggajian yang dikaitkan dengan prestasi perusahaan (keuntungan) dan dengan opsi saham. Jika keuntungan perusahaan naik, manajer akan memperoleh bonus. Jika harga saham naik, manajer akan memperoleh bonus tambahan melalui opsi saham
2. Pasar tenaga kerja manajer akan mengontrol manajer. Manajer yang mempunyai kemampuan yang jelek tidak akan laku, sebaliknya manajer yang sukses akan diburu oleh banyak perusahaan. Dengan demikian manajer akan berusaha meningkatkan prestasinya, dengan jalan meningkatkan nilai atau harga saham, agar masa depan mereka selalu terjaga.

3. Jika perusahaan mempunyai prestasi yang jelek, harga saham akan mengalami penurunan.

Pada situasi semacam itu, nilai perusahaan akan terlihat terlalu 'murah' dan akibatnya perusahaan lain bisa membeli (mengakuisisi) perusahaan tersebut. Dalam kasus semacam itu, seringkali manajer perusahaan yang diakuisisi tidak akan dipakai lagi. Aktivitas *take over* (pengambilalihan) perusahaan semacam itu akan mendisiplinkan manajer. Manajer dengan demikian akan berusaha agar harga saham selalu tinggi.

## 5.2. Agency Free Cash Flow

Variasi lain dari konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham adalah agency free cash flow. Menurut teori ini, manajer akan berusaha memegang sumberdaya perusahaan agar tetap dalam kendali manajer. Jika perusahaan memperoleh keuntungan atau kas masuk tinggi, maka manajer akan berusaha agar keuntungan/kas masuk tersebut tetap berada di tangan manajer.

Meskipun sebenarnya, pemegang saham mungkin akan diuntungkan jika kas tersebut dibagikan (misal dalam bentuk dividen), kemudian pemegang saham dibiarkan menginvestasikan kas tersebut ke alternatif investasi lain yang lebih menguntungkan.

Manajer berusaha menahan kas tersebut dengan berbagai cara, misal tidak membayar dividen, melakukan akuisisi (membeli) perusahaan lain. Dengan akuisisi, sumber daya masih berada di tangan manajer.

Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas (*free cash flow*) sebagai aliran kas yang tersisa setelah semua proyek dengan NPV positif didanai. *Free cash flow* lebih baik dibagikan ke pemegang saham, bukannya ditahan, karena perusahaan sudah tidak mempunyai kesempatan investasi yang menguntungkan. Kemudian pemegang saham dibiarkan memanfaatkan kas yang diterima tersebut. Dengan cara semacam itu pemegang saham bisa memaksimalkan kemakmurannya.

### 5.3. Konflik antara Pemegang Saham dengan Pemegang Hutang

Pemegang saham, melalui manajer, bisa mengambil keuntungan atas pemegang hutang. Konflik tersebut bisa terjadi karena pemegang saham dengan pemegang hutang mempunyai struktur penerimaan (*pay off*) yang berbeda. Pemegang hutang memperoleh pendapatan yang tetap (yaitu bunga) dan kembalian pinjamannya, sedangkan pemegang saham memperoleh pendapatan di atas kelebihan atas kewajiban yang perlu dibayarkan ke pemegang hutang.

Jika nilai perusahaan berada di bawah nilai kewajiban hutang, pemegang hutang berhak atas semua nilai perusahaan. Jika nilai perusahaan naik di atas nilai hutang, pemegang saham berhak atas kelebihan tersebut. Perbedaan struktur pay-off tersebut bisa menyebabkan perbedaan perilaku.

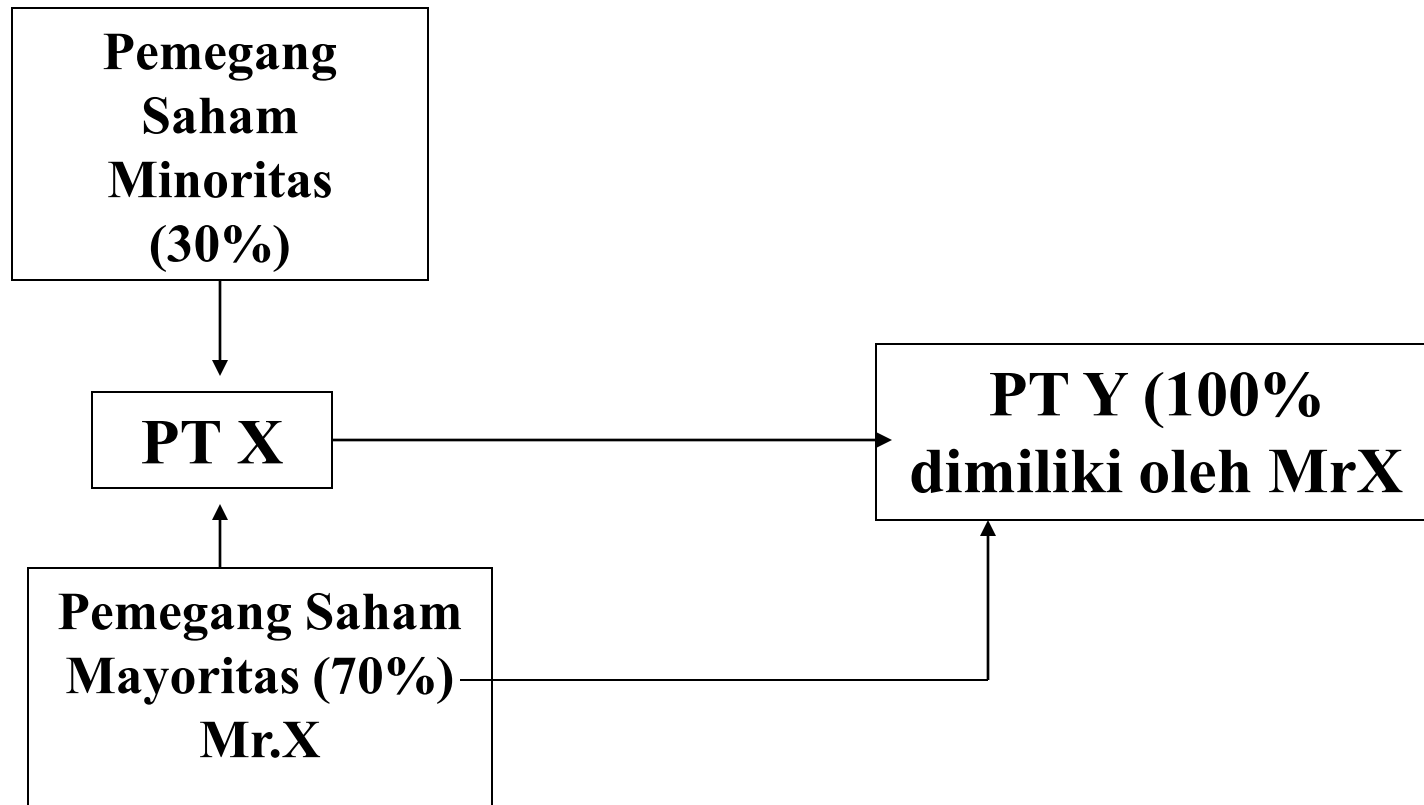
Lebih spesifik lagi, Pemegang saham (bekerjasama dengan manajer) akan tergoda untuk investasi pada aset dengan risiko yang tinggi. Tingkat keuntungan yang diharapkan akan meningkat (pemegang saham memperoleh keuntungan). Tetapi kualitas aset akan turun, sehingga merugikan pemegang hutang. Kenaikan tingkat keuntungan tidak akan memperbaiki kondisi pemegang hutang karena pemegang hutang akan memperoleh keuntungan yang tetap (bunga yang tetap sifatnya)

Misalkan Bank X memberikan pinjaman kepada PT Y yang bergerak di bidang makanan (consumer goods- risiko rendah). Tiba-tiba PT Y memutuskan untuk menginvestasikan pinjaman tersebut ke sektor (anak perusahaan baru) komputer yang risikonya tinggi, dengan harapan memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi. Apakah bank X akan senang?

## 5.4. Konflik antara Pemegang Saham Mayoritas dengan Pemegang Saham Minoritas

Pemegang saham tidak bersifat homogen. Karena pemegang saham tersebut berlainan, maka akan ada potensi konflik antar pemegang saham. Sebagai contoh, perusahaan yang sebelumnya dikendalikan oleh pendiri, kemudian menjual sebagian kecil saham ke publik. Dalam situasi tersebut ada dua jenis pemegang saham: mayoritas (pendiri) dan minoritas (publik). Publik dikatakan minoritas karena, meskipun jumlah mereka barangkali banyak, jumlah suara atau saham mereka lebih kecil dibandingkan dengan jumlah saham pendiri.





PT X tbk membeli aset PT Y dengan harga Rp200 juta. Harga pasar aset tersebut adalah Rp100juta. Siapa yang diuntungkan?

## 5.5. Konflik-konflik Lainnya

Masih ada banyak kontrak-kontrak lain di perusahaan, yang berarti ada potensi konflik antar pihak-pihak lain dalam perusahaan.

Sebagai contoh, ada potensi konflik antara karyawan dengan manajer, antara satu departemen (misal pemasaran) dengan departemen lain (misal produksi).

# Siapa Penyumbang Teori Keuangan yang Paling Berpengaruh?

Sumbangan penting bisa dilihat dari hadiah Nobel bidang keuangan. Hadiah Nobel diberikan kepada tokoh yang dianggap memberikan kontribusi penting terhadap perkembangan ilmu

Merton Miller bersama dengan Franco Modigliani barangkali bisa dikatakan sebagai 'bapak' manajemen keuangan modern.

Mereka mendiskusikan pengaruh dividen dan pendanaan (*financing*) terhadap nilai perusahaan melalui serangkaian artikel yang dimulai dari artikel mereka '*The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*' yang muncul di *American Economic Review* pada tahun 1958.

Mereka berargumen bahwa pada kondisi pasar modal sempurna, tidak ada pengaruh struktur modal atau kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Kebijakan pendanaan (struktur modal) maupun kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Artikel tersebut menimbulkan kontroversi dan diskusi berkepanjangan dalam teori keuangan perusahaan (*corporate finance*).

Harry Markowitz barangkali bisa disebut sebagai bapak teori investasi.

Markowitz, melalui artikelnnya pada tahun 1952 di *Journal of Finance (Portfolio Selection)*, menunjukkan secara matematis bahwa diversifikasi bisa mengurangi risiko. Dua parameter yang dia gunakan untuk mengevaluasi investasi yaitu standar deviasi dan tingkat keuntungan (*return*) memungkinkan perhitungan kuantitatif analisis investasi bisa dilakukan. Teori investasi berubah dari teori yang deskriptif menjadi teori yang kuantitatif.

William Sharpe mengembangkan lebih lanjut kerja Markowitz menjadi teori keseimbangan *Capital Asset Pricing Model* (*'Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk'* *Journal of Finance*, 1964). Menurut CAPM, ada hubungan positif antara risiko sistematis (risiko yang tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi) dengan tingkat keuntungan.

Pada tahun 1997 dua orang ahli keuangan Myron Scholes dan Robert Merton memperoleh hadiah Nobel untuk sumbangan mereka dalam teori penilaian opsi. Myron Scholes dengan Fischer Black menerbitkan artikel mengenai penilaian instrumen keuangan opsi di Journal of Political Economy.

Opsi adalah hak untuk membeli atau menjual aset pada harga tertentu. Sayangnya Fischer Black sudah meninggal dunia pada tahun tersebut. Hadiah Nobel diberikan hanya kepada orang yang masih hidup. Robert Merton juga menerbitkan model penilaian opsi, yang merupakan penyederhanaan dari model Black dan Scholes. Teori opsi mempunyai potensi bisa menjelaskan fenomena keuangan lebih banyak lagi.

Pada tahun 2002, ahli perilaku Daniel Kahneman memperoleh Nobel di bidang ekonomi. Dia bersama Amos Tversky mengembangkan teori perilaku, yang kemudian mengilhami munculnya *behavioral finance* (Teori Keuangan berdasarkan perilaku).

Teori *behavioral finance* merupakan alternatif (penentang) teori efisiensi keuangan. Teori efisiensi keuangan mengatakan bahwa harga mencerminkan semua informasi yang relevan. Pasar digambarkan mempunyai proses yang rasional. Sebaliknya, teori *behavioral finance* mengatakan bahwa pasar tidak serasional yang dibayangkan. Contoh populer, adalah harga jatuh (investor panik) pada black Monday 1987 dan 1997, meskipun tidak ada informasi lain pada hari itu. Dengan kata lain, investor panik hanya karena tidak rasional.