

FINANCIAL MANAGEMENT

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Konsep, Strategi, dan Pengambilan Keputusan Keuangan dalam Bisnis Modern



TUJUAN UTAMA



Memaksimalkan nilai perusahaan



Menjaga likuiditas



Mendorong profitabilitas



Menjamin keberlanjutan



PILAR UTAMA



Perencanaan Keuangan



Penganggaran



Investasi



Pendanaan



Pengelolaan Modal Kerja



Pengendalian Risiko



KONSEP INTI



Time Value of Money



Risk and Return



Cost of Capital



Cash Flow



Capital Budgeting



Leverage



Valuation



KEPUTUSAN MANAJERIAL



Keputusan Investasi



Keputusan Pendanaan



Keputusan Dividen



ALAT ANALITIS



Laporan Keuangan



Rasio Keuangan



Break-Even



Forecasting



NPV (Net Present Value)



IRR (Internal Rate of Return)



Payback Period



RELEVANSI MODERN



Fintech



Digital Finance



AI Analytics



Corporate Governance



Sustainability



Global Markets

“

Mengelola keuangan secara strategis untuk pertumbuhan, stabilitas, dan daya saing organisasi.

”

Oleh:

[Prof Ir Rudy C Tarumingkeng, PhD](#)

Professor of Management NUP: 9903252922

Professor Emeritus, IPB-University

Anggota MPR-RI, 1982-1987

Dekan Fak. Kehutanan IPB University. 1967-1968, 1968-1971, 1977-1978

Rektor, Universitas Cenderawasih, Papua (1978-1988, dan

Rektor, Kampus AGRO Manokwari sekarang Universitas Papua Manokwari

Coordinator, CIDA/DIKTI SFU Burnaby BC Canada 1988-1991

Rektor, Universitas Kristen Krida Wacana, Jakarta (1991-2000)

Ketua, Dewan Guru Besar, IPB-University, Bogor (2005-2006)

AI - Data Analyst, dan Ketua, Senat Akademik, IBM-ASMI, Jakarta 2024-

© RudyCT Academic Series

rudymt75@gmail.com

17 Juni 2026

FINANCIAL MANAGEMENT

Introduksi

Financial Management atau manajemen keuangan adalah disiplin yang mempelajari bagaimana individu, organisasi, dan perusahaan merencanakan, memperoleh, mengalokasikan, mengendalikan, serta mengevaluasi penggunaan dana. Dalam konteks perusahaan, keputusan keuangan biasanya berkisar pada tiga hal besar: keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan pengelolaan likuiditas sehari-hari. OpenStax menjelaskan bahwa finance berkaitan dengan pengambilan keputusan bisnis, termasuk penilaian investasi, pengelolaan kas, dan pemilihan sumber dana. ([OpenStax](#))

Tujuan utama manajemen keuangan bukan hanya mencari laba, tetapi memastikan bahwa organisasi mampu bertahan, tumbuh, menghasilkan arus kas yang sehat, dan menciptakan nilai jangka panjang. Karena itu, manajer keuangan harus memahami laporan keuangan, nilai waktu uang, risiko, struktur modal, anggaran, investasi, serta tata kelola.

Ringkasan

Bab 1. Pengantar Financial Management

1.1 Arti Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan adalah proses mengatur sumber daya keuangan agar tujuan organisasi dapat dicapai secara efektif dan efisien. Dalam perusahaan, fungsi ini mencakup perencanaan kebutuhan dana, pemilihan sumber pendanaan, pengendalian biaya, evaluasi investasi, dan pengelolaan kas.

Tiga pertanyaan utama dalam manajemen keuangan adalah:

1. **Investasi apa yang layak dilakukan?**
2. **Dari mana dana akan diperoleh?**
3. **Bagaimana kas dan aset lancar dikelola agar operasi tetap berjalan?**

1.2 Tujuan Manajemen Keuangan

Tujuan klasik manajemen keuangan adalah **memaksimalkan nilai perusahaan**. Nilai perusahaan meningkat ketika perusahaan mampu menghasilkan arus kas masa depan yang kuat dengan risiko yang terkendali.

Namun, dalam praktik modern, tujuan ini perlu diseimbangkan dengan keberlanjutan, kepatuhan hukum, etika, dan kepentingan pemangku kepentingan seperti karyawan, pelanggan, kreditur, pemerintah, dan masyarakat.

1.3 Fungsi Manajer Keuangan

Manajer keuangan berperan dalam:

- Menyusun anggaran.

- Menganalisis laporan keuangan.
- Mengelola kas.
- Menilai proyek investasi.
- Menentukan kombinasi utang dan ekuitas.
- Mengelola risiko.
- Menjaga hubungan dengan investor, bank, dan kreditur.

1.4 Kesimpulan Bab 1

Manajemen keuangan adalah fondasi pengambilan keputusan ekonomi dalam organisasi. Tanpa pengelolaan keuangan yang baik, perusahaan dapat terlihat menguntungkan tetapi tetap gagal karena kekurangan kas, terlalu banyak utang, atau salah memilih investasi.

Bab 2. Laporan Keuangan dan Analisis Dasar

2.1 Jenis Laporan Keuangan

Laporan keuangan adalah alat utama untuk memahami kondisi perusahaan. Secara umum, laporan utama mencakup laporan laba rugi, neraca, laporan perubahan ekuitas, dan laporan arus kas. OpenStax menjelaskan bahwa laporan keuangan menyediakan informasi bagi pemangku kepentingan untuk membantu pengambilan keputusan. ([OpenStax](#))

2.2 Laporan Laba Rugi

Laporan laba rugi menunjukkan pendapatan, biaya, laba kotor, laba operasi, dan laba bersih selama periode tertentu. Laporan ini menjawab pertanyaan: **apakah perusahaan menghasilkan keuntungan?**

Contoh sederhana:

Pendapatan penjualan
dikurangi harga pokok penjualan

= laba kotor
dikurangi biaya operasional
= laba operasi
dikurangi bunga dan pajak
= laba bersih

2.3 Neraca

Neraca menunjukkan posisi keuangan pada satu titik waktu. Rumus dasarnya:

Aset = Liabilitas + Ekuitas

Aset menunjukkan apa yang dimiliki perusahaan. Liabilitas menunjukkan kewajiban. Ekuitas menunjukkan hak pemilik.

2.4 Laporan Arus Kas

Laporan arus kas menunjukkan sumber dan penggunaan kas. Ini penting karena laba akuntansi tidak selalu sama dengan kas yang benar-benar diterima. OpenStax menekankan bahwa laporan arus kas diperlukan karena akuntansi akrual mencatat transaksi saat terjadi, bukan saat kas berpindah. ([OpenStax](#))

Arus kas biasanya dibagi menjadi:

- **Operasi:** kas dari aktivitas bisnis utama.
- **Investasi:** pembelian atau penjualan aset jangka panjang.
- **Pendanaan:** penerimaan atau pembayaran dari utang dan ekuitas.

2.5 Analisis Rasio

Analisis rasio membantu menilai kesehatan keuangan. Beberapa rasio penting:

Rasio likuiditas:

Current Ratio = Aset Lancar / Liabilitas Lancar

Rasio profitabilitas:

Net Profit Margin = Laba Bersih / Penjualan

Rasio solvabilitas:

Debt to Equity Ratio = Total Utang / Total Ekuitas

Rasio efisiensi:

Asset Turnover = Penjualan / Total Aset

2.6 Kesimpulan Bab 2

Laporan keuangan adalah bahasa bisnis. Manajer keuangan harus mampu membaca laporan laba rugi, neraca, dan arus kas secara terpadu agar dapat memahami profitabilitas, likuiditas, efisiensi, dan risiko perusahaan.

Bab 3. Time Value of Money

3.1 Konsep Nilai Waktu Uang

Nilai waktu uang menjelaskan bahwa uang hari ini lebih bernilai daripada jumlah uang yang sama di masa depan, karena uang hari ini dapat diinvestasikan dan menghasilkan return. OpenStax menjelaskan bahwa uang dapat bertumbuh seiring waktu melalui bunga atau hasil investasi, sehingga muncul konsep future value. ([OpenStax](#))

3.2 Future Value

Future Value adalah nilai masa depan dari uang saat ini.

Rumus:

$$\mathbf{FV = PV \times (1 + r)^n}$$

Keterangan:

FV = nilai masa depan

PV = nilai sekarang

r = tingkat bunga atau return

n = jumlah periode

Contoh:

Jika Rp10.000.000 diinvestasikan dengan bunga 8% per tahun selama 3 tahun:

$$FV = 10.000.000 \times (1 + 0,08)^3$$

$$FV = 10.000.000 \times 1,2597$$

$$FV \approx \text{Rp}12.597.000$$

3.3 Present Value

Present Value adalah nilai sekarang dari uang yang akan diterima di masa depan.

Rumus:

$$PV = FV / (1 + r)^n$$

Konsep ini penting untuk menilai investasi, obligasi, proyek bisnis, cicilan, dan valuasi perusahaan.

3.4 Anuitas

Anuitas adalah serangkaian pembayaran tetap dalam periode tertentu, misalnya cicilan pinjaman, pembayaran sewa, atau dana pensiun.

3.5 Kesimpulan Bab 3

Time value of money adalah fondasi hampir semua keputusan keuangan. Tanpa konsep ini, manajer keuangan sulit membandingkan uang hari ini dengan uang di masa depan secara adil.

Bab 4. Risiko, Return, dan Biaya Modal

4.1 Hubungan Risiko dan Return

Dalam keuangan, return adalah hasil yang diharapkan dari investasi, sedangkan risiko adalah ketidakpastian terhadap hasil tersebut. Umumnya, semakin tinggi risiko, semakin tinggi return yang diminta investor.

4.2 Jenis Risiko

Risiko dapat dibagi menjadi:

Risiko bisnis: berasal dari operasi perusahaan.

Risiko keuangan: berasal dari penggunaan utang.

Risiko pasar: berasal dari perubahan suku bunga, kurs, harga komoditas, atau kondisi ekonomi.

Risiko likuiditas: muncul ketika aset sulit dijual atau perusahaan kekurangan kas.

Risiko kredit: muncul ketika pihak lain gagal membayar kewajiban.

4.3 Biaya Modal

Biaya modal adalah tingkat return minimum yang harus dihasilkan perusahaan agar proyek atau investasi dianggap layak. CFA Institute menjelaskan bahwa WACC mewakili biaya utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai asetnya. ([CFA Institute](#))

4.4 Weighted Average Cost of Capital

Rumus sederhana WACC:

$$\text{WACC} = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - T))$$

Keterangan:

E = nilai ekuitas

D = nilai utang

V = total nilai modal

Re = biaya ekuitas

Rd = biaya utang

T = tarif pajak

4.5 Kesimpulan Bab 4

Keputusan keuangan tidak cukup hanya melihat potensi keuntungan. Manajer keuangan harus menilai apakah return yang diharapkan cukup untuk menutup risiko dan biaya modal.

Bab 5. Perencanaan Keuangan dan Anggaran

5.1 Arti Perencanaan Keuangan

Perencanaan keuangan adalah proses memperkirakan kebutuhan dana, pendapatan, biaya, investasi, dan arus kas di masa depan. Tujuannya adalah agar perusahaan tidak hanya bereaksi terhadap masalah, tetapi mampu mengantisipasi kebutuhan keuangan.

5.2 Anggaran Operasional

Anggaran operasional mencakup estimasi penjualan, biaya produksi, biaya pemasaran, biaya administrasi, dan laba operasi.

5.3 Anggaran Kas

Anggaran kas menunjukkan proyeksi penerimaan dan pengeluaran kas. Ini membantu perusahaan mengetahui kapan kas berlebih dan kapan kas mungkin kurang.

Contoh struktur sederhana:

Kas awal

- penerimaan kas
 - pengeluaran kas
 - = kas akhir

5.4 Forecasting

Forecasting adalah proses membuat perkiraan berdasarkan data historis, tren, asumsi ekonomi, dan rencana bisnis.

Metode umum:

- Persentase penjualan.
- Tren historis.
- Skenario optimistis, moderat, dan pesimistis.
- Analisis sensitivitas.

5.5 Kesimpulan Bab 5

Perencanaan keuangan membantu perusahaan menjaga arah. Anggaran yang baik bukan sekadar angka, tetapi alat koordinasi antara strategi, operasi, pemasaran, produksi, dan keuangan.

Bab 6. Capital Budgeting dan Keputusan Investasi

6.1 Arti Capital Budgeting

Capital budgeting adalah proses mengevaluasi proyek investasi jangka panjang, seperti pembelian mesin, pembangunan pabrik, ekspansi cabang, atau pengembangan produk baru. OpenStax menjelaskan bahwa capital budgeting digunakan untuk menilai apakah proyek dapat menghasilkan kas yang cukup untuk menutup biaya investasi awal. ([OpenStax](#))

6.2 Net Present Value

Net Present Value atau NPV adalah selisih antara nilai sekarang arus kas masuk dan nilai sekarang arus kas keluar.

Rumus sederhana:

$$\text{NPV} = \text{PV arus kas masuk} - \text{investasi awal}$$

Jika NPV positif, proyek menambah nilai. Jika NPV negatif, proyek mengurangi nilai. OpenStax menjelaskan bahwa NPV dipengaruhi oleh arus kas yang diharapkan dan tingkat diskonto yang digunakan. ([OpenStax](#))

6.3 Internal Rate of Return

IRR adalah tingkat diskonto yang membuat NPV sama dengan nol. Proyek biasanya dianggap menarik jika IRR lebih tinggi daripada biaya modal.

6.4 Payback Period

Payback period menunjukkan berapa lama investasi awal dapat kembali. Kelemahannya, metode ini mengabaikan nilai waktu uang dan arus kas setelah periode balik modal.

6.5 Profitability Index

Profitability Index adalah rasio antara nilai sekarang arus kas masuk dan investasi awal.

PI = PV arus kas masuk / investasi awal

Jika PI lebih dari 1, proyek menciptakan nilai.

6.6 Kesimpulan Bab 6

Capital budgeting adalah salah satu keputusan paling penting dalam manajemen keuangan karena menyangkut dana besar dan dampak jangka panjang. NPV sering menjadi metode utama karena langsung mengukur penciptaan nilai.

Bab 7. Struktur Modal dan Pendanaan Perusahaan

7.1 Sumber Pendanaan

Perusahaan dapat memperoleh dana dari:

- Laba ditahan.
- Utang bank.
- Obligasi.
- Saham biasa.
- Saham preferen.
- Leasing.
- Modal ventura.
- Pendanaan internal dari operasi.

7.2 Utang vs Ekuitas

Utang memiliki kewajiban pembayaran bunga dan pokok. Ekuitas tidak mewajibkan pembayaran tetap, tetapi dapat mengurangi kepemilikan pemegang saham lama.

7.3 Leverage

Leverage adalah penggunaan utang untuk memperbesar potensi return. Namun, leverage juga meningkatkan risiko karena perusahaan harus membayar kewajiban meskipun kondisi bisnis memburuk.

7.4 Struktur Modal Optimal

Struktur modal optimal adalah kombinasi utang dan ekuitas yang meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam praktik, tidak ada satu struktur modal yang cocok untuk semua perusahaan karena risiko industri, stabilitas arus kas, pajak, aset, dan kondisi pasar berbeda-beda.

7.5 Kesimpulan Bab 7

Pendanaan adalah keputusan strategis. Terlalu banyak utang dapat membahayakan kelangsungan usaha, sementara terlalu banyak ekuitas dapat membuat biaya modal menjadi mahal dan kepemilikan terdilusi.

Bab 8. Manajemen Modal Kerja

8.1 Arti Modal Kerja

Modal kerja berkaitan dengan aset lancar dan liabilitas lancar. OpenStax membahas working capital sebagai bagian penting dari pengelolaan keuangan jangka pendek perusahaan. ([OpenStax](#))

Rumus:

Modal Kerja Bersih = Aset Lancar – Liabilitas Lancar

8.2 Kas

Kas adalah aset paling likuid. Perusahaan membutuhkan kas untuk membayar gaji, pemasok, bunga, pajak, dan kebutuhan operasional harian.

8.3 Piutang

Piutang muncul ketika perusahaan menjual secara kredit. Manajemen piutang mencakup kebijakan kredit, penagihan, diskon pembayaran cepat, dan pengendalian risiko gagal bayar.

8.4 Persediaan

Persediaan terlalu besar dapat mengikat kas dan meningkatkan biaya penyimpanan. Persediaan terlalu kecil dapat menyebabkan kehilangan penjualan.

8.5 Utang Usaha

Utang usaha adalah pembiayaan jangka pendek dari pemasok. Pengelolaan utang usaha harus seimbang: membayar terlalu cepat dapat mengurangi kas, tetapi membayar terlalu lambat dapat merusak reputasi dan hubungan bisnis.

8.6 Cash Conversion Cycle

Cash Conversion Cycle mengukur waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi kas.

Secara sederhana:

CCC = Days Inventory Outstanding + Days Sales Outstanding – Days Payable Outstanding

8.7 Kesimpulan Bab 8

Modal kerja adalah darah operasional perusahaan. Banyak bisnis gagal bukan karena tidak punya laba, tetapi karena tidak mampu mengelola kas, piutang, persediaan, dan kewajiban jangka pendek.

Bab 9. Dividen, Pertumbuhan, dan Nilai Perusahaan

9.1 Kebijakan Dividen

Dividen adalah pembagian laba kepada pemegang saham. Perusahaan harus memutuskan apakah laba akan dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk mendanai pertumbuhan.

9.2 Laba Ditahan

Laba ditahan adalah sumber pendanaan internal. Jika perusahaan memiliki peluang investasi yang baik, menahan laba dapat meningkatkan nilai jangka panjang.

9.3 Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan yang sehat harus didukung oleh arus kas, profitabilitas, dan struktur modal yang kuat. Pertumbuhan yang terlalu cepat tanpa modal kerja memadai dapat menimbulkan tekanan kas.

9.4 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dipengaruhi oleh ekspektasi arus kas masa depan, risiko, biaya modal, pertumbuhan, dan kualitas manajemen.

9.5 Trade-off Dividen dan Reinvestasi

Dividen memberi manfaat langsung kepada pemegang saham. Reinvestasi memberi peluang pertumbuhan. Keputusan terbaik bergantung pada kualitas peluang investasi dan kebutuhan likuiditas perusahaan.

9.6 Kesimpulan Bab 9

Kebijakan dividen bukan hanya soal membagikan laba. Ini adalah keputusan strategis tentang bagaimana perusahaan menyeimbangkan kepuasan pemegang saham saat ini dan pertumbuhan masa depan.

Bab 10. Etika, Tata Kelola, dan Masa Depan Manajemen Keuangan

10.1 Etika Keuangan

Etika keuangan berkaitan dengan kejujuran, transparansi, tanggung jawab, dan keadilan dalam pengambilan keputusan keuangan. Manipulasi laporan keuangan, penyalahgunaan dana, insider trading, dan konflik kepentingan dapat merusak kepercayaan.

10.2 Tata Kelola Perusahaan

Tata kelola perusahaan atau corporate governance adalah sistem yang mengatur hubungan antara manajemen, dewan komisaris, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lainnya.

Prinsip utama tata kelola:

- Transparansi.
- Akuntabilitas.
- Tanggung jawab.
- Independensi.
- Kewajaran.

10.3 Manajemen Risiko Modern

Perusahaan modern menghadapi risiko yang semakin kompleks, termasuk risiko pasar, risiko teknologi, risiko siber, risiko regulasi, risiko lingkungan, dan risiko reputasi.

10.4 Teknologi dalam Manajemen Keuangan

Teknologi mengubah cara perusahaan mengelola keuangan. Sistem ERP, analitik data, kecerdasan buatan, otomatisasi akuntansi, dan pembayaran digital membuat proses keuangan lebih cepat, tetapi juga menuntut pengendalian internal yang lebih kuat.

10.5 Keuangan Berkelanjutan

Keuangan berkelanjutan memperhatikan dampak sosial dan lingkungan dari keputusan keuangan. Perusahaan tidak lagi hanya dinilai dari laba, tetapi juga dari cara laba tersebut dihasilkan.

10.6 Kesimpulan Bab 10

Masa depan manajemen keuangan menuntut kombinasi antara kemampuan teknis, etika, teknologi, dan kepedulian terhadap keberlanjutan. Manajer keuangan yang baik bukan hanya ahli angka, tetapi juga penjaga kepercayaan.

Penutup

Buku **Financial Management** ini memperkenalkan dasar-dasar penting dalam pengelolaan keuangan: laporan keuangan, nilai waktu uang, risiko, biaya modal, anggaran, investasi, pendanaan, modal kerja, dividen, dan tata kelola. Inti dari seluruh pembahasan adalah bahwa keputusan keuangan harus mempertimbangkan **nilai, risiko, arus kas, waktu, dan etika**.

Copilot for this article: ChatGPT, Access date: 15 Juni 2026. Author's account ([Rudy C Tarumingkeng](#)). <https://chatgpt.com/c/6a2cee2b-3164-83ec-93a9-372bbc212df0>

Daftar Isi

Introduksi

Ringkasan

Bab 1. Pengantar Financial Management

Bab 2. Laporan Keuangan dan Analisis Dasar

Bab 3. Time Value of Money

Bab 4. Risiko, Return, dan Biaya Modal

Bab 5. Perencanaan Keuangan dan Anggaran

Bab 6. Capital Budgeting dan Keputusan Investasi

Bab 7. Struktur Modal dan Pendanaan Perusahaan

Bab 8. Manajemen Modal Kerja

Bab 9. Dividen, Pertumbuhan, dan Nilai Perusahaan

Bab 10. Etika, Tata Kelola, dan Masa Depan Manajemen Keuangan

Penutup

BAB 1

PENGANTAR FINANCIAL MANAGEMENT

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Dasar-dasar pengelolaan keuangan untuk nilai, keberlanjutan, dan keputusan bisnis

1 APA ITU FINANCIAL MANAGEMENT?



Financial Management adalah proses perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, dan pengendalian sumber daya keuangan untuk mencapai tujuan organisasi secara efektif dan efisien.

2 TUJUAN UTAMA



Memaksimalkan nilai perusahaan



Menjaga likuiditas



Meningkatkan profitabilitas



Mengelola risiko keuangan



Mendukung pertumbuhan berkelanjutan

3 MENGAPA PENTING?



Menjadi dasar pengambilan keputusan bisnis



Menjaga kesehatan keuangan organisasi



Menghubungkan strategi dengan sumber daya



Membantu efisiensi dan akuntabilitas

4 KEPUTUSAN KEUANGAN INTI



Keputusan Investasi



Keputusan Pendanaan



Keputusan Dividen

Tiga keputusan ini membentuk arah nilai dan struktur keuangan perusahaan.

5 KONSEP DASAR



Time Value of Money



Risk and Return



Cash Flow



Cost of Capital



Capital Structure



Working Capital

6 FUNGSI MANAJER KEUANGAN



Perencanaan keuangan



Penganggaran dan forecasting



Pengendalian kas



Analisis investasi



Pengelolaan pembiayaan



Monitoring kinerja keuangan

7 LINGKUNGAN DAN PEMANGKU KEPENTINGAN



Pemilik/
Investor



Manajemen



Kreditur



Pemerintah



Karyawan



Pelanggan



Pasar
Keuangan

8 TANTANGAN ERA MODERN



Digital finance
dan fintech



AI analytics



Volatilitas pasar global



Tata kelola dan
kepatuhan



Sustainability dan ESG

9 INTISARI BAB

“ Financial Management bukan sekadar menghitung uang, tetapi seni dan ilmu mengarahkan keputusan keuangan untuk menciptakan nilai, stabilitas, dan masa depan organisasi. ”



Bab 1. Pengantar Financial Management

Abstrak

Financial Management atau manajemen keuangan merupakan disiplin penting dalam pengambilan keputusan bisnis karena berkaitan dengan cara organisasi memperoleh dana, menggunakan dana, mengelola risiko, menjaga likuiditas, serta menciptakan nilai jangka panjang. Bab ini membahas konsep dasar financial management, tujuan utama pengelolaan keuangan, fungsi manajer keuangan, keputusan investasi, keputusan pendanaan, pengelolaan modal kerja, hubungan risiko dan return, nilai waktu uang, serta pentingnya tata kelola perusahaan. Dalam konteks modern, financial management tidak hanya berfokus pada laba, tetapi juga pada keberlanjutan, akuntabilitas, transparansi, dan penciptaan nilai bagi pemangku kepentingan. Secara akademik, bidang ini dipengaruhi oleh teori portofolio, teori struktur modal, Capital Asset Pricing Model, agency theory, pecking order theory, dan efficient market hypothesis. Bab ini menjadi fondasi awal untuk memahami bagaimana keputusan keuangan memengaruhi kelangsungan, pertumbuhan, dan nilai perusahaan.

Kata Kunci

Financial management; manajemen keuangan; investasi; pendanaan; modal kerja; risiko; return; nilai perusahaan; tata kelola; time value of money.

1. Pendahuluan

Financial Management adalah salah satu pilar utama dalam ilmu bisnis. Setiap organisasi, baik perusahaan besar, usaha kecil, lembaga publik, maupun organisasi nirlaba, membutuhkan pengelolaan keuangan yang baik agar dapat bertahan dan berkembang. Tanpa pengelolaan keuangan yang memadai, organisasi dapat mengalami kesulitan kas, salah memilih investasi, terlalu bergantung pada utang, atau gagal mencapai tujuan jangka panjang.

Dalam literatur keuangan modern, manajer keuangan biasanya menghadapi tiga kelompok keputusan utama: **working capital management**, **capital budgeting**, dan **capital structure**. OpenStax menjelaskan bahwa pengelolaan modal kerja berfokus pada aset dan kewajiban jangka pendek, capital budgeting berfokus pada aset jangka panjang, sedangkan capital structure berkaitan dengan kombinasi utang dan ekuitas jangka panjang. ([OpenStax](#))

Dengan kata lain, financial management menjawab tiga pertanyaan besar. Pertama, **investasi apa yang harus dilakukan?** Kedua, **dari mana dana diperoleh?** Ketiga, **bagaimana dana dikelola agar operasi berjalan lancar?**

2. Definisi Financial Management

Financial Management dapat didefinisikan sebagai proses perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, dan pengendalian sumber daya keuangan untuk mencapai tujuan organisasi. Dalam perusahaan, tujuan tersebut biasanya berkaitan dengan peningkatan nilai perusahaan, pertumbuhan laba, kestabilan arus kas, dan keberlanjutan bisnis.

Manajemen keuangan tidak hanya berbicara tentang uang masuk dan uang keluar. Lebih luas dari itu, financial management mencakup analisis risiko, perencanaan investasi, struktur pendanaan, strategi dividen, pengendalian biaya, pengelolaan aset, dan pelaporan kinerja keuangan.

Financial management berbeda dari akuntansi, meskipun keduanya saling berhubungan. Akuntansi terutama berfokus pada pencatatan, pengukuran, dan pelaporan transaksi keuangan. Financial management menggunakan informasi akuntansi tersebut untuk mengambil keputusan. Dengan demikian, akuntansi menyediakan data, sedangkan manajemen keuangan menggunakan data itu untuk membuat keputusan strategis.

3. Tujuan Financial Management

Tujuan utama financial management adalah menciptakan nilai. Dalam perusahaan, nilai sering dihubungkan dengan nilai pemegang saham, nilai pasar perusahaan, dan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas masa depan. Namun, dalam pendekatan modern, penciptaan nilai tidak hanya diukur dari laba, tetapi juga dari keberlanjutan, tata kelola, reputasi, dan kemampuan perusahaan mengelola risiko.

Tujuan financial management dapat diringkas sebagai berikut:

Pertama, **memaksimalkan nilai perusahaan**. Perusahaan bernilai tinggi jika mampu menghasilkan arus kas masa depan yang kuat, stabil, dan memiliki risiko yang terkendali.

Kedua, **menjaga likuiditas**. Likuiditas berarti kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek. Perusahaan yang laba secara akuntansi belum tentu aman jika tidak memiliki kas yang cukup.

Ketiga, **meningkatkan profitabilitas**. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari penjualan, aset, dan modal yang digunakan.

Keempat, **mengelola risiko**. Setiap keputusan keuangan mengandung risiko. Risiko dapat berasal dari pasar, suku bunga, nilai tukar, gagal bayar pelanggan, perubahan teknologi, hingga perubahan regulasi.

Kelima, **mendukung pertumbuhan berkelanjutan**. Pertumbuhan yang terlalu cepat tanpa manajemen modal kerja yang baik dapat menimbulkan krisis kas. Sebaliknya, pertumbuhan yang terlalu lambat dapat membuat perusahaan tertinggal dari pesaing.

4. Tiga Keputusan Utama dalam Financial Management

4.1 Keputusan Investasi

Keputusan investasi berkaitan dengan penggunaan dana untuk membeli atau membangun aset yang diharapkan menghasilkan manfaat di masa depan. Contohnya adalah pembelian mesin, pembukaan cabang baru, investasi teknologi, pengembangan produk, atau akuisisi perusahaan lain.

Dalam capital budgeting, keputusan investasi biasanya dievaluasi menggunakan metode seperti Net Present Value, Internal Rate of Return, Payback Period, dan Profitability Index. OpenStax menjelaskan bahwa metode NPV menggunakan konsep time value of money, yaitu seluruh arus kas didiskontokan ke nilai sekarang untuk dibandingkan; proyek dengan NPV positif umumnya diterima, sedangkan NPV negatif ditolak. ([OpenStax](#))

4.2 Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan berkaitan dengan cara perusahaan memperoleh dana. Dana dapat berasal dari modal sendiri, laba ditahan, pinjaman bank, penerbitan obligasi, penerbitan saham, leasing, atau sumber pendanaan lainnya.

Pertanyaan utama dalam keputusan pendanaan adalah: berapa banyak utang yang sebaiknya digunakan? Berapa banyak ekuitas yang diperlukan? Apakah perusahaan lebih baik membiayai proyek dengan laba ditahan, pinjaman, atau penerbitan saham baru?

Teori struktur modal klasik berawal dari Modigliani dan Miller yang menunjukkan bahwa dalam kondisi pasar sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, dalam dunia nyata terdapat pajak, biaya kebangkrutan, asimetri informasi, dan konflik keagenan yang membuat struktur modal menjadi keputusan penting. ([JSTOR](#))

4.3 Keputusan Modal Kerja

Keputusan modal kerja berkaitan dengan pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar. Aset lancar mencakup kas, piutang, dan persediaan. Kewajiban lancar mencakup utang usaha, pinjaman jangka pendek, dan kewajiban operasional lain.

OpenStax menjelaskan bahwa tujuan working capital management adalah menjaga modal kerja yang memadai agar perusahaan dapat memenuhi kebutuhan operasional, membayar kewajiban saat jatuh tempo, dan mempertahankan tingkat aset lancar yang optimal. ([OpenStax](#))

5. Fungsi Manajer Keuangan

Manajer keuangan memiliki peran strategis dalam organisasi. Tugasnya bukan hanya mencatat pengeluaran, tetapi juga membantu menentukan arah perusahaan.

Fungsi utama manajer keuangan meliputi:

Perencanaan keuangan. Manajer keuangan menyusun proyeksi pendapatan, biaya, laba, arus kas, dan kebutuhan dana.

Penganggaran. Anggaran membantu perusahaan mengalokasikan dana ke berbagai kegiatan secara disiplin.

Analisis laporan keuangan. Laporan laba rugi, neraca, dan arus kas dianalisis untuk menilai kesehatan perusahaan.

Evaluasi investasi. Manajer keuangan menilai apakah proyek layak dijalankan berdasarkan arus kas, risiko, dan biaya modal.

Pengelolaan kas. Kas harus cukup untuk operasi, tetapi tidak boleh terlalu banyak menganggur tanpa menghasilkan return.

Pengelolaan risiko. Risiko keuangan perlu diidentifikasi, diukur, dan dikendalikan.

Pengambilan keputusan strategis. Manajer keuangan berperan dalam merger, akuisisi, ekspansi, restrukturisasi utang, dan kebijakan dividen.

6. Konsep Nilai Waktu Uang

Nilai waktu uang atau **time value of money** adalah konsep dasar dalam financial management. Prinsipnya sederhana: uang hari ini lebih bernilai daripada jumlah uang yang sama di masa depan karena uang hari ini dapat diinvestasikan dan menghasilkan return.

Dua konsep utama dalam nilai waktu uang adalah:

Future Value

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

Present Value

$$PV = FV / (1 + r)^n$$

Keterangan:

PV = nilai sekarang

FV = nilai masa depan

r = tingkat return atau bunga

n = jumlah periode

Konsep ini penting dalam penilaian obligasi, saham, proyek investasi, kredit, leasing, pensiun, dan valuasi perusahaan.

7. Risiko dan Return

Dalam keuangan, return adalah hasil yang diharapkan dari investasi, sedangkan risiko adalah ketidakpastian terhadap hasil tersebut. Umumnya, investor meminta return yang lebih tinggi untuk aset yang lebih berisiko.

Teori portofolio modern dikembangkan oleh Markowitz melalui konsep diversifikasi dan mean-variance analysis. Markowitz menunjukkan bahwa risiko portofolio tidak hanya ditentukan oleh risiko masing-masing aset, tetapi juga oleh hubungan antar-aset dalam portofolio. ([Wiley Online Library](#))

Sharpe kemudian mengembangkan Capital Asset Pricing Model, yang menjelaskan hubungan antara risiko sistematis dan expected return. CAPM memperkenalkan beta sebagai ukuran sensitivitas aset terhadap pasar. ([Wiley Online Library](#))

Rumus CAPM:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = expected return aset

R_f = risk-free rate

β_i = beta aset

$E(R_m)$ = expected return pasar

8. Laporan Keuangan sebagai Dasar Keputusan

Financial management membutuhkan informasi yang akurat. Laporan keuangan adalah sumber utama informasi tersebut.

Tiga laporan utama yang sering digunakan adalah:

Laporan laba rugi, yang menunjukkan pendapatan, biaya, dan laba.

Neraca, yang menunjukkan posisi aset, kewajiban, dan ekuitas.

Laporan arus kas, yang menunjukkan arus kas dari operasi, investasi, dan pendanaan.

Manajer keuangan harus memahami bahwa laba tidak selalu sama dengan kas. Perusahaan dapat mencatat laba, tetapi mengalami kesulitan likuiditas jika piutang tidak tertagih atau persediaan terlalu besar.

9. Rasio Keuangan Dasar

Analisis rasio membantu menilai kinerja perusahaan.

Current Ratio

Aset Lancar / Kewajiban Lancar

Debt to Equity Ratio

Total Utang / Total Ekuitas

Net Profit Margin

Laba Bersih / Penjualan

Return on Assets

Laba Bersih / Total Aset

Return on Equity

Laba Bersih / Ekuitas

Asset Turnover

Penjualan / Total Aset

Rasio keuangan tidak boleh dibaca secara terpisah. Current ratio tinggi belum tentu baik jika persediaan menumpuk. Debt to equity rendah belum tentu optimal jika perusahaan kehilangan peluang pertumbuhan. Karena

itu, rasio harus dianalisis bersama konteks industri, strategi, siklus bisnis, dan kondisi ekonomi.

10. Struktur Modal

Struktur modal adalah kombinasi utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai asetnya. Utang memiliki biaya bunga, tetapi bunga sering dapat mengurangi beban pajak. Ekuitas tidak memiliki kewajiban pembayaran tetap, tetapi dapat menimbulkan dilusi kepemilikan.

Teori struktur modal berkembang dari Modigliani dan Miller, kemudian diperluas oleh trade-off theory, pecking order theory, signaling theory, dan agency theory.

Myers dan Majluf menjelaskan bahwa asimetri informasi dapat memengaruhi keputusan pendanaan. Manajemen yang memiliki informasi lebih banyak daripada investor eksternal cenderung memilih pendanaan internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir menerbitkan saham baru. ([SSRN](#))

Ross menjelaskan bahwa struktur keuangan juga dapat menjadi sinyal bagi pasar. Dalam signaling theory, keputusan pendanaan dapat mencerminkan keyakinan manajemen terhadap prospek perusahaan. ([ResearchGate](#))

11. Agency Theory dalam Financial Management

Agency theory membahas hubungan antara pemilik perusahaan dan manajer. Pemilik mengharapkan manajer bertindak demi kepentingan perusahaan, tetapi manajer dapat memiliki kepentingan pribadi.

Jensen dan Meckling menjelaskan agency costs sebagai biaya yang muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian. Konflik dapat terjadi antara pemegang saham dan manajer, atau antara pemegang saham dan kreditur. ([Joseph Mahoney's Home Page](#))

Contoh agency problem:

Manajer menggunakan dana perusahaan untuk kepentingan pribadi.

Manajer mengambil proyek yang memperbesar perusahaan tetapi tidak meningkatkan nilai.

Pemegang saham mendorong proyek berisiko tinggi karena sebagian kerugian ditanggung kreditur.

Manajer menahan kas terlalu banyak untuk memperbesar kontrol internal.

Jensen juga mengembangkan gagasan free cash flow, yaitu kelebihan kas yang dapat menimbulkan masalah jika tidak digunakan secara produktif.

([SSRN](#))

12. Efficient Market Hypothesis

Efficient Market Hypothesis menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi yang tersedia. Fama mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar di mana harga "fully reflect" informasi yang tersedia. ([JSTOR](#))

EMH biasanya dibagi menjadi tiga bentuk:

Weak form efficiency: harga mencerminkan informasi historis.

Semi-strong form efficiency: harga mencerminkan seluruh informasi publik.

Strong form efficiency: harga mencerminkan seluruh informasi, termasuk informasi privat.

Implikasinya penting bagi financial management. Jika pasar relatif efisien, maka keputusan perusahaan seperti penerbitan saham, pengumuman laba, merger, dan perubahan dividen dapat segera tercermin dalam harga pasar.

13. Tata Kelola Perusahaan

Corporate governance adalah sistem yang mengatur hubungan antara manajemen, dewan direksi, pemegang saham, kreditur, regulator, dan pemangku kepentingan lain.

G20/OECD Principles of Corporate Governance bertujuan membantu pembuat kebijakan memperbaiki kerangka hukum, regulasi, dan institusi tata kelola perusahaan, sekaligus mendukung efisiensi ekonomi, pertumbuhan berkelanjutan, dan stabilitas keuangan. ([OECD](#))

Prinsip dasar tata kelola mencakup:

Transparansi.

Akuntabilitas.

Perlindungan hak pemegang saham.

Kewajaran terhadap pemangku kepentingan.

Tanggung jawab dewan.

Pengungkapan informasi yang relevan.

Pengendalian risiko.

Financial management yang baik membutuhkan governance yang baik. Tanpa tata kelola, keputusan keuangan dapat bias, tidak transparan, dan merugikan perusahaan.

14. Financial Management dalam Konteks Strategis

Financial management harus selaras dengan strategi perusahaan. Jika strategi perusahaan adalah ekspansi, maka keuangan harus memastikan dana tersedia dan risiko terkendali. Jika strategi perusahaan adalah efisiensi, maka keuangan harus fokus pada pengendalian biaya, produktivitas aset, dan perbaikan margin.

Contoh hubungan strategi dan keuangan:

Strategi ekspansi membutuhkan capital budgeting.

Strategi digitalisasi membutuhkan investasi teknologi.

Strategi efisiensi membutuhkan pengendalian biaya.

Strategi pertumbuhan membutuhkan modal kerja.

Strategi keberlanjutan membutuhkan investasi ESG.

15. Financial Management dan Keberlanjutan

Dalam era modern, financial management semakin terkait dengan keberlanjutan. Investor, regulator, pelanggan, dan masyarakat mulai memperhatikan bagaimana perusahaan menghasilkan laba.

Keputusan keuangan tidak hanya mempertimbangkan return, tetapi juga risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola. Perusahaan dengan praktik ESG yang buruk dapat menghadapi risiko reputasi, denda regulasi, penurunan akses pendanaan, atau kehilangan pelanggan.

Keuangan berkelanjutan menuntut manajer keuangan untuk mengintegrasikan risiko iklim, efisiensi energi, dampak sosial, dan tata kelola dalam keputusan investasi dan pendanaan.

16. Financial Management di Era Digital

Digitalisasi mengubah praktik financial management. Teknologi seperti enterprise resource planning, artificial intelligence, big data analytics, cloud accounting, dan digital payment membuat proses keuangan lebih cepat dan akurat.

Namun, teknologi juga membawa risiko baru. Risiko siber, kebocoran data, manipulasi sistem, dan ketergantungan pada algoritma menjadi tantangan baru bagi manajer keuangan.

Manajer keuangan modern perlu memahami:

Analitik data.

Otomatisasi proses keuangan.

Keamanan siber.

Sistem pelaporan digital.

Pengendalian internal berbasis teknologi.

Penggunaan AI untuk forecasting dan fraud detection.

17. Kesimpulan

Financial Management adalah fondasi pengambilan keputusan dalam organisasi. Bab ini menunjukkan bahwa manajemen keuangan mencakup keputusan investasi, pendanaan, modal kerja, risiko, return, tata kelola, dan penciptaan nilai.

Manajer keuangan harus memahami laporan keuangan, nilai waktu uang, biaya modal, struktur modal, risiko, dan pasar modal. Lebih dari itu, manajer keuangan harus mampu berpikir strategis, etis, dan berorientasi jangka panjang.

Dalam dunia bisnis modern, financial management tidak hanya bertujuan menghasilkan laba, tetapi juga menjaga likuiditas, mengelola risiko, memperkuat tata kelola, mendukung keberlanjutan, dan menciptakan nilai bagi pemangku kepentingan.

Glossarium

Agency Cost: Biaya yang muncul akibat konflik kepentingan antara pemilik dan manajer.

Capital Budgeting: Proses evaluasi investasi jangka panjang.

Capital Structure: Kombinasi utang dan ekuitas perusahaan.

Cash Flow: Arus masuk dan keluar kas.

Current Ratio: Rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar.

Debt to Equity Ratio: Rasio total utang terhadap ekuitas.

Discount Rate: Tingkat diskonto untuk menghitung nilai sekarang.

Dividend: Pembagian laba kepada pemegang saham.

Efficient Market Hypothesis: Teori bahwa harga pasar mencerminkan informasi yang tersedia.

Equity: Modal pemilik dalam perusahaan.

Financial Management: Pengelolaan sumber daya keuangan untuk mencapai tujuan organisasi.

Future Value: Nilai masa depan dari uang saat ini.

Internal Rate of Return: Tingkat diskonto yang membuat NPV sama dengan nol.

Liquidity: Kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek.

Net Present Value: Selisih nilai sekarang arus kas masuk dan keluar.

Present Value: Nilai sekarang dari arus kas masa depan.

Profitability: Kemampuan menghasilkan laba.

Risk: Ketidakpastian hasil keuangan.

Return: Hasil dari investasi.

Time Value of Money: Konsep bahwa uang hari ini lebih bernilai daripada uang di masa depan.

WACC: Rata-rata tertimbang biaya modal.

Working Capital: Selisih aset lancar dan kewajiban lancar.

Daftar Pustaka — APA 7

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. doi: 10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. doi: 10.2307/1818789

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. doi: 10.2307/1924119

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. doi: 10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x

Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261–275. doi: 10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. doi: 10.2307/1809766

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. doi: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. doi: 10.2307/3003485

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. doi: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x

This is general information only and not financial advice. For personal guidance, please talk to a licensed professional.

BAB 2

LAPORAN KEUANGAN DAN ANALISIS DASAR

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Memahami posisi keuangan, kinerja, arus kas, dan rasio untuk pengambilan keputusan bisnis

1 APA ITU LAPORAN KEUANGAN?

Laporan keuangan adalah penyajian terstruktur mengenai posisi keuangan, kinerja, arus kas, dan perubahan ekuitas organisasi dalam suatu periode.



2 TUJUAN UTAMA

- Menyediakan informasi bagi pengambilan keputusan
- Menilai kesehatan keuangan organisasi
- Mendukung akuntabilitas dan transparansi
- Menjadi dasar evaluasi manajerial
- Membantu investor, kreditur, dan manajemen

3 KOMPONEN LAPORAN KEUANGAN



Kelima komponen saling melengkapi untuk membaca kondisi dan kinerja perusahaan.

4 MENGAPA PENTING?

- ✓ Menilai likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas
- ✓ Membaca efisiensi penggunaan aset
- ✓ Mengidentifikasi risiko dan kelemahan operasional
- ✓ Menjadi dasar perencanaan, pengendalian, dan strategi

5 TEKNIK ANALISIS DASAR



Analisis Horizontal



Analisis Vertikal (Common Size)



Analisis Tren



Analisis Rasio



Analisis Arus Kas

6 RASIO KEUANGAN UTAMA

- A. Likuiditas**
Current Ratio, Quick Ratio
- B. Solvabilitas**
Debt to Equity, Debt Ratio
- C. Profitabilitas**
Net Profit Margin, ROA, ROE
- D. Aktivitas**
Perputaran Persediaan, Perputaran Piutang

7 ALUR MEMBACA LAPORAN



8 HAL YANG PERLU DIWASPADAI

- ⚠ Laba tidak selalu sama dengan kas
- ⚠ Rasio harus dibaca sesuai konteks industri
- ⚠ Perlu melihat tren, bukan satu angka saja
- ⚠ Catatan atas laporan keuangan sangat penting
- ⚠ Kualitas laba dan tata kelola harus diperhatikan

9 INTISARI BAB

“Laporan keuangan bukan sekadar kumpulan angka, melainkan peta ekonomi organisasi untuk memahami kinerja, risiko, dan arah keputusan keuangan.”



Bab 2. Laporan Keuangan dan Analisis Dasar

Beberapa rujukan inti yang relevan: IAS 1 mengatur struktur dan persyaratan minimum penyajian laporan keuangan; Altman dan Beaver adalah rujukan klasik untuk penggunaan rasio dalam prediksi kegagalan perusahaan; Nissim & Penman menghubungkan analisis rasio dengan valuasi ekuitas; Dechow, Ge, & Schrand membahas kualitas laba sebagai konsep yang bergantung pada konteks keputusan. ([IFRS Foundation](#))

Abstrak

Laporan keuangan merupakan fondasi utama dalam praktik *financial management* karena menyediakan informasi sistematis mengenai posisi keuangan, kinerja, arus kas, perubahan ekuitas, serta catatan penting mengenai kebijakan akuntansi dan risiko organisasi. Dalam konteks manajemen keuangan modern, laporan keuangan tidak hanya berfungsi sebagai dokumen pelaporan historis, tetapi juga sebagai instrumen analitis untuk memahami kesehatan keuangan, menilai efisiensi operasional, mengukur likuiditas, mengevaluasi struktur pendanaan, memperkirakan kemampuan menghasilkan kas, serta mendukung pengambilan keputusan investasi, pendanaan, dan dividen. Bab ini membahas konsep dasar laporan keuangan, komponen utama laporan keuangan, prinsip pembacaan laporan, teknik analisis horizontal, vertikal, dan rasio, serta keterkaitannya dengan pengambilan keputusan manajerial.

Pembahasan dimulai dengan penjelasan mengenai tujuan laporan keuangan dan peran informasi akuntansi dalam mengurangi asimetri informasi antara manajemen, investor, kreditur, pemerintah, karyawan, dan pemangku kepentingan lainnya. Selanjutnya, bab ini menguraikan lima komponen utama laporan keuangan, yaitu laporan posisi keuangan,

laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, serta catatan atas laporan keuangan. Setiap laporan dibahas dari perspektif manajemen keuangan: apa informasi yang dikandungnya, bagaimana membacanya, dan bagaimana informasi tersebut digunakan untuk menilai kemampuan organisasi menciptakan nilai.

Bab ini juga membahas analisis dasar laporan keuangan melalui pendekatan *common-size analysis*, analisis tren, analisis rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, aktivitas, dan pasar. Secara konseptual, analisis laporan keuangan harus dilakukan secara hati-hati karena angka akuntansi dipengaruhi oleh metode pencatatan, estimasi manajemen, karakteristik industri, siklus bisnis, inflasi, kualitas tata kelola, serta strategi perusahaan. Oleh karena itu, rasio keuangan tidak boleh dipahami sebagai angka mekanis, melainkan sebagai indikator yang perlu ditafsirkan dalam konteks bisnis. Bab ini menekankan bahwa laporan keuangan yang baik bukan sekadar kumpulan angka, melainkan narasi ekonomi tentang bagaimana organisasi memperoleh sumber daya, mengelolanya, menghasilkan laba, menciptakan arus kas, dan membangun keberlanjutan.

Kata Kunci: *laporan keuangan, analisis rasio, manajemen keuangan, likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, arus kas, kualitas laba, pengambilan keputusan keuangan.*

1. Pendahuluan

Dalam manajemen keuangan, keputusan yang baik harus didasarkan pada informasi yang baik. Manajer keuangan tidak dapat mengambil keputusan investasi, pendanaan, pengendalian biaya, pengelolaan kas, penentuan struktur modal, atau evaluasi kinerja hanya berdasarkan intuisi. Ia membutuhkan data yang terorganisasi, dapat dibandingkan, dapat

diverifikasi, dan relevan terhadap tujuan organisasi. Di sinilah laporan keuangan memainkan peran sentral.

Laporan keuangan adalah representasi terstruktur mengenai posisi keuangan dan kinerja keuangan suatu entitas. Ia menggambarkan bagaimana aset diperoleh, bagaimana kewajiban dikelola, bagaimana modal pemilik berkembang, bagaimana pendapatan dan biaya menghasilkan laba atau rugi, serta bagaimana aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan memengaruhi kas. Dalam bahasa yang lebih sederhana, laporan keuangan adalah "peta ekonomi" organisasi. Peta ini tidak selalu menunjukkan seluruh realitas bisnis secara sempurna, tetapi memberikan kerangka penting untuk membaca arah, kekuatan, kelemahan, dan risiko organisasi.

Pada tingkat dasar, laporan keuangan menjawab beberapa pertanyaan utama. Pertama, seberapa besar sumber daya yang dimiliki organisasi? Pertanyaan ini dijawab terutama oleh laporan posisi keuangan. Kedua, apakah organisasi menghasilkan laba? Pertanyaan ini dijawab oleh laporan laba rugi. Ketiga, apakah laba tersebut didukung oleh kas? Pertanyaan ini dijawab oleh laporan arus kas. Keempat, bagaimana kekayaan pemilik berubah dari waktu ke waktu? Pertanyaan ini dijawab oleh laporan perubahan ekuitas. Kelima, asumsi, kebijakan, estimasi, dan rincian apa yang menjelaskan angka-angka tersebut? Pertanyaan ini dijawab oleh catatan atas laporan keuangan.

Dalam praktik bisnis modern, laporan keuangan tidak hanya digunakan oleh akuntan. Investor menggunakannya untuk menilai prospek perusahaan. Kreditur menggunakannya untuk menilai kemampuan membayar pinjaman. Manajemen menggunakannya untuk mengevaluasi strategi dan efisiensi. Pemerintah menggunakannya untuk kepentingan perpajakan dan regulasi. Karyawan menggunakannya untuk memahami stabilitas organisasi. Pemasok dan pelanggan besar menggunakannya untuk menilai kelayakan hubungan bisnis jangka panjang. Dengan

demikian, laporan keuangan merupakan bahasa bersama dalam dunia bisnis.

Namun, membaca laporan keuangan memerlukan literasi analitis. Banyak orang berhenti pada laba bersih, padahal laba bersih hanya satu bagian dari cerita. Perusahaan dapat mencatat laba, tetapi mengalami kesulitan kas. Perusahaan dapat memiliki aset besar, tetapi sebagian asetnya kurang produktif. Perusahaan dapat tumbuh cepat, tetapi pertumbuhan tersebut didanai oleh utang berisiko tinggi. Perusahaan dapat memiliki margin laba tinggi, tetapi gagal mengelola modal kerja. Karena itu, analisis dasar laporan keuangan diperlukan agar angka-angka tersebut dapat ditafsirkan secara bermakna.

Bab ini bertujuan memberikan pengantar komprehensif mengenai laporan keuangan dan analisis dasar dalam konteks *financial management*.

Fokusnya bukan hanya pada aspek teknis akuntansi, tetapi pada bagaimana laporan keuangan digunakan untuk pengambilan keputusan manajerial. Dengan demikian, bab ini menjadi jembatan antara akuntansi sebagai sistem pencatatan dan manajemen keuangan sebagai proses penciptaan nilai.

2. Hakikat Laporan Keuangan dalam Financial Management

Laporan keuangan pada dasarnya adalah hasil akhir dari proses akuntansi. Setiap transaksi bisnis dicatat, diklasifikasikan, diringkas, dan dilaporkan dalam format tertentu. Akan tetapi, dalam perspektif *financial management*, laporan keuangan tidak berhenti sebagai dokumen administratif. Ia menjadi instrumen strategis.

Manajemen keuangan berfokus pada tiga keputusan utama: keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen atau distribusi hasil. Ketiga keputusan ini sangat bergantung pada informasi laporan keuangan. Keputusan investasi memerlukan informasi tentang aset,

pendapatan, biaya, laba, dan arus kas. Keputusan pendanaan memerlukan informasi tentang utang, ekuitas, beban bunga, kemampuan membayar, dan risiko solvabilitas. Keputusan dividen memerlukan informasi tentang laba ditahan, kebutuhan investasi, arus kas bebas, dan keberlanjutan perusahaan.

Laporan keuangan juga membantu manajemen menjawab pertanyaan tentang efisiensi dan efektivitas. Efisiensi berkaitan dengan seberapa hemat sumber daya digunakan untuk menghasilkan output. Efektivitas berkaitan dengan sejauh mana organisasi mencapai tujuan. Misalnya, perusahaan dapat meningkatkan penjualan, tetapi bila biaya meningkat lebih cepat daripada penjualan, profitabilitas dapat menurun. Sebaliknya, perusahaan dapat menekan biaya, tetapi bila penekanan biaya merusak kualitas produk dan kepuasan pelanggan, keberlanjutan jangka panjang dapat terganggu.

Oleh karena itu, laporan keuangan harus dibaca secara integratif. Laporan posisi keuangan, laba rugi, arus kas, perubahan ekuitas, dan catatan atas laporan keuangan tidak berdiri sendiri. Setiap laporan saling melengkapi. Laporan laba rugi menunjukkan kinerja selama periode tertentu, tetapi laporan posisi keuangan menunjukkan posisi pada akhir periode. Laporan arus kas menjelaskan apakah laba benar-benar menghasilkan kas. Catatan atas laporan keuangan memberi konteks mengenai metode, estimasi, dan rincian angka.

Contohnya, sebuah perusahaan ritel dapat melaporkan peningkatan pendapatan sebesar 25 persen. Pada pandangan awal, ini tampak positif. Namun, laporan posisi keuangan menunjukkan bahwa persediaan meningkat 60 persen dan piutang meningkat 50 persen. Laporan arus kas menunjukkan bahwa kas dari operasi negatif. Analisis yang lebih cermat dapat menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan diperoleh melalui kredit longgar, diskon besar, atau akumulasi persediaan yang belum terjual. Dengan kata lain, pertumbuhan pendapatan belum tentu mencerminkan kesehatan keuangan.

Di sinilah pentingnya analisis dasar laporan keuangan. Analisis dasar membantu pembaca laporan keuangan membedakan antara pertumbuhan yang sehat dan pertumbuhan yang rapuh, antara laba yang berkualitas dan laba yang lemah, antara likuiditas yang aman dan likuiditas yang semu, serta antara struktur modal yang produktif dan struktur modal yang berisiko.

3. Tujuan Laporan Keuangan

Tujuan utama laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang berguna bagi pengguna dalam pengambilan keputusan ekonomi. Informasi tersebut mencakup posisi keuangan, kinerja keuangan, arus kas, serta perubahan dalam struktur modal organisasi. Pengguna laporan keuangan dapat berasal dari internal maupun eksternal organisasi.

Bagi manajemen, laporan keuangan digunakan untuk perencanaan dan pengendalian. Manajemen dapat membandingkan realisasi dengan anggaran, menilai unit bisnis yang menguntungkan, mengidentifikasi biaya yang meningkat, mengevaluasi kebutuhan modal kerja, dan merumuskan strategi pembiayaan. Laporan keuangan juga menjadi dasar penyusunan target kinerja dan indikator pengawasan.

Bagi investor, laporan keuangan digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan menciptakan nilai. Investor ingin mengetahui apakah perusahaan mampu menghasilkan laba yang berkelanjutan, apakah aset digunakan secara efisien, apakah utang terkendali, dan apakah perusahaan memiliki prospek pertumbuhan. Investor tidak hanya memperhatikan laba saat ini, tetapi juga kualitas laba, risiko, dan arus kas masa depan.

Bagi kreditur, laporan keuangan digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan membayar kewajiban. Kreditur memperhatikan likuiditas, solvabilitas, stabilitas arus kas, jaminan aset, dan rasio cakupan bunga. Perusahaan yang menguntungkan tetapi kekurangan kas dapat tetap

berisiko bagi kreditur. Karena itu, kreditur sering memberi perhatian besar pada laporan arus kas dan struktur utang.

Bagi pemerintah dan regulator, laporan keuangan berfungsi untuk kepatuhan, pengawasan, perpajakan, dan perlindungan kepentingan publik. Perusahaan terbuka, lembaga keuangan, dan badan usaha strategis memiliki kewajiban pelaporan yang lebih ketat karena dampaknya terhadap investor, deposan, pasar modal, dan perekonomian.

Bagi masyarakat luas, laporan keuangan dapat menjadi sumber informasi mengenai kontribusi organisasi terhadap ekonomi, keberlanjutan, tanggung jawab sosial, dan tata kelola. Di era ESG, laporan keuangan bahkan semakin terhubung dengan laporan keberlanjutan. Investor dan publik semakin menuntut informasi bukan hanya tentang laba, tetapi juga tentang dampak lingkungan, sosial, dan tata kelola.

Dengan demikian, laporan keuangan memiliki fungsi akuntabilitas. Manajemen diberi mandat untuk mengelola sumber daya organisasi. Laporan keuangan menjadi sarana bagi manajemen untuk mempertanggungjawabkan mandat tersebut. Semakin besar skala organisasi dan semakin luas pemangku kepentingannya, semakin penting pula kualitas pelaporan keuangan.

4. Komponen Utama Laporan Keuangan

Secara umum, laporan keuangan lengkap terdiri atas beberapa komponen utama. Dalam praktik pelaporan modern, komponen tersebut mencakup laporan posisi keuangan, laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, serta catatan atas laporan keuangan.

4.1 Laporan Posisi Keuangan

Laporan posisi keuangan, yang sering disebut neraca, menunjukkan posisi aset, liabilitas, dan ekuitas pada tanggal tertentu. Rumus dasarnya adalah:

$$\text{Aset} = \text{Liabilitas} + \text{Ekuitas}$$

Aset adalah sumber daya yang dikuasai perusahaan dan diharapkan memberikan manfaat ekonomi di masa depan. Aset dapat berupa kas, piutang, persediaan, aset tetap, aset tak berwujud, investasi, dan aset lainnya. Liabilitas adalah kewajiban perusahaan kepada pihak lain, seperti utang usaha, pinjaman bank, obligasi, beban yang masih harus dibayar, dan kewajiban pajak. Ekuitas adalah hak residual pemilik setelah dikurangi seluruh liabilitas.

Dalam analisis keuangan, laporan posisi keuangan penting karena menunjukkan struktur sumber daya dan sumber pendanaan. Perusahaan dengan aset lancar yang memadai biasanya lebih mampu memenuhi kewajiban jangka pendek. Perusahaan dengan utang tinggi harus dianalisis dari sisi risiko solvabilitas. Perusahaan dengan aset tetap besar mungkin memiliki kapasitas produksi besar, tetapi juga menghadapi beban penyusutan dan kebutuhan pemeliharaan.

Namun, laporan posisi keuangan harus dibaca dengan hati-hati. Nilai buku aset tidak selalu sama dengan nilai pasar. Aset tetap dicatat berdasarkan biaya historis dikurangi penyusutan, sehingga nilainya dapat berbeda dari nilai ekonomis aktual. Aset tak berwujud seperti merek, reputasi, jaringan pelanggan, kualitas SDM, dan kapabilitas teknologi sering kali tidak sepenuhnya tercermin dalam neraca. Karena itu, neraca memberikan informasi penting, tetapi bukan gambaran lengkap tentang nilai perusahaan.

4.2 Laporan Laba Rugi dan Penghasilan Komprehensif Lain

Laporan laba rugi menunjukkan pendapatan, beban, laba, dan rugi selama periode tertentu. Laporan ini menjawab pertanyaan: apakah perusahaan menghasilkan surplus ekonomi dari aktivitasnya?

Struktur dasar laporan laba rugi biasanya dimulai dari pendapatan, dikurangi beban pokok penjualan, menghasilkan laba kotor. Setelah dikurangi beban operasional, diperoleh laba operasi. Setelah memperhitungkan pendapatan dan beban nonoperasional, bunga, dan pajak, diperoleh laba bersih.

Dalam analisis manajemen keuangan, laba rugi sangat penting untuk menilai profitabilitas. Namun, laba harus dipahami sebagai konsep akrual, bukan kas. Pendapatan dapat diakui meskipun kas belum diterima. Beban dapat diakui meskipun kas belum dibayar. Karena itu, laba bersih berbeda dari arus kas bersih.

Laporan laba rugi juga membantu memahami model bisnis. Perusahaan dengan margin laba kotor tinggi mungkin memiliki keunggulan harga, merek, teknologi, atau efisiensi produksi. Perusahaan dengan beban operasional besar mungkin sedang melakukan ekspansi, investasi pemasaran, atau menghadapi inefisiensi. Perusahaan dengan laba operasi kuat tetapi laba bersih rendah mungkin memiliki beban bunga tinggi atau beban pajak besar.

Penghasilan komprehensif lain mencakup pos-pos tertentu yang belum diakui dalam laba rugi tetapi memengaruhi ekuitas, misalnya keuntungan atau kerugian revaluasi tertentu, selisih kurs tertentu, atau perubahan nilai wajar instrumen keuangan tertentu. Informasi ini penting untuk memahami perubahan nilai ekonomi yang tidak selalu terlihat dalam laba bersih.

4.3 Laporan Perubahan Ekuitas

Laporan perubahan ekuitas menunjukkan perubahan modal pemilik selama periode tertentu. Perubahan ini dapat berasal dari laba bersih, penghasilan komprehensif lain, setoran modal, pembagian dividen, pembelian kembali saham, atau koreksi tertentu.

Dalam manajemen keuangan, laporan perubahan ekuitas membantu menjelaskan bagaimana laba ditahan digunakan. Jika perusahaan menghasilkan laba tetapi membagikan sebagian besar sebagai dividen,

kemampuan pembiayaan internal untuk ekspansi dapat terbatas. Sebaliknya, jika perusahaan menahan laba, ekuitas meningkat dan dapat memperkuat struktur modal, tetapi investor mungkin menuntut alasan yang jelas mengapa laba tidak dibagikan.

Laporan perubahan ekuitas juga relevan untuk menilai kebijakan dividen. Kebijakan dividen tidak hanya menyangkut pembagian laba, tetapi juga sinyal manajemen tentang prospek perusahaan. Dividen yang stabil dapat mencerminkan keyakinan terhadap arus kas masa depan. Namun, pembagian dividen yang terlalu tinggi dapat membatasi investasi. Sebaliknya, tidak membagikan dividen dapat diterima jika perusahaan memiliki peluang investasi yang menghasilkan nilai tambah.

4.4 Laporan Arus Kas

Laporan arus kas menunjukkan aliran kas masuk dan kas keluar selama periode tertentu. Laporan ini biasanya dibagi menjadi tiga aktivitas: operasi, investasi, dan pendanaan.

Arus kas operasi menunjukkan kas yang dihasilkan dari aktivitas utama perusahaan. Ini merupakan indikator penting kesehatan bisnis. Perusahaan yang sehat umumnya mampu menghasilkan kas positif dari operasi secara berkelanjutan. Arus kas investasi menunjukkan kas yang digunakan untuk membeli atau menjual aset jangka panjang, investasi, atau proyek baru. Arus kas pendanaan menunjukkan kas dari penerbitan saham, pinjaman, pembayaran utang, atau dividen.

Laporan arus kas sangat penting karena kas adalah sumber kehidupan organisasi. Laba tidak otomatis menjamin kelangsungan usaha bila tidak diikuti kas. Banyak perusahaan gagal bukan karena tidak mencatat laba, melainkan karena tidak mampu memenuhi kewajiban kas tepat waktu. Oleh sebab itu, manajemen keuangan sangat memperhatikan siklus kas, modal kerja, piutang, persediaan, utang usaha, dan kebutuhan pembiayaan jangka pendek.

Contohnya, perusahaan konstruksi dapat mencatat pendapatan besar berdasarkan progres proyek, tetapi pembayaran dari klien terlambat. Laporan laba rugi tampak baik, tetapi arus kas operasi negatif. Jika perusahaan tidak memiliki fasilitas kredit atau cadangan kas, perusahaan dapat menghadapi tekanan likuiditas. Kasus seperti ini menunjukkan bahwa analisis laba harus selalu dilengkapi dengan analisis arus kas.

4.5 Catatan atas Laporan Keuangan

Catatan atas laporan keuangan sering kali merupakan bagian yang paling kurang dibaca, padahal sangat penting. Catatan ini menjelaskan kebijakan akuntansi, rincian akun, estimasi penting, komitmen, kontinjensi, risiko keuangan, transaksi pihak berelasi, segmen operasi, serta informasi lain yang tidak dapat dimasukkan secara ringkas dalam laporan utama.

Dalam analisis keuangan, catatan atas laporan keuangan membantu menjawab pertanyaan mendalam. Bagaimana perusahaan menilai persediaan? Bagaimana metode penyusutan aset tetap? Berapa umur manfaat aset? Apakah ada pinjaman dengan pembatasan tertentu? Apakah ada kewajiban kontinjensi dari gugatan hukum? Apakah terdapat transaksi signifikan dengan pihak berelasi? Apakah ada risiko kurs, risiko bunga, atau risiko kredit?

Tanpa membaca catatan, analis dapat salah menafsirkan angka utama. Misalnya, kenaikan laba dapat berasal dari perubahan estimasi akuntansi, bukan peningkatan operasi. Penurunan beban dapat terjadi karena kapitalisasi biaya, bukan efisiensi. Utang dapat memiliki perjanjian khusus yang membatasi dividen atau investasi. Oleh karena itu, catatan atas laporan keuangan merupakan "ruang penjelasan" yang menghubungkan angka dengan realitas bisnis.

5. Prinsip Dasar Membaca Laporan Keuangan

Membaca laporan keuangan bukan sekadar melihat angka terbesar atau angka terakhir. Diperlukan prinsip analitis agar pembacaan tidak menyesatkan.

Prinsip pertama adalah melihat keterkaitan antar-laporan. Laba bersih di laporan laba rugi memengaruhi laba ditahan dalam ekuitas. Perubahan aset dan liabilitas di laporan posisi keuangan memengaruhi arus kas operasi. Pembelian aset tetap di neraca berkaitan dengan arus kas investasi. Pinjaman baru di liabilitas berkaitan dengan arus kas pendanaan. Dengan demikian, setiap angka perlu ditelusuri keterhubungannya.

Prinsip kedua adalah membandingkan. Angka laporan keuangan baru bermakna ketika dibandingkan dengan periode sebelumnya, anggaran, rata-rata industri, pesaing, atau target strategis. Penjualan Rp100 miliar mungkin besar bagi perusahaan kecil, tetapi kecil bagi korporasi nasional. Margin laba 8 persen mungkin baik di industri ritel, tetapi rendah di industri perangkat lunak. Perbandingan memberi konteks.

Prinsip ketiga adalah membedakan antara laba dan kas. Laba berbasis akrual sangat berguna untuk mengukur kinerja, tetapi kas menentukan kemampuan membayar. Laba tinggi tanpa arus kas dapat menunjukkan penagihan lemah, persediaan menumpuk, atau pengakuan pendapatan agresif. Sebaliknya, arus kas positif sementara laba rendah dapat terjadi karena penjualan aset, penundaan pembayaran kepada pemasok, atau penerimaan pinjaman; hal ini juga perlu dianalisis.

Prinsip keempat adalah memperhatikan kualitas laba. Laba berkualitas adalah laba yang mencerminkan kinerja ekonomi yang berkelanjutan, dapat dikonversi menjadi kas, tidak terlalu bergantung pada pos nonberulang, dan tidak dihasilkan melalui praktik akuntansi agresif. Kualitas laba menjadi penting karena investor dan kreditur tidak hanya menilai laba saat ini, tetapi juga kemampuan laba memprediksi arus kas masa depan.

Prinsip kelima adalah memahami model bisnis. Rasio keuangan tidak bisa ditafsirkan sama untuk semua industri. Perusahaan manufaktur memiliki struktur aset berbeda dari perusahaan jasa digital. Bank memiliki laporan keuangan berbeda dari perusahaan dagang. Perusahaan ritel memiliki perputaran persediaan yang sangat penting, sedangkan perusahaan konsultasi lebih bergantung pada kualitas SDM. Oleh karena itu, analisis harus selalu dikaitkan dengan industri, strategi, dan siklus bisnis.

Prinsip keenam adalah membaca tren, bukan hanya titik waktu. Laporan keuangan satu tahun dapat dipengaruhi oleh kejadian khusus. Tren tiga sampai lima tahun biasanya lebih informatif. Jika margin laba terus menurun, utang meningkat, dan arus kas operasi melemah, maka terdapat sinyal risiko. Sebaliknya, jika pendapatan tumbuh, margin stabil, arus kas positif, dan leverage terkendali, maka perusahaan menunjukkan pola kesehatan yang lebih baik.

Prinsip ketujuh adalah memperhatikan risiko tersembunyi. Risiko tidak selalu terlihat langsung pada laporan utama. Risiko dapat muncul dalam catatan atas laporan keuangan, seperti ketergantungan pada pelanggan utama, pinjaman valuta asing, kewajiban kontinjensi, sengketa hukum, aset yang dijaminkan, atau kontrak jangka panjang yang merugikan. Analisis keuangan yang baik harus menggabungkan angka dan narasi.

6. Analisis Horizontal

Analisis horizontal adalah teknik membandingkan angka laporan keuangan antar-periode untuk melihat perubahan absolut dan persentase perubahan. Teknik ini membantu memahami tren pertumbuhan atau penurunan.

Misalnya, pendapatan perusahaan meningkat dari Rp80 miliar menjadi Rp100 miliar. Kenaikan absolutnya Rp20 miliar, sedangkan kenaikan persentasenya 25 persen. Jika pada periode yang sama beban pokok

penjualan meningkat dari Rp50 miliar menjadi Rp70 miliar, maka beban pokok meningkat 40 persen. Artinya, biaya produksi atau pembelian barang meningkat lebih cepat daripada pendapatan, sehingga margin laba kotor dapat menurun.

Analisis horizontal berguna untuk mengidentifikasi perubahan signifikan. Kenaikan piutang yang jauh lebih cepat daripada penjualan dapat menunjukkan penagihan melemah atau kebijakan kredit terlalu longgar. Kenaikan persediaan yang jauh lebih cepat daripada penjualan dapat menunjukkan barang tidak bergerak atau perencanaan produksi kurang tepat. Kenaikan utang jangka pendek yang tajam dapat menunjukkan tekanan likuiditas. Penurunan kas yang besar dapat menunjukkan investasi besar, pembayaran utang, atau operasi yang menyerap kas.

Dalam praktik manajemen, analisis horizontal dapat digunakan untuk pengendalian. Jika biaya pemasaran meningkat 50 persen tetapi penjualan hanya meningkat 5 persen, manajemen perlu mengevaluasi efektivitas program pemasaran. Jika beban administrasi meningkat tajam tanpa peningkatan skala bisnis, mungkin terdapat inefisiensi. Jika aset tetap meningkat, tetapi pendapatan tidak naik dalam beberapa periode, manajemen perlu menilai produktivitas investasi.

Analisis horizontal sebaiknya dilakukan untuk beberapa periode, bukan hanya dua tahun. Dengan melihat tren lima tahun, manajemen dapat membedakan perubahan sementara dari perubahan struktural. Misalnya, penurunan laba satu tahun karena pandemi, bencana, atau restrukturisasi mungkin bersifat sementara. Namun, penurunan margin selama lima tahun dapat menunjukkan melemahnya daya saing.

7. Analisis Vertikal

Analisis vertikal atau *common-size analysis* menyajikan setiap akun sebagai persentase dari dasar tertentu. Pada laporan laba rugi, setiap pos biasanya

dinyatakan sebagai persentase dari penjualan. Pada laporan posisi keuangan, setiap pos dinyatakan sebagai persentase dari total aset.

Analisis vertikal membantu melihat struktur. Misalnya, jika beban pokok penjualan sebesar 65 persen dari penjualan, maka laba kotor sebesar 35 persen. Jika tahun sebelumnya beban pokok hanya 60 persen, maka terdapat penurunan efisiensi atau tekanan harga jual. Jika beban operasional sebesar 25 persen dari penjualan, maka laba operasi sekitar 10 persen sebelum komponen lain.

Pada neraca, analisis vertikal dapat menunjukkan komposisi aset. Perusahaan dengan kas 5 persen, piutang 30 persen, persediaan 35 persen, dan aset tetap 30 persen memiliki karakter berbeda dari perusahaan dengan kas 20 persen, piutang 10 persen, persediaan 5 persen, dan aset tetap 65 persen. Struktur aset mencerminkan model bisnis dan risiko operasional.

Analisis vertikal juga berguna untuk membandingkan perusahaan dengan ukuran berbeda. Perusahaan A dengan penjualan Rp1 triliun dan perusahaan B dengan penjualan Rp100 miliar dapat dibandingkan melalui margin persentase. Perusahaan yang lebih kecil dapat memiliki profitabilitas relatif lebih baik daripada perusahaan yang lebih besar. Dengan demikian, analisis vertikal membantu menghindari bias ukuran.

Namun, analisis vertikal juga memiliki keterbatasan. Persentase yang baik atau buruk bergantung pada industri. Margin laba kotor 20 persen mungkin tinggi di industri perdagangan komoditas, tetapi rendah di industri barang bermerek. Persediaan 40 persen dari aset mungkin normal pada industri ritel tertentu, tetapi bermasalah pada perusahaan jasa. Oleh karena itu, interpretasi harus dikaitkan dengan konteks bisnis.

8. Analisis Rasio Keuangan

Analisis rasio adalah teknik paling populer dalam membaca laporan keuangan. Rasio menghubungkan dua atau lebih angka laporan keuangan untuk menghasilkan indikator tertentu. Rasio membantu menyederhanakan informasi kompleks menjadi ukuran yang dapat dibandingkan.

Secara umum, rasio keuangan dapat dikelompokkan menjadi rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, aktivitas, dan pasar. Masing-masing menjawab pertanyaan berbeda.

8.1 Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek. Rasio yang umum digunakan adalah *current ratio*, *quick ratio*, dan *cash ratio*.

Current ratio dihitung dengan membagi aset lancar dengan liabilitas lancar. Rasio ini menunjukkan berapa kali aset lancar menutup kewajiban lancar. Jika aset lancar Rp200 juta dan liabilitas lancar Rp100 juta, maka *current ratio* adalah 2,0. Secara umum, rasio lebih tinggi menunjukkan likuiditas lebih baik. Namun, rasio terlalu tinggi juga dapat menunjukkan aset lancar tidak produktif, persediaan menumpuk, atau kas menganggur.

Quick ratio lebih ketat karena mengeluarkan persediaan dari aset lancar. Rumusnya adalah aset lancar dikurangi persediaan, lalu dibagi liabilitas lancar. Rasio ini berguna karena persediaan tidak selalu cepat dikonversi menjadi kas. Dalam bisnis dengan persediaan lambat bergerak, *quick ratio* lebih informatif daripada *current ratio*.

Cash ratio menghitung kas dan setara kas dibandingkan liabilitas lancar. Rasio ini paling konservatif. Namun, perusahaan tidak selalu perlu memegang kas terlalu besar karena kas berlebih dapat mengurangi efisiensi modal. Manajemen keuangan harus menjaga keseimbangan antara likuiditas dan produktivitas aset.

Likuiditas bukan hanya soal jumlah aset lancar, tetapi juga kualitasnya. Piutang yang sulit tertagih tidak banyak membantu likuiditas. Persediaan

usang tidak mudah menjadi kas. Karena itu, analisis likuiditas perlu dilengkapi dengan analisis umur piutang, perputaran persediaan, dan siklus konversi kas.

8.2 Rasio Solvabilitas dan Leverage

Rasio solvabilitas mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjang. Rasio ini juga menunjukkan seberapa besar perusahaan menggunakan utang dalam struktur modalnya. Rasio yang umum digunakan adalah *debt to asset ratio*, *debt to equity ratio*, dan *interest coverage ratio*.

Debt to asset ratio menunjukkan proporsi aset yang dibiayai oleh utang. Jika total utang Rp400 juta dan total aset Rp1 miliar, maka rasio utang terhadap aset adalah 40 persen. Semakin tinggi rasio ini, semakin besar ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal.

Debt to equity ratio membandingkan total utang dengan ekuitas. Rasio ini menunjukkan keseimbangan antara dana kreditur dan dana pemilik. DER tinggi dapat meningkatkan potensi pengembalian ekuitas ketika bisnis berjalan baik, tetapi juga meningkatkan risiko ketika pendapatan menurun. Leverage bekerja seperti pedang bermata dua: memperbesar hasil positif, tetapi juga memperbesar kerugian.

Interest coverage ratio mengukur kemampuan laba operasi menutup beban bunga. Rumus sederhananya adalah EBIT dibagi beban bunga. Jika EBIT Rp100 juta dan beban bunga Rp20 juta, maka cakupan bunga adalah 5 kali. Rasio rendah menunjukkan tekanan kemampuan membayar bunga.

Dalam manajemen keuangan, struktur utang harus dianalisis dari sisi biaya, jatuh tempo, mata uang, suku bunga, dan fleksibilitas. Utang jangka pendek yang digunakan untuk membiayai aset jangka panjang dapat menciptakan risiko likuiditas. Utang valuta asing dapat menimbulkan risiko kurs. Utang berbunga mengambang dapat menimbulkan risiko kenaikan suku bunga. Karena itu, analisis solvabilitas tidak boleh hanya melihat besaran utang, tetapi juga struktur dan risikonya.

8.3 Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Rasio yang umum digunakan adalah *gross profit margin*, *operating profit margin*, *net profit margin*, *return on assets* atau ROA, dan *return on equity* atau ROE.

Gross profit margin menunjukkan persentase laba kotor terhadap penjualan. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan mengelola harga jual dan biaya langsung. Penurunan margin laba kotor dapat menunjukkan kenaikan biaya bahan baku, tekanan persaingan harga, atau perubahan komposisi produk.

Operating profit margin menunjukkan laba operasi dibandingkan penjualan. Rasio ini mencerminkan efisiensi aktivitas utama setelah memperhitungkan beban operasional. Margin operasi penting karena menunjukkan kekuatan operasi sebelum pengaruh pendanaan dan pajak.

Net profit margin menunjukkan laba bersih dibandingkan penjualan. Rasio ini mencerminkan hasil akhir setelah seluruh beban. Namun, margin bersih dapat dipengaruhi oleh pos nonoperasional, bunga, pajak, atau kejadian luar biasa. Karena itu, analis sering membandingkan margin kotor, margin operasi, dan margin bersih untuk memahami sumber perubahan profitabilitas.

ROA mengukur kemampuan aset menghasilkan laba. Rumusnya adalah laba bersih dibagi total aset. ROA menunjukkan efisiensi penggunaan aset. Perusahaan dengan ROA tinggi berarti mampu menghasilkan laba besar dari aset yang dimiliki. ROE mengukur pengembalian bagi pemilik ekuitas. Rumusnya adalah laba bersih dibagi ekuitas. ROE dapat meningkat karena profitabilitas operasi baik, penggunaan aset efisien, atau leverage tinggi. Oleh karena itu, ROE perlu dianalisis bersama rasio utang.

Rasio profitabilitas sangat penting bagi investor dan manajemen. Namun, laba tinggi harus diuji keberlanjutannya. Laba yang berasal dari penjualan aset, keuntungan kurs sementara, atau pengurangan biaya yang merusak

kualitas layanan tidak selalu mencerminkan kinerja jangka panjang. Profitabilitas yang sehat adalah profitabilitas yang didukung oleh model bisnis kuat, arus kas memadai, dan tata kelola baik.

8.4 Rasio Aktivitas atau Efisiensi

Rasio aktivitas mengukur seberapa efisien perusahaan menggunakan aset untuk menghasilkan penjualan. Rasio yang umum digunakan adalah perputaran persediaan, periode penagihan piutang, perputaran total aset, dan siklus konversi kas.

Perputaran persediaan menunjukkan seberapa cepat persediaan dijual. Persediaan yang berputar cepat menunjukkan efisiensi dan permintaan baik. Persediaan yang lambat berputar dapat menunjukkan produk kurang laku, stok berlebih, atau risiko usang. Namun, perputaran terlalu cepat juga dapat menunjukkan stok terlalu rendah sehingga perusahaan berisiko kehilangan penjualan.

Periode penagihan piutang menunjukkan rata-rata waktu yang diperlukan untuk menagih piutang. Periode penagihan yang panjang dapat menekan kas dan meningkatkan risiko piutang tak tertagih. Namun, kebijakan kredit yang terlalu ketat dapat menghambat penjualan. Manajemen harus menyeimbangkan pertumbuhan penjualan dan kualitas piutang.

Perputaran total aset mengukur penjualan dibandingkan total aset. Rasio ini menunjukkan seberapa produktif aset digunakan. Perusahaan dagang biasanya memiliki perputaran aset lebih tinggi daripada perusahaan infrastruktur yang padat modal. Karena itu, rasio ini perlu dibandingkan dengan industri sejenis.

Siklus konversi kas mengukur waktu antara pembayaran kas untuk persediaan dan penerimaan kas dari pelanggan. Semakin pendek siklus ini, semakin baik likuiditas operasional. Perusahaan dapat memperpendek siklus kas dengan mempercepat penagihan piutang, mengelola persediaan secara efisien, dan menegosiasikan termin pembayaran kepada pemasok.

8.5 Rasio Pasar

Rasio pasar digunakan terutama untuk perusahaan terbuka. Rasio ini menghubungkan angka akuntansi dengan harga pasar saham. Contohnya adalah *earnings per share* atau EPS, *price earnings ratio* atau PER, *price to book value* atau PBV, dan *dividend yield*.

EPS menunjukkan laba per saham. PER menunjukkan berapa kali investor bersedia membayar laba per saham. PER tinggi dapat menunjukkan ekspektasi pertumbuhan tinggi, tetapi juga dapat menunjukkan harga terlalu mahal jika tidak didukung fundamental. PBV membandingkan harga pasar dengan nilai buku ekuitas per saham. PBV tinggi dapat mencerminkan aset tak berwujud, prospek pertumbuhan, atau optimisme pasar.

Rasio pasar harus ditafsirkan dengan hati-hati karena harga saham dipengaruhi oleh sentimen, suku bunga, risiko makroekonomi, likuiditas pasar, dan ekspektasi masa depan. Dalam manajemen keuangan, rasio pasar penting karena menunjukkan bagaimana pasar menilai kinerja dan prospek perusahaan. Namun, manajemen tidak boleh hanya mengejar harga saham jangka pendek dengan mengorbankan keberlanjutan.

9. Analisis DuPont

Analisis DuPont adalah teknik yang memecah ROE menjadi beberapa komponen. Secara sederhana, ROE dapat dijelaskan melalui tiga unsur: margin laba, perputaran aset, dan leverage keuangan.

$$\text{ROE} = \text{Net Profit Margin} \times \text{Asset Turnover} \times \text{Equity Multiplier}$$

Net profit margin menunjukkan kemampuan menghasilkan laba dari penjualan. Asset turnover menunjukkan kemampuan menghasilkan penjualan dari aset. Equity multiplier menunjukkan tingkat leverage atau penggunaan utang. Dengan memecah ROE, analis dapat memahami sumber pengembalian ekuitas.

Misalnya, dua perusahaan memiliki ROE sama-sama 18 persen. Perusahaan A memiliki margin tinggi dan leverage rendah. Perusahaan B memiliki margin rendah tetapi leverage tinggi. Walaupun ROE sama, risikonya berbeda. Perusahaan A mungkin lebih sehat karena pengembalian berasal dari kekuatan operasi. Perusahaan B lebih rentan karena bergantung pada utang.

Analisis DuPont membantu manajemen menentukan area perbaikan. Jika ROE rendah karena margin rendah, perusahaan perlu memperbaiki harga, biaya, atau efisiensi operasi. Jika ROE rendah karena perputaran aset rendah, perusahaan perlu meningkatkan produktivitas aset. Jika ROE tinggi karena leverage terlalu besar, manajemen perlu mengevaluasi risiko struktur modal.

Dalam pengajaran *financial management*, DuPont sangat berguna karena menghubungkan laporan laba rugi dan neraca. Ia menunjukkan bahwa profitabilitas bukan hanya soal laba, tetapi juga efisiensi aset dan strategi pendanaan.

10. Kualitas Laba dan Kualitas Laporan Keuangan

Laba merupakan indikator penting, tetapi tidak semua laba memiliki kualitas yang sama. Kualitas laba berkaitan dengan sejauh mana laba mencerminkan kinerja ekonomi yang sebenarnya, dapat dipertahankan, dan berguna untuk memprediksi arus kas masa depan.

Laba berkualitas tinggi biasanya memiliki beberapa ciri. Pertama, laba berasal dari aktivitas operasi utama, bukan pos nonberulang. Kedua, laba didukung oleh arus kas operasi. Ketiga, laba relatif stabil dan sesuai dengan model bisnis. Keempat, laba tidak terlalu dipengaruhi oleh estimasi agresif atau manipulasi akuntansi. Kelima, informasi dalam catatan atas laporan keuangan transparan.

Sebaliknya, kualitas laba dapat dipertanyakan jika laba meningkat sementara arus kas operasi menurun, piutang tumbuh jauh lebih cepat daripada penjualan, persediaan menumpuk, margin berubah drastis tanpa penjelasan, atau terdapat banyak transaksi pihak berelasi. Kualitas laba juga dapat dipengaruhi oleh perubahan kebijakan akuntansi, estimasi penyisihan piutang, metode depresiasi, kapitalisasi biaya, dan pengakuan pendapatan.

Dalam manajemen keuangan, kualitas laba penting karena keputusan investasi dan pendanaan didasarkan pada ekspektasi masa depan. Jika laba saat ini tidak mencerminkan kinerja berkelanjutan, maka valuasi dan keputusan pembiayaan dapat keliru. Investor dapat membayar terlalu mahal, kreditur dapat memberikan pinjaman terlalu longgar, dan manajemen dapat menetapkan dividen tidak berkelanjutan.

Kualitas laporan keuangan juga dipengaruhi oleh tata kelola. Dewan komisaris, komite audit, auditor eksternal, sistem pengendalian internal, budaya etika, dan kompetensi manajemen keuangan memainkan peran penting. Laporan keuangan yang berkualitas tidak hanya mengikuti standar teknis, tetapi juga mencerminkan integritas manajerial.

11. Laporan Keuangan sebagai Dasar Pengambilan Keputusan

Laporan keuangan menjadi dasar berbagai keputusan dalam organisasi.

Dalam keputusan investasi, manajemen menggunakan laporan keuangan untuk menilai apakah aset yang ada produktif, apakah proyek baru layak, dan apakah perusahaan memiliki kapasitas pembiayaan. Analisis profitabilitas, arus kas, dan struktur aset sangat penting. Sebelum membangun pabrik baru, misalnya, manajemen perlu menilai margin produk, kebutuhan modal kerja, proyeksi arus kas, risiko permintaan, dan kemampuan pendanaan.

Dalam keputusan pendanaan, laporan keuangan membantu menentukan apakah perusahaan sebaiknya menggunakan utang, ekuitas, laba ditahan, atau kombinasi. Perusahaan dengan arus kas stabil dan leverage rendah mungkin mampu menambah utang. Perusahaan dengan laba tidak stabil dan utang tinggi sebaiknya berhati-hati. Struktur modal yang baik harus mendukung pertumbuhan tanpa menimbulkan risiko kebangkrutan berlebihan.

Dalam keputusan dividen, laporan keuangan membantu menilai kemampuan membagikan laba. Dividen harus mempertimbangkan laba, kas, kebutuhan investasi, kewajiban utang, dan ekspektasi pemegang saham. Perusahaan yang sedang tumbuh mungkin lebih baik menahan laba untuk ekspansi. Perusahaan matang dengan arus kas stabil mungkin mampu membayar dividen lebih besar.

Dalam pengendalian operasional, laporan keuangan membantu memantau biaya, margin, persediaan, piutang, dan kas. Manajemen dapat mengidentifikasi unit bisnis yang tidak efisien, produk yang margin-nya rendah, pelanggan yang lambat membayar, atau biaya yang meningkat. Dengan demikian, laporan keuangan menjadi alat kendali manajerial.

Dalam komunikasi eksternal, laporan keuangan membantu membangun kepercayaan. Investor, bank, pemasok, dan mitra strategis cenderung lebih percaya kepada organisasi yang memiliki laporan keuangan transparan, konsisten, dan dapat diaudit. Kepercayaan ini dapat menurunkan biaya modal dan memperluas akses pendanaan.

12. Contoh Sederhana Analisis Dasar

Misalkan PT Maju Sejahtera memiliki data sederhana berikut:

Penjualan tahun 2025 sebesar Rp10 miliar dan tahun 2026 sebesar Rp12 miliar. Laba bersih tahun 2025 sebesar Rp800 juta dan tahun 2026 sebesar Rp900 juta. Total aset tahun 2026 sebesar Rp8 miliar, total utang Rp4,8

miliar, dan ekuitas Rp3,2 miliar. Aset lancar Rp3 miliar dan liabilitas lancar Rp2 miliar. Kas dari operasi tahun 2026 sebesar Rp500 juta.

Dari data tersebut, penjualan meningkat 20 persen. Namun, laba bersih hanya meningkat 12,5 persen. Ini menunjukkan margin laba bersih menurun. Margin laba bersih tahun 2025 adalah 8 persen, sedangkan tahun 2026 adalah 7,5 persen. Perusahaan masih tumbuh, tetapi profitabilitas relatif melemah.

Current ratio tahun 2026 adalah 1,5 kali. Ini menunjukkan aset lancar 1,5 kali kewajiban lancar. Secara umum, ini masih cukup, tetapi belum tentu aman jika sebagian besar aset lancar berupa persediaan lambat bergerak atau piutang sulit tertagih.

Debt to equity ratio adalah 1,5 kali, dihitung dari utang Rp4,8 miliar dibagi ekuitas Rp3,2 miliar. Ini menunjukkan perusahaan menggunakan utang cukup besar. Leverage dapat memperkuat ROE bila operasi menguntungkan, tetapi dapat berisiko bila laba menurun atau bunga naik.

ROA adalah 11,25 persen, dihitung dari laba bersih Rp900 juta dibagi aset Rp8 miliar. ROE adalah 28,125 persen, dihitung dari laba bersih Rp900 juta dibagi ekuitas Rp3,2 miliar. ROE jauh lebih tinggi daripada ROA karena perusahaan menggunakan leverage. Ini dapat terlihat menarik bagi pemilik, tetapi perlu ditopang oleh arus kas.

Kas dari operasi hanya Rp500 juta, lebih rendah daripada laba bersih Rp900 juta. Ini perlu diperhatikan. Perbedaan ini dapat terjadi karena piutang meningkat, persediaan meningkat, atau pembayaran kewajiban tertentu. Jika kondisi ini berulang, perusahaan dapat mengalami tekanan likuiditas meskipun laba positif.

Dari contoh ini, dapat disimpulkan bahwa PT Maju Sejahtera menunjukkan pertumbuhan penjualan dan laba, tetapi margin menurun, leverage cukup tinggi, dan arus kas operasi lebih lemah daripada laba. Rekomendasi awal bagi manajemen adalah mengevaluasi struktur biaya, mempercepat

penagihan piutang, mengelola persediaan, dan berhati-hati menambah utang baru.

13. Keterbatasan Analisis Laporan Keuangan

Analisis laporan keuangan sangat berguna, tetapi memiliki keterbatasan. Pertama, laporan keuangan bersifat historis. Ia mencatat apa yang telah terjadi, bukan secara langsung menjamin masa depan. Analisis harus menggabungkan data historis dengan informasi prospek industri, strategi perusahaan, teknologi, regulasi, dan kondisi makroekonomi.

Kedua, laporan keuangan dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi. Perbedaan metode persediaan, depresiasi, pengakuan pendapatan, estimasi piutang tak tertagih, atau pengukuran nilai wajar dapat memengaruhi angka. Dua perusahaan dengan transaksi ekonomi serupa dapat melaporkan angka berbeda karena kebijakan akuntansi.

Ketiga, inflasi dan perubahan nilai uang dapat mengurangi daya banding angka historis. Aset yang dibeli bertahun-tahun lalu dicatat pada nilai historis, sementara biaya penggantian saat ini dapat jauh lebih tinggi. Dalam ekonomi dengan inflasi tinggi, analisis harus memperhatikan distorsi nilai.

Keempat, rasio keuangan dapat dimanipulasi atau diperindah dalam jangka pendek. Misalnya, perusahaan dapat menunda pembayaran kepada pemasok untuk meningkatkan kas akhir tahun, mengurangi persediaan secara ekstrem, atau mempercepat penjualan dengan diskon besar. Karena itu, analisis harus melihat tren dan membaca catatan.

Kelima, laporan keuangan tidak sepenuhnya mencerminkan aset tak berwujud. Dalam ekonomi digital, nilai perusahaan sering ditentukan oleh data, algoritma, merek, jaringan pengguna, budaya inovasi, dan kualitas SDM. Banyak aset tersebut tidak tercatat secara penuh dalam neraca. Oleh

karena itu, analisis keuangan perlu dilengkapi dengan analisis strategis dan nonkeuangan.

Keenam, perbandingan antarindustri dapat menyesatkan. Rasio yang ideal di satu industri mungkin tidak relevan di industri lain. Bank, perusahaan teknologi, manufaktur, rumah sakit, perguruan tinggi, dan perusahaan ritel memiliki karakter keuangan berbeda. Karena itu, benchmark harus dipilih secara tepat.

Ketujuh, laporan keuangan dapat terlambat mencerminkan perubahan cepat. Dalam era digital dan volatilitas global, kondisi perusahaan dapat berubah dalam hitungan bulan. Laporan tahunan mungkin tidak cukup cepat untuk menangkap risiko baru. Oleh sebab itu, manajemen modern membutuhkan dashboard keuangan, analitik real-time, dan sistem informasi manajemen yang terintegrasi.

14. Laporan Keuangan di Era Digital

Transformasi digital mengubah cara laporan keuangan disusun, dianalisis, dan digunakan. Sistem ERP, cloud accounting, data analytics, robotic process automation, artificial intelligence, dan dashboard interaktif memungkinkan informasi keuangan diproses lebih cepat dan lebih akurat.

Di masa lalu, laporan keuangan sering dianggap sebagai dokumen periodik yang disusun setelah periode berakhir. Kini, manajemen membutuhkan informasi hampir real-time. Dashboard keuangan dapat menampilkan penjualan harian, kas, piutang jatuh tempo, persediaan, margin produk, biaya operasional, dan indikator risiko. Hal ini mempercepat pengambilan keputusan.

AI dan analitik data juga membantu mendeteksi anomali. Misalnya, sistem dapat memberi peringatan jika ada transaksi tidak biasa, piutang melewati batas umur, biaya meningkat di luar pola normal, atau margin produk

turun drastis. Dengan demikian, laporan keuangan berkembang dari sekadar pelaporan menjadi sistem peringatan dini.

Namun, digitalisasi juga membawa tantangan. Data yang cepat tidak selalu berarti data yang benar. Sistem digital memerlukan tata kelola data, keamanan siber, integrasi sistem, kontrol akses, audit trail, dan kompetensi SDM. Kesalahan input, konfigurasi sistem yang lemah, atau manipulasi digital dapat menghasilkan laporan yang menyesatkan.

Selain itu, manajer keuangan harus mampu menggabungkan literasi akuntansi, literasi teknologi, dan literasi bisnis. Kemampuan membaca laporan keuangan tetap penting, tetapi harus dilengkapi kemampuan memahami data analytics, visualisasi, dan risiko digital. Dalam organisasi modern, fungsi keuangan semakin bergeser dari pencatat transaksi menjadi mitra strategis bisnis.

15. Dimensi Etika dan Tata Kelola

Laporan keuangan memiliki dimensi etika yang kuat. Angka-angka dalam laporan keuangan memengaruhi keputusan banyak pihak. Investor dapat membeli saham, bank dapat memberikan pinjaman, karyawan dapat menilai stabilitas pekerjaan, dan pemerintah dapat menghitung pajak. Jika laporan keuangan disusun secara tidak jujur, dampaknya dapat luas.

Manipulasi laporan keuangan dapat berbentuk pengakuan pendapatan terlalu dini, penundaan pengakuan beban, kapitalisasi biaya yang tidak tepat, menyembunyikan kewajiban, transaksi pihak berelasi yang tidak wajar, atau pengungkapan risiko yang tidak memadai. Praktik seperti ini mungkin memperindah kinerja jangka pendek, tetapi merusak kepercayaan jangka panjang.

Tata kelola yang baik diperlukan untuk menjaga kualitas laporan keuangan. Dewan komisaris dan komite audit harus melakukan pengawasan. Auditor eksternal harus independen. Sistem pengendalian internal harus mencegah

dan mendeteksi kesalahan. Budaya organisasi harus menghargai integritas, bukan hanya target angka.

Dalam perspektif manajemen keuangan, etika bukan penghambat kinerja, melainkan fondasi keberlanjutan. Perusahaan yang transparan dan dapat dipercaya cenderung memiliki akses modal lebih baik. Investor dan kreditur lebih nyaman memberikan dana kepada perusahaan yang laporan keuangannya andal. Dengan demikian, integritas laporan keuangan dapat menjadi sumber keunggulan reputasional.

16. Studi Kasus Naratif: UMKM Bertumbuh dan Tantangan Laporan Keuangan

Bayangkan sebuah UMKM kuliner bernama “Rasa Nusantara” yang berkembang pesat di Bogor. Pada awalnya, usaha ini dikelola keluarga dengan pencatatan sederhana. Penjualan harian dicatat di buku kas, pembelian bahan dicatat di nota, dan laba diperkirakan dari sisa kas. Selama usaha masih kecil, cara ini terasa cukup.

Namun, setelah membuka tiga cabang, masalah mulai muncul. Penjualan meningkat, tetapi kas sering menipis. Pemilik merasa usaha ramai, tetapi sulit menjelaskan mengapa uang tidak terkumpul. Persediaan bahan baku sering berlebih di satu cabang dan kurang di cabang lain. Beberapa pelanggan katering belum membayar tepat waktu. Pinjaman bank mulai jatuh tempo. Pemilik menyadari bahwa pertumbuhan tanpa sistem keuangan dapat menimbulkan risiko.

Ketika laporan keuangan mulai disusun lebih rapi, ditemukan beberapa hal. Pertama, margin laba kotor berbeda antar-cabang karena pemborosan bahan dan diskon yang tidak terkendali. Kedua, piutang dari pelanggan korporat meningkat dan memperlambat kas. Ketiga, persediaan tidak tercatat baik sehingga banyak bahan terbuang. Keempat, cicilan pinjaman mengambil porsi besar dari arus kas bulanan. Kelima, laba yang

diperkirakan pemilik ternyata lebih kecil setelah memperhitungkan penyusutan peralatan dan biaya operasional penuh.

Dengan laporan keuangan, pemilik dapat mengambil keputusan lebih baik. Cabang dengan margin rendah diperbaiki prosesnya. Kebijakan kredit pelanggan diperketat. Persediaan dikelola dengan sistem digital sederhana. Pembelian bahan disesuaikan dengan data penjualan. Negosiasi ulang jadwal pembayaran pinjaman dilakukan. Setelah enam bulan, kas lebih stabil dan laba lebih terukur.

Kasus ini menunjukkan bahwa laporan keuangan bukan hanya kebutuhan perusahaan besar. UMKM pun membutuhkan laporan keuangan untuk bertumbuh secara sehat. Tanpa laporan keuangan, pemilik sering mengandalkan perasaan. Dengan laporan keuangan, pemilik memiliki peta untuk mengelola pertumbuhan.

17. Implikasi bagi Pendidikan Manajemen Keuangan

Dalam pengajaran *financial management*, laporan keuangan perlu diajarkan bukan sebagai hafalan format, tetapi sebagai alat berpikir. Mahasiswa harus memahami hubungan antara angka dan keputusan. Mereka perlu dilatih membaca laporan keuangan seperti membaca cerita bisnis.

Pendekatan pembelajaran dapat dimulai dari kasus sederhana. Mahasiswa diminta membandingkan dua perusahaan: satu memiliki laba tinggi tetapi arus kas negatif, satu lagi memiliki laba moderat tetapi arus kas kuat. Diskusi diarahkan pada pertanyaan: perusahaan mana yang lebih sehat? Jawabannya tidak selalu sederhana. Mahasiswa harus menilai industri, strategi, utang, piutang, persediaan, investasi, dan risiko.

Pembelajaran juga dapat menggunakan data perusahaan terbuka. Mahasiswa dapat mengambil laporan tahunan, menghitung rasio, membuat grafik tren, membaca catatan atas laporan keuangan, dan

menyusun rekomendasi manajerial. Dengan cara ini, laporan keuangan menjadi hidup dan relevan.

Di era AI, mahasiswa juga perlu memahami bahwa alat digital dapat membantu analisis, tetapi tidak menggantikan penilaian manusia. AI dapat menghitung rasio dan menemukan pola, tetapi interpretasi tetap memerlukan pemahaman konteks bisnis, etika, dan strategi. Oleh karena itu, pendidikan manajemen keuangan harus menggabungkan kemampuan teknis, analitis, digital, dan moral.

18. Ringkasan Bab

Laporan keuangan adalah dasar utama dalam manajemen keuangan. Ia menyediakan informasi tentang aset, kewajiban, ekuitas, pendapatan, biaya, laba, arus kas, dan perubahan modal. Komponen utama laporan keuangan meliputi laporan posisi keuangan, laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan.

Analisis dasar laporan keuangan dilakukan melalui analisis horizontal, analisis vertikal, dan analisis rasio. Rasio likuiditas menilai kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek. Rasio solvabilitas menilai risiko utang dan kemampuan memenuhi kewajiban jangka panjang. Rasio profitabilitas menilai kemampuan menghasilkan laba. Rasio aktivitas menilai efisiensi penggunaan aset. Rasio pasar menilai persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan.

Namun, analisis laporan keuangan harus dilakukan secara kontekstual. Angka tidak boleh ditafsirkan secara mekanis. Laba harus dibandingkan dengan arus kas. Rasio harus dibandingkan dengan industri. Tren harus dianalisis dalam beberapa periode. Catatan atas laporan keuangan harus dibaca. Kualitas laba, tata kelola, dan risiko tersembunyi harus diperhatikan.

Dalam era digital, laporan keuangan berkembang menjadi bagian dari sistem informasi strategis. Dashboard, AI analytics, ERP, dan otomasi mempercepat analisis, tetapi juga memerlukan tata kelola data dan integritas. Pada akhirnya, laporan keuangan bukan hanya dokumen akuntansi, melainkan alat manajemen untuk menciptakan nilai, menjaga stabilitas, dan membangun keberlanjutan organisasi.

19. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa laporan keuangan adalah fondasi bagi seluruh proses *financial management*. Tanpa laporan keuangan yang baik, keputusan keuangan akan kehilangan dasar objektif. Manajemen dapat salah menilai profitabilitas, salah mengukur risiko, salah menentukan kebutuhan kas, salah menyusun struktur modal, dan salah membaca prospek pertumbuhan.

Laporan keuangan yang baik harus memenuhi tiga fungsi sekaligus. Pertama, fungsi informatif: memberikan data relevan tentang posisi dan kinerja keuangan. Kedua, fungsi analitis: memungkinkan pengguna mengevaluasi likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, efisiensi, dan arus kas. Ketiga, fungsi akuntabilitas: menjadi sarana pertanggungjawaban manajemen kepada pemangku kepentingan.

Analisis dasar laporan keuangan membantu mengubah angka menjadi makna. Melalui analisis horizontal, pembaca memahami tren. Melalui analisis vertikal, pembaca memahami struktur. Melalui analisis rasio, pembaca memahami hubungan antarangka. Melalui analisis kualitas laba dan arus kas, pembaca memahami keberlanjutan kinerja. Melalui catatan atas laporan keuangan, pembaca memahami konteks dan risiko.

Dengan demikian, kemampuan membaca dan menganalisis laporan keuangan merupakan kompetensi inti bagi manajer, investor, kreditur, akademisi, dan mahasiswa manajemen. Dalam dunia bisnis yang semakin

kompleks, digital, dan penuh ketidakpastian, laporan keuangan tetap menjadi bahasa utama untuk memahami kesehatan organisasi. Namun, bahasa ini harus dibaca dengan kecermatan, integritas, dan kebijaksanaan manajerial.

Glossarium

Akrual

Dasar pencatatan akuntansi yang mengakui pendapatan dan beban ketika terjadi, bukan hanya ketika kas diterima atau dibayarkan.

Analisis Horizontal

Teknik analisis laporan keuangan dengan membandingkan angka antar-periode untuk melihat perubahan absolut dan persentase perubahan.

Analisis Vertikal

Teknik analisis laporan keuangan dengan menyajikan setiap akun sebagai persentase dari dasar tertentu, seperti penjualan atau total aset.

Arus Kas Operasi

Kas masuk dan keluar yang berasal dari aktivitas utama perusahaan, seperti penjualan, pembayaran pemasok, gaji, dan beban operasional.

Aset

Sumber daya ekonomi yang dikuasai perusahaan dan diharapkan memberikan manfaat ekonomi di masa depan.

Aset Lancar

Aset yang diharapkan dapat dikonversi menjadi kas atau digunakan dalam satu siklus operasi atau satu tahun, seperti kas, piutang, dan persediaan.

Catatan atas Laporan Keuangan

Bagian laporan keuangan yang menjelaskan kebijakan akuntansi, rincian akun, risiko, komitmen, dan informasi tambahan lainnya.

Current Ratio

Rasio likuiditas yang membandingkan aset lancar dengan liabilitas lancar.

Debt to Equity Ratio

Rasio leverage yang membandingkan total utang dengan ekuitas.

DuPont Analysis

Teknik analisis yang memecah ROE menjadi komponen margin laba, perputaran aset, dan leverage.

Ekuitas

Hak residual pemilik atas aset perusahaan setelah dikurangi seluruh liabilitas.

Financial Management

Proses perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, dan pengendalian sumber daya keuangan untuk mencapai tujuan organisasi.

Interest Coverage Ratio

Rasio yang mengukur kemampuan laba operasi menutup beban bunga.

Kualitas Laba

Derajat sejauh mana laba mencerminkan kinerja ekonomi yang berkelanjutan dan berguna untuk memprediksi arus kas masa depan.

Laporan Arus Kas

Laporan yang menunjukkan kas masuk dan kas keluar dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan.

Laporan Laba Rugi

Laporan yang menunjukkan pendapatan, beban, dan laba atau rugi selama periode tertentu.

Laporan Posisi Keuangan

Laporan yang menunjukkan aset, liabilitas, dan ekuitas pada tanggal tertentu.

Leverage

Penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan.

Liabilitas

Kewajiban perusahaan kepada pihak lain yang harus diselesaikan melalui pembayaran kas, penyerahan aset, atau jasa.

Likuiditas

Kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek tepat waktu.

Net Profit Margin

Rasio laba bersih terhadap penjualan.

Profitabilitas

Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari penjualan, aset, atau ekuitas.

Quick Ratio

Rasio likuiditas yang membandingkan aset lancar selain persediaan dengan liabilitas lancar.

Return on Assets

Rasio yang mengukur kemampuan aset menghasilkan laba.

Return on Equity

Rasio yang mengukur tingkat pengembalian laba terhadap ekuitas pemilik.

Solvabilitas

Kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjang.

Working Capital

Modal kerja, yaitu selisih antara aset lancar dan liabilitas lancar.

Daftar Pustaka

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x

Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71–111. DOI: 10.2307/2490171

Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. DOI: 10.1016/j.jacceco.2010.09.001

IFRS Foundation. (2026). *IAS 1 Presentation of Financial Statements*. IFRS Foundation. DOI tidak tersedia.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X

Lev, B., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190–215. DOI: 10.2307/2491270

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. DOI: 10.2307/1809766

Nissim, D., & Penman, S. H. (2001). Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies*, 6, 109–154. DOI: 10.1023/A:1011338221623

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. DOI: 10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x

Ou, J. A., & Penman, S. H. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11(4), 295–329. DOI: 10.1016/0165-4101(89)90017-7

Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289–315. DOI tidak tersedia pada sumber utama yang umum digunakan.

Subramanyam, K. R. (2014). *Financial statement analysis* (11th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The analysis and use of financial statements* (3rd ed.). Wiley. DOI tidak tersedia.

Rujukan dengan DOI yang paling langsung menopang bab ini adalah Altman untuk prediksi kebangkrutan berbasis rasio, Beaver untuk rasio sebagai indikator kegagalan, Nissim & Penman untuk analisis rasio dan valuasi, Ohlson untuk hubungan laba–nilai buku–dividen, serta Dechow dkk. untuk kualitas laba. ([Wiley Online Library](#))

BAB 3

TIME VALUE OF MONEY

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Memahami nilai uang terhadap waktu untuk investasi, pinjaman, tabungan, dan keputusan keuangan

1 APA ITU TIME VALUE OF MONEY?



Time Value of Money adalah konsep bahwa uang hari ini lebih bernilai daripada jumlah uang yang sama di masa depan karena dapat diinvestasikan, menghasilkan imbal hasil, dan dipengaruhi inflasi serta risiko.

2 MENGAPA PENTING?

-  Menjadi dasar keputusan investasi
-  Membantu menilai pinjaman dan cicilan
-  Mendukung perencanaan tabungan dan pensiun
-  Menentukan nilai proyek dan arus kas
-  Menghubungkan waktu, risiko, dan pengembalian

3 KONSEP INTI



Present Value (PV)
Nilai uang saat ini



Future Value (FV)
Nilai uang di masa depan



Compounding
Bunga menghasilkan bunga



Discounting
Arus kas masa depan dinilai ke saat ini

4 RUMUS DASAR

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

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

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

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

r = tingkat bunga / diskonto, n = jumlah periode

5 PERBANDINGAN KONSEP

-  **Compounding:** dari hari ini ke masa depan
-  **Discounting:** dari masa depan ke hari ini
-  Semakin tinggi r , semakin besar FV
-  Semakin tinggi r , semakin kecil PV

6 APLIKASI UTAMA

 **Capital Budgeting**

 **Penilaian Proyek (NPV, IRR)**

 **Pinjaman dan Kredit**

 **Tabungan dan Investasi**

 **Valuasi Obligasi dan Saham**

 **Perencanaan Pensiun**

7 ALUR LOGIKA KEPUTUSAN



8 HAL YANG PERLU DIWASPADAI

- 
 - ⚠ Inflasi menurunkan daya beli uang
 - ⚠ Risiko memengaruhi tingkat diskonto
 - ⚠ Arus kas lebih penting daripada laba nominal
 - ⚠ Asumsi r dan n harus realistis
 - ⚠ Keputusan harus berbasis nilai kini

ANUITAS & PERPETUITAS



Anuitas: pembayaran tetap periodik



Perpetuitas: arus kas tetap tanpa batas

9 INTISARI BAB

“ Nilai waktu uang mengajarkan bahwa keputusan keuangan bukan hanya soal berapa besar uang, tetapi juga kapan uang diterima, berapa risikonya, dan berapa nilainya hari ini. ”










Bab 3. Time Value of Money

Rujukan inti yang digunakan adalah keuangan klasik dan modern: Hirshleifer membahas keputusan investasi optimal berbasis nilai kini; Markowitz dan Sharpe memberi fondasi hubungan waktu, risiko, dan pengembalian; sedangkan konsep NPV digunakan luas sebagai alat evaluasi investasi berbasis *discounted cash flow*. ([IDEAS/RePEc](#))

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Abstrak

Time Value of Money atau nilai waktu uang merupakan salah satu konsep paling fundamental dalam *financial management*. Konsep ini menjelaskan bahwa uang yang diterima hari ini memiliki nilai lebih tinggi daripada jumlah uang yang sama yang diterima di masa depan, karena uang hari ini dapat diinvestasikan, menghasilkan bunga atau imbal hasil, serta memiliki daya beli yang lebih pasti dibandingkan uang yang akan diterima kemudian. Dalam manajemen keuangan, hampir seluruh keputusan penting—mulai dari investasi proyek, pembiayaan, penilaian obligasi, penilaian saham, pengelolaan pinjaman, perencanaan pensiun, leasing, hingga keputusan merger dan akuisisi—bergantung pada pemahaman mengenai nilai waktu uang.

Bab ini membahas secara komprehensif hakikat *Time Value of Money*, logika ekonominya, konsep nilai masa depan (*future value*), nilai kini (*present value*), bunga sederhana, bunga majemuk, anuitas, perpetuitas, diskonto, *net present value* atau NPV, serta penerapannya dalam keputusan manajerial. Pembahasan dilengkapi contoh numerik sederhana dalam konteks bisnis Indonesia agar pembaca dapat memahami hubungan antara waktu, uang, tingkat bunga, inflasi, risiko, dan nilai ekonomi. Bab ini juga

menekankan bahwa nilai waktu uang bukan sekadar persoalan rumus matematika, melainkan kerangka berpikir strategis tentang bagaimana organisasi mengalokasikan sumber daya antarwaktu secara rasional.

Dalam perspektif manajemen keuangan modern, *Time Value of Money* menjadi fondasi bagi prinsip penciptaan nilai. Suatu proyek investasi hanya layak jika nilai kini arus kas masuk masa depannya lebih besar daripada investasi awal dan biaya modal yang harus ditanggung. Dengan demikian, konsep ini mengajarkan bahwa keputusan keuangan harus memperhitungkan bukan hanya jumlah uang, tetapi juga kapan uang diterima atau dibayarkan, seberapa besar risiko arus kas tersebut, dan berapa tingkat pengembalian minimum yang disyaratkan. Di era digital, konsep nilai waktu uang tetap relevan, bahkan semakin penting karena keputusan bisnis dilakukan dalam lingkungan yang cepat berubah, penuh ketidakpastian, dan semakin berbasis data.

Kata Kunci: *Time Value of Money, nilai waktu uang, future value, present value, compounding, discounting, anuitas, perpetuitas, NPV, IRR, capital budgeting, financial management.*

1. Pendahuluan

Dalam kehidupan sehari-hari, kita sering dihadapkan pada pilihan antarwaktu. Apakah lebih baik menerima Rp10 juta hari ini atau Rp10 juta satu tahun lagi? Apakah lebih baik membeli mesin secara tunai atau mencicil selama tiga tahun? Apakah perusahaan sebaiknya menerima proyek yang menghasilkan kas besar lima tahun mendatang, tetapi membutuhkan investasi besar hari ini? Apakah mahasiswa lebih baik menabung sejak awal karier atau menunda hingga penghasilan lebih besar? Semua pertanyaan tersebut memiliki inti yang sama, yaitu bagaimana menilai uang pada waktu yang berbeda.

Konsep *Time Value of Money* menjawab persoalan tersebut. Secara sederhana, uang hari ini lebih bernilai daripada uang dengan jumlah nominal yang sama di masa depan. Alasannya, uang hari ini dapat digunakan, diinvestasikan, atau ditempatkan pada instrumen yang menghasilkan pengembalian. Selain itu, masa depan mengandung ketidakpastian. Uang yang dijanjikan di masa depan belum tentu diterima tepat waktu, belum tentu memiliki daya beli yang sama, dan belum tentu bebas dari risiko. Oleh karena itu, waktu menjadi dimensi penting dalam penilaian uang.

Dalam *financial management*, nilai waktu uang merupakan fondasi dari hampir semua keputusan keuangan. Ketika manajer mengevaluasi proyek investasi, ia harus membandingkan kas keluar hari ini dengan kas masuk masa depan. Ketika bank memberikan kredit, bank menghitung nilai cicilan berdasarkan bunga dan waktu. Ketika investor membeli obligasi, ia menilai kupon dan pokok obligasi dengan mendiskontokan arus kas masa depan ke nilai kini. Ketika perusahaan menilai saham, nilai perusahaan dihitung dari nilai kini arus kas masa depan yang diharapkan. Dengan demikian, tanpa pemahaman nilai waktu uang, manajemen keuangan kehilangan dasar analitisnya.

Namun, konsep ini sering kali disalahpahami sebagai sekadar kumpulan rumus. Padahal, *Time Value of Money* adalah cara berpikir. Rumus hanyalah alat. Inti dari konsep ini adalah memahami bahwa keputusan ekonomi selalu terjadi dalam lintasan waktu. Organisasi mengorbankan sumber daya hari ini dengan harapan memperoleh manfaat di masa depan. Karena masa depan tidak pasti dan uang memiliki peluang produktif, maka setiap manfaat masa depan harus diterjemahkan ke nilai saat ini agar dapat dibandingkan secara rasional.

Dalam bab ini, pembahasan dimulai dari pengertian dasar nilai waktu uang, kemudian bergerak ke konsep bunga sederhana, bunga majemuk, nilai masa depan, nilai kini, anuitas, perpetuitas, diskonto, NPV, dan implikasi manajerial. Bab ini juga menunjukkan bahwa nilai waktu uang bukan hanya

relevan untuk perusahaan besar, tetapi juga untuk UMKM, rumah tangga, lembaga pendidikan, rumah sakit, organisasi sosial, dan pemerintah.

2. Hakikat Time Value of Money

Time Value of Money adalah prinsip yang menyatakan bahwa sejumlah uang pada saat ini memiliki nilai lebih tinggi daripada jumlah nominal yang sama di masa depan. Prinsip ini berangkat dari tiga alasan utama: kemampuan uang menghasilkan pengembalian, pengaruh inflasi terhadap daya beli, dan adanya risiko ketidakpastian masa depan.

Pertama, uang memiliki potensi produktif. Jika seseorang memiliki Rp10 juta hari ini, uang tersebut dapat ditempatkan dalam deposito, digunakan untuk membeli persediaan usaha, diinvestasikan dalam instrumen pasar modal, atau dipakai untuk memperbaiki kapasitas produksi. Jika dana tersebut menghasilkan pengembalian 10 persen per tahun, maka Rp10 juta hari ini dapat menjadi Rp11 juta satu tahun mendatang. Oleh sebab itu, Rp10 juta hari ini tidak sama nilainya dengan Rp10 juta tahun depan.

Kedua, inflasi mengurangi daya beli uang. Jika harga barang naik, maka jumlah uang yang sama akan membeli lebih sedikit barang di masa depan. Misalnya, jika inflasi tahunan 5 persen, barang yang hari ini berharga Rp10 juta mungkin akan berharga Rp10,5 juta tahun depan. Dengan demikian, menerima Rp10 juta tahun depan berarti memiliki daya beli yang lebih rendah dibandingkan menerima Rp10 juta hari ini.

Ketiga, masa depan mengandung risiko. Janji pembayaran di masa depan dapat gagal karena pelanggan tidak membayar, perusahaan mengalami kesulitan kas, terjadi perubahan regulasi, krisis ekonomi, gangguan teknologi, atau risiko lainnya. Semakin jauh waktu penerimaan uang, semakin besar ketidakpastian yang harus dipertimbangkan. Karena itu, uang masa depan harus dinilai lebih rendah daripada uang saat ini, kecuali diberi kompensasi melalui tingkat pengembalian yang memadai.

Secara filosofis, nilai waktu uang juga berkaitan dengan preferensi manusia terhadap waktu. Manusia cenderung lebih menyukai manfaat yang dapat dinikmati lebih cepat daripada manfaat yang sama yang harus ditunggu. Dalam ekonomi, hal ini disebut preferensi waktu. Namun, dalam manajemen keuangan, preferensi tersebut diterjemahkan ke dalam tingkat bunga, tingkat diskonto, atau tingkat pengembalian yang disyaratkan.

Dalam konteks bisnis, konsep ini menjadi sangat penting karena perusahaan selalu membuat keputusan antarwaktu. Perusahaan mengeluarkan uang hari ini untuk membeli mesin, membangun pabrik, melakukan riset, membuka cabang, melatih karyawan, atau mengembangkan teknologi. Manfaat dari keputusan tersebut biasanya baru diterima di masa depan. Pertanyaan manajerialnya adalah: apakah manfaat masa depan tersebut cukup besar untuk membenarkan pengorbanan hari ini? Jawaban terhadap pertanyaan ini membutuhkan konsep nilai waktu uang.

3. Bunga sebagai Harga dari Waktu

Bunga dapat dipahami sebagai harga dari penggunaan uang selama periode tertentu. Jika seseorang meminjam uang, ia membayar bunga sebagai kompensasi kepada pemberi pinjaman karena pemberi pinjaman menunda penggunaan uangnya. Jika seseorang menabung atau berinvestasi, ia menerima bunga atau imbal hasil sebagai kompensasi atas penundaan konsumsi dan risiko yang ditanggung.

Dalam sistem keuangan, tingkat bunga memiliki beberapa fungsi. Pertama, bunga menjadi insentif bagi pemilik dana untuk menabung atau menginvestasikan uang. Kedua, bunga menjadi biaya bagi peminjam. Ketiga, bunga menjadi alat alokasi sumber daya, karena proyek yang mampu menghasilkan pengembalian di atas biaya modal akan dianggap layak, sedangkan proyek yang pengembaliannya lebih rendah akan ditolak.

Keempat, bunga menjadi sinyal kondisi ekonomi, inflasi, risiko, dan kebijakan moneter.

Bunga tidak selalu identik dengan keuntungan. Bagi peminjam, bunga adalah biaya modal. Bagi pemberi pinjaman, bunga adalah pendapatan. Bagi manajer keuangan, bunga adalah variabel penting dalam pengambilan keputusan. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin mahal pembiayaan dan semakin rendah nilai kini arus kas masa depan. Sebaliknya, semakin rendah tingkat bunga, semakin murah pembiayaan dan semakin tinggi nilai kini arus kas masa depan.

Dalam praktik, tingkat bunga dipengaruhi oleh banyak faktor. Inflasi yang tinggi cenderung menaikkan tingkat bunga nominal. Risiko kredit yang tinggi membuat pemberi pinjaman meminta bunga lebih tinggi. Jangka waktu pinjaman juga memengaruhi bunga; pinjaman jangka panjang biasanya mengandung risiko waktu lebih besar. Kondisi likuiditas pasar, kebijakan bank sentral, nilai tukar, dan ekspektasi ekonomi juga memengaruhi tingkat bunga.

Dalam manajemen keuangan perusahaan, bunga berhubungan erat dengan biaya modal. Jika perusahaan menggunakan utang, bunga menjadi biaya eksplisit. Jika perusahaan menggunakan ekuitas, biaya modal tidak tampak sebagai bunga, tetapi tetap ada dalam bentuk tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Dengan demikian, semua sumber dana memiliki biaya, baik terlihat maupun tidak terlihat.

4. Bunga Sederhana

Bunga sederhana adalah bunga yang dihitung hanya atas pokok awal. Rumus bunga sederhana adalah:

$$FV = PV \times (1 + r \times n)$$

Keterangan:

- **FV** = *Future Value* atau nilai masa depan
- **PV** = *Present Value* atau nilai kini
- **r** = tingkat bunga per periode
- **n** = jumlah periode

Misalnya, seseorang menempatkan Rp10.000.000 pada instrumen dengan bunga sederhana 10 persen per tahun selama 3 tahun. Maka nilai masa depannya adalah:

$$FV = Rp10.000.000 \times (1 + 0,10 \times 3)$$

$$FV = Rp10.000.000 \times 1,30$$

$$FV = Rp13.000.000$$

Dalam bunga sederhana, bunga setiap tahun tetap dihitung berdasarkan pokok awal Rp10.000.000. Bunga tahun pertama Rp1.000.000, bunga tahun kedua Rp1.000.000, dan bunga tahun ketiga Rp1.000.000. Total bunga selama tiga tahun adalah Rp3.000.000.

Bunga sederhana mudah dipahami dan sering digunakan dalam perhitungan jangka pendek atau transaksi tertentu. Namun, dalam keuangan modern, bunga majemuk lebih umum digunakan karena mencerminkan kenyataan bahwa bunga yang diperoleh dapat diinvestasikan kembali.

5. Bunga Majemuk

Bunga majemuk adalah bunga yang dihitung atas pokok awal dan bunga yang telah terkumpul sebelumnya. Dalam bunga majemuk, bunga menghasilkan bunga. Rumus nilai masa depan dengan bunga majemuk adalah:

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

Jika Rp10.000.000 diinvestasikan dengan bunga majemuk 10 persen per tahun selama 3 tahun, maka:

$$FV = \text{Rp}10.000.000 \times (1 + 0,10)^3$$

$$FV = \text{Rp}10.000.000 \times 1,331$$

$$FV = \text{Rp}13.310.000$$

Hasil ini lebih besar daripada bunga sederhana karena bunga tahun pertama ikut menjadi dasar perhitungan bunga tahun kedua, dan seterusnya.

Perbedaan antara bunga sederhana dan bunga majemuk tampak kecil pada periode pendek, tetapi menjadi sangat besar dalam jangka panjang. Inilah kekuatan *compounding*. Semakin lama waktu investasi, semakin besar efek bunga majemuk. Karena itu, dalam investasi jangka panjang, waktu menjadi sahabat bagi investor yang disiplin.

Contoh sederhana:

Tahun	Nilai dengan Bunga Majemuk 10%
-------	--------------------------------

0	Rp10.000.000
---	--------------

1	Rp11.000.000
---	--------------

2	Rp12.100.000
---	--------------

3	Rp13.310.000
---	--------------

4	Rp14.641.000
---	--------------

5	Rp16.105.100
---	--------------

Dari tabel tersebut terlihat bahwa pertumbuhan tidak bersifat linear, melainkan eksponensial. Semakin panjang periode, semakin besar akumulasi bunga atas bunga.

Dalam konteks manajemen keuangan, bunga majemuk menjadi dasar penilaian investasi, tabungan, utang, obligasi, dana pensiun, dan

perencanaan keuangan. Perusahaan yang mampu menginvestasikan kembali laba dengan tingkat pengembalian tinggi akan mengalami pertumbuhan nilai yang kuat. Sebaliknya, perusahaan yang menanggung utang berbunga majemuk tanpa arus kas memadai dapat menghadapi beban yang semakin berat.

6. Future Value: Nilai Masa Depan

Future Value atau nilai masa depan adalah nilai suatu jumlah uang saat ini pada waktu tertentu di masa depan setelah memperhitungkan tingkat pengembalian. Rumus dasarnya adalah:

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

Konsep ini menjawab pertanyaan: jika saya memiliki uang hari ini dan menginvestasikannya pada tingkat pengembalian tertentu, berapa nilainya di masa depan?

Misalnya, perusahaan memiliki dana idle sebesar Rp500 juta dan dapat menempatkannya pada instrumen yang menghasilkan 8 persen per tahun selama 5 tahun. Maka:

$$FV = Rp500.000.000 \times (1,08)^5$$

$$FV = Rp500.000.000 \times 1,4693$$

$$FV = Rp734.650.000$$

Artinya, jika dana tersebut benar-benar menghasilkan 8 persen per tahun dan pengembaliannya diinvestasikan kembali, maka setelah 5 tahun nilainya menjadi sekitar Rp734,65 juta.

Dalam manajemen keuangan, *future value* digunakan dalam perencanaan dana masa depan. Perusahaan dapat menghitung berapa nilai dana cadangan beberapa tahun mendatang, berapa akumulasi dana pelunasan utang, atau berapa nilai investasi jangka panjang. Individu juga

menggunakan konsep ini untuk perencanaan pendidikan, pensiun, dan pembelian aset.

Namun, nilai masa depan sangat sensitif terhadap tingkat pengembalian dan periode waktu. Semakin tinggi r dan semakin panjang n , semakin besar FV . Karena itu, dalam proyeksi keuangan, asumsi tingkat pengembalian harus realistis. Asumsi terlalu optimistis dapat menghasilkan perencanaan yang menyesatkan.

7. Present Value: Nilai Kini

Present Value atau nilai kini adalah nilai saat ini dari sejumlah uang yang akan diterima di masa depan setelah didiskontokan dengan tingkat diskonto tertentu. Rumus dasarnya adalah:

$$PV = FV / (1 + r)^n$$

Konsep ini menjawab pertanyaan: berapa nilai saat ini dari uang yang akan diterima di masa depan?

Misalnya, seseorang akan menerima Rp100.000.000 tiga tahun lagi. Jika tingkat diskonto yang relevan adalah 10 persen per tahun, maka nilai kininya adalah:

$$PV = Rp100.000.000 / (1,10)^3$$

$$PV = Rp100.000.000 / 1,331$$

$$PV = Rp75.131.480$$

Artinya, Rp100 juta yang diterima tiga tahun lagi setara dengan sekitar Rp75,13 juta hari ini jika tingkat diskonto 10 persen.

Konsep nilai kini sangat penting karena keputusan investasi biasanya melibatkan pengeluaran hari ini dan penerimaan kas di masa depan. Agar dapat dibandingkan, arus kas masa depan harus dikonversi ke nilai kini.

Tanpa diskonto, manajer dapat keliru menganggap bahwa Rp100 juta tiga tahun lagi sama dengan Rp100 juta hari ini.

Tingkat diskonto mencerminkan biaya kesempatan, inflasi, dan risiko. Jika arus kas masa depan lebih berisiko, tingkat diskonto harus lebih tinggi. Semakin tinggi tingkat diskonto, semakin rendah nilai kini. Ini berarti proyek yang arus kasnya jauh di masa depan akan sangat sensitif terhadap perubahan tingkat diskonto.

8. Discounting dan Compounding

Dalam *Time Value of Money*, terdapat dua proses utama: *compounding* dan *discounting*.

Compounding adalah proses membawa uang saat ini ke masa depan. Rumusnya menggunakan nilai masa depan:

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

Discounting adalah proses membawa uang masa depan ke saat ini. Rumusnya menggunakan nilai kini:

$$PV = FV / (1 + r)^n$$

Kedua proses ini merupakan dua sisi dari mata uang yang sama. Jika *compounding* bertanya "berapa nilai uang hari ini di masa depan?", maka *discounting* bertanya "berapa nilai uang masa depan hari ini?"

Dalam pengambilan keputusan keuangan, *discounting* lebih sering digunakan karena manajer biasanya harus menilai arus kas masa depan. Misalnya, suatu proyek membutuhkan investasi Rp1 miliar hari ini dan diperkirakan menghasilkan kas Rp300 juta per tahun selama lima tahun. Untuk mengetahui apakah proyek tersebut layak, manajer tidak cukup menjumlahkan kas masa depan menjadi Rp1,5 miliar. Ia harus mendiskontokan setiap arus kas ke nilai kini, lalu membandingkannya dengan investasi awal.

Kesalahan umum dalam pengambilan keputusan adalah mengabaikan diskonto. Banyak proyek tampak menarik jika hanya dilihat dari total penerimaan nominal. Namun, setelah memperhitungkan waktu dan risiko, nilai kininya mungkin tidak cukup besar. Oleh karena itu, *discounting* adalah alat disiplin agar keputusan investasi tidak tertipu oleh angka nominal masa depan.

9. Anuitas

Anuitas adalah serangkaian pembayaran atau penerimaan kas dalam jumlah yang sama pada interval waktu yang sama. Contoh anuitas adalah cicilan pinjaman, pembayaran sewa, pembayaran premi, tabungan rutin, atau penerimaan kas tetap setiap tahun.

Terdapat dua jenis anuitas utama: anuitas biasa dan anuitas jatuh tempo. Anuitas biasa terjadi ketika pembayaran dilakukan pada akhir periode. Anuitas jatuh tempo terjadi ketika pembayaran dilakukan pada awal periode.

9.1 Future Value of Annuity

Rumus nilai masa depan anuitas biasa adalah:

$$\mathbf{FVA = PMT \times [((1 + r)^n - 1) / r]}$$

Keterangan:

- **FVA** = nilai masa depan anuitas
- **PMT** = pembayaran periodik
- **r** = tingkat bunga per periode
- **n** = jumlah periode

Misalnya, seseorang menabung Rp5.000.000 setiap akhir tahun selama 5 tahun dengan tingkat pengembalian 8 persen. Maka:

$$FVA = Rp5.000.000 \times [((1,08)^5 - 1) / 0,08]$$

$$FVA = Rp5.000.000 \times 5,8666$$

$$FVA = Rp29.333.000$$

Artinya, tabungan rutin Rp5 juta per tahun selama lima tahun akan menjadi sekitar Rp29,33 juta pada akhir tahun kelima.

9.2 Present Value of Annuity

Rumus nilai kini anuitas biasa adalah:

$$PVA = PMT \times [(1 - (1 + r)^{-n}) / r]$$

Misalnya, perusahaan akan menerima Rp200.000.000 setiap akhir tahun selama 4 tahun. Jika tingkat diskonto 10 persen, maka:

$$PVA = Rp200.000.000 \times [(1 - (1,10)^{-4}) / 0,10]$$

$$PVA = Rp200.000.000 \times 3,1699$$

$$PVA = Rp633.980.000$$

Artinya, empat penerimaan tahunan masing-masing Rp200 juta memiliki nilai kini sekitar Rp633,98 juta.

Konsep anuitas sangat penting dalam pinjaman, leasing, pensiun, obligasi, dan evaluasi proyek yang menghasilkan arus kas stabil. Dalam kredit bank, cicilan tetap dihitung berdasarkan nilai kini dari seluruh pembayaran masa depan. Dalam perencanaan pensiun, kebutuhan dana masa depan sering dihitung sebagai anuitas.

10. Perpetuitas

Perpetuitas adalah arus kas tetap yang berlangsung selamanya. Walaupun tampak abstrak, konsep ini digunakan dalam valuasi keuangan, terutama untuk menilai instrumen atau bisnis yang diasumsikan menghasilkan arus kas stabil jangka panjang.

Rumus nilai kini perpetuitas adalah:

$$PV = C / r$$

Keterangan:

- **C** = arus kas periodik tetap
- **r** = tingkat diskonto

Misalnya, suatu aset menghasilkan Rp50.000.000 per tahun selamanya. Jika tingkat diskonto 10 persen, maka nilai aset tersebut adalah:

$$PV = \text{Rp}50.000.000 / 0,10$$

$$PV = \text{Rp}500.000.000$$

Jika arus kas tumbuh konstan, digunakan rumus *growing perpetuity*:

$$PV = C_1 / (r - g)$$

Keterangan:

- **C₁** = arus kas periode berikutnya
- **r** = tingkat diskonto
- **g** = tingkat pertumbuhan konstan

Misalnya, perusahaan diperkirakan menghasilkan arus kas Rp100 juta tahun depan dan tumbuh 4 persen per tahun selamanya. Jika tingkat diskonto 10 persen, maka:

$$PV = \text{Rp}100.000.000 / (0,10 - 0,04)$$

$$PV = \text{Rp}1.666.666.667$$

Rumus ini banyak digunakan dalam valuasi saham melalui model diskonto dividen atau model arus kas bebas. Namun, penggunaannya memerlukan kehati-hatian. Selisih kecil antara *r* dan *g* dapat menghasilkan nilai yang sangat besar. Jika asumsi pertumbuhan terlalu optimistis, valuasi dapat menjadi tidak realistis.

11. Net Present Value

Net Present Value atau NPV adalah selisih antara nilai kini arus kas masuk masa depan dengan investasi awal atau arus kas keluar. Rumus umumnya adalah:

$$\text{NPV} = \sum [\text{CF}_t / (1 + r)^t] - C_0$$

Keterangan:

- **CF_t** = arus kas pada periode t
- **r** = tingkat diskonto atau biaya modal
- **t** = periode waktu
- **C₀** = investasi awal

Aturan keputusan NPV sederhana:

- Jika NPV > 0, proyek menciptakan nilai dan layak dipertimbangkan.
- Jika NPV = 0, proyek menghasilkan pengembalian sama dengan biaya modal.
- Jika NPV < 0, proyek mengurangi nilai dan sebaiknya ditolak.

Misalnya, perusahaan mempertimbangkan proyek dengan investasi awal Rp1.000.000.000. Proyek diperkirakan menghasilkan arus kas Rp300.000.000 per tahun selama 5 tahun. Biaya modal perusahaan adalah 10 persen.

Nilai kini arus kas:

Tahun 1: $\text{Rp}300.000.000 / 1,10 = \text{Rp}272.727.273$

Tahun 2: $\text{Rp}300.000.000 / 1,10^2 = \text{Rp}247.933.884$

Tahun 3: $\text{Rp}300.000.000 / 1,10^3 = \text{Rp}225.394.440$

Tahun 4: $\text{Rp}300.000.000 / 1,10^4 = \text{Rp}204.904.036$

Tahun 5: $\text{Rp}300.000.000 / 1,10^5 = \text{Rp}186.276.397$

Total nilai kini = Rp1.137.236.030

NPV = Rp1.137.236.030 – Rp1.000.000.000

NPV = Rp137.236.030

Karena NPV positif, proyek tersebut menciptakan nilai sekitar Rp137,24 juta setelah memperhitungkan biaya modal 10 persen.

NPV dianggap sebagai metode yang kuat karena memperhitungkan seluruh arus kas, waktu penerimaan, risiko melalui tingkat diskonto, dan nilai tambah ekonomi. Namun, NPV juga bergantung pada kualitas estimasi arus kas dan tingkat diskonto. Jika asumsi salah, hasil NPV juga dapat menyesatkan.

12. Internal Rate of Return

Internal Rate of Return atau IRR adalah tingkat diskonto yang membuat NPV suatu proyek sama dengan nol. Dengan kata lain, IRR adalah tingkat pengembalian internal proyek.

Secara matematis:

$$0 = \sum [CF_t / (1 + IRR)^t] - C_0$$

Jika IRR lebih besar daripada biaya modal, proyek dianggap layak. Jika IRR lebih rendah daripada biaya modal, proyek sebaiknya ditolak.

IRR populer karena mudah dipahami sebagai persentase pengembalian. Manajer sering lebih nyaman mengatakan “proyek ini menghasilkan IRR 18 persen” daripada “proyek ini memiliki NPV Rp500 juta.” Namun, IRR memiliki keterbatasan. Pada proyek dengan arus kas tidak konvensional, dapat muncul lebih dari satu IRR. Selain itu, IRR dapat menyesatkan ketika membandingkan proyek dengan skala investasi berbeda.

Misalnya, proyek A memiliki IRR 30 persen tetapi hanya membutuhkan investasi Rp10 juta dan menghasilkan NPV Rp2 juta. Proyek B memiliki IRR

18 persen tetapi membutuhkan investasi Rp1 miliar dan menghasilkan NPV Rp150 juta. Jika tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai, proyek B lebih menarik meskipun IRR-nya lebih rendah, karena menciptakan nilai absolut lebih besar.

Oleh karena itu, dalam keputusan investasi strategis, NPV biasanya lebih diutamakan daripada IRR. IRR tetap berguna sebagai indikator tambahan, tetapi tidak boleh menjadi satu-satunya dasar keputusan.

13. Payback Period dan Discounted Payback Period

Payback period adalah waktu yang diperlukan untuk mengembalikan investasi awal dari arus kas proyek. Misalnya, investasi awal Rp500 juta menghasilkan kas Rp100 juta per tahun. Maka *payback period* adalah 5 tahun.

Metode ini mudah dipahami, tetapi memiliki dua kelemahan utama. Pertama, metode ini mengabaikan nilai waktu uang. Kedua, metode ini mengabaikan arus kas setelah periode pengembalian. Proyek yang cepat balik modal belum tentu paling menguntungkan.

Untuk memperbaiki kelemahan pertama, digunakan *discounted payback period*, yaitu periode pengembalian berdasarkan arus kas yang telah didiskontokan. Metode ini memperhitungkan nilai waktu uang, tetapi tetap mengabaikan arus kas setelah periode pengembalian.

Dalam praktik, *payback period* sering digunakan sebagai alat tambahan untuk menilai risiko likuiditas. Proyek dengan *payback* cepat lebih aman dari sisi pengembalian modal. Namun, untuk menilai penciptaan nilai, NPV tetap lebih unggul.

14. Tingkat Diskonto dan Biaya Modal

Salah satu keputusan paling penting dalam penerapan nilai waktu uang adalah menentukan tingkat diskonto. Tingkat diskonto bukan angka sembarang. Ia mencerminkan biaya kesempatan, risiko, inflasi, dan biaya modal.

Dalam perusahaan, tingkat diskonto sering dikaitkan dengan *weighted average cost of capital* atau WACC. WACC adalah rata-rata tertimbang biaya utang dan biaya ekuitas. Jika proyek memiliki risiko yang sama dengan risiko perusahaan, WACC dapat digunakan sebagai tingkat diskonto. Namun, jika proyek lebih berisiko, tingkat diskonto harus disesuaikan lebih tinggi. Jika proyek lebih aman, tingkat diskonto dapat lebih rendah.

Kesalahan menentukan tingkat diskonto dapat mengubah keputusan. Proyek yang tampak layak pada diskonto 8 persen mungkin menjadi tidak layak pada diskonto 15 persen. Karena itu, manajer keuangan harus berhati-hati dalam menetapkan tingkat diskonto.

Beberapa faktor yang memengaruhi tingkat diskonto adalah:

1. Tingkat bunga bebas risiko.
2. Inflasi yang diharapkan.
3. Risiko bisnis proyek.
4. Risiko keuangan akibat leverage.
5. Risiko industri.
6. Risiko negara.
7. Risiko mata uang.
8. Struktur pendanaan.
9. Preferensi investor.
10. Kondisi pasar modal.

Dalam konteks Indonesia, tingkat diskonto proyek juga perlu memperhatikan risiko nilai tukar, regulasi, biaya logistik, ketidakpastian

permintaan, perubahan teknologi, dan kondisi makroekonomi. Proyek infrastruktur, manufaktur, digital, dan pendidikan memiliki karakter risiko yang berbeda sehingga tidak selalu pantas menggunakan tingkat diskonto yang sama.

15. Inflasi dan Nilai Waktu Uang

Inflasi adalah kenaikan umum harga barang dan jasa. Inflasi memengaruhi nilai waktu uang karena mengurangi daya beli uang di masa depan. Jika inflasi tinggi, maka uang masa depan harus didiskontokan lebih besar.

Dalam analisis keuangan, penting membedakan tingkat bunga nominal dan tingkat bunga riil. Tingkat bunga nominal adalah tingkat bunga yang terlihat atau dinyatakan. Tingkat bunga riil adalah tingkat bunga setelah memperhitungkan inflasi.

Secara sederhana:

Tingkat bunga riil $\approx$ Tingkat bunga nominal – Inflasi

Jika tingkat bunga nominal 10 persen dan inflasi 4 persen, maka tingkat bunga riil sekitar 6 persen. Rumus yang lebih tepat adalah:

$$1 + r \text{ nominal} = (1 + r \text{ riil}) \times (1 + \text{inflasi})$$

Misalnya, jika tingkat bunga nominal 10 persen dan inflasi 4 persen:

$$1 + r \text{ riil} = 1,10 / 1,04$$

$$r \text{ riil} = 5,77 \text{ persen}$$

Dalam penganggaran modal, konsistensi sangat penting. Jika arus kas dinyatakan dalam nilai nominal, maka diskonto harus menggunakan tingkat nominal. Jika arus kas dinyatakan dalam nilai riil, maka diskonto harus menggunakan tingkat riil. Mencampur arus kas nominal dengan tingkat diskonto riil, atau sebaliknya, akan menghasilkan keputusan yang salah.

16. Risiko dan Nilai Waktu Uang

Waktu dan risiko saling terkait. Semakin panjang periode penerimaan kas, semakin besar kemungkinan terjadi perubahan kondisi. Risiko dapat berasal dari pasar, teknologi, regulasi, operasional, kredit, likuiditas, sosial, lingkungan, dan geopolitik.

Dalam nilai waktu uang, risiko biasanya dimasukkan melalui tingkat diskonto. Arus kas yang lebih berisiko didiskontokan dengan tingkat lebih tinggi. Akibatnya, nilai kininya lebih rendah. Ini mencerminkan prinsip bahwa investor meminta kompensasi lebih besar untuk menanggung risiko lebih tinggi.

Misalnya, dua proyek sama-sama menjanjikan arus kas Rp1 miliar lima tahun mendatang. Proyek A berada di industri stabil, sedangkan proyek B berada di industri sangat berisiko. Jika proyek A didiskontokan 8 persen, nilai kininya sekitar Rp680,6 juta. Jika proyek B didiskontokan 18 persen, nilai kininya sekitar Rp437,1 juta. Walaupun arus kas nominal sama, nilai ekonominya berbeda karena risiko berbeda.

Manajer keuangan tidak boleh hanya melihat besarnya arus kas, tetapi juga probabilitas dan kualitas arus kas. Arus kas yang pasti lebih bernilai daripada arus kas yang tidak pasti. Arus kas yang cepat diterima lebih bernilai daripada arus kas yang jauh di masa depan. Arus kas yang stabil lebih bernilai daripada arus kas yang sangat fluktuatif.

17. Time Value of Money dalam Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah keputusan mengalokasikan dana hari ini untuk memperoleh manfaat masa depan. Karena itu, nilai waktu uang menjadi inti dari *capital budgeting*.

Contoh keputusan investasi meliputi:

1. Membeli mesin baru.
2. Membangun pabrik.
3. Membuka cabang.
4. Mengembangkan produk baru.
5. Mengadopsi teknologi digital.
6. Melakukan riset dan pengembangan.
7. Mengakuisisi perusahaan lain.
8. Membangun sistem informasi.
9. Menambah kendaraan operasional.
10. Melakukan pelatihan SDM jangka panjang.

Setiap keputusan tersebut memerlukan analisis arus kas. Manajer perlu menghitung investasi awal, arus kas operasi tambahan, penghematan biaya, nilai sisa, pajak, kebutuhan modal kerja, dan risiko. Setelah itu, arus kas masa depan didiskontokan ke nilai kini.

Misalnya, sebuah perusahaan manufaktur mempertimbangkan pembelian mesin otomatis senilai Rp2 miliar. Mesin tersebut diperkirakan menghemat biaya tenaga kerja dan meningkatkan efisiensi sebesar Rp600 juta per tahun selama 5 tahun. Jika biaya modal 12 persen, nilai kini penghematan tahunan dihitung sebagai anuitas:

$$PVA = Rp600.000.000 \times [(1 - (1,12)^{-5}) / 0,12]$$

$$PVA = Rp600.000.000 \times 3,6048$$

$$PVA = Rp2.162.880.000$$

$$NPV = Rp2.162.880.000 - Rp2.000.000.000$$

$$NPV = Rp162.880.000$$

Karena NPV positif, investasi tersebut layak secara finansial, dengan asumsi estimasi penghematan realistis.

Namun, keputusan tidak boleh berhenti pada angka. Manajemen juga perlu menilai risiko teknologi, kemampuan operator, biaya pemeliharaan, ketersediaan suku cadang, dampak terhadap tenaga kerja, dan kemungkinan perubahan permintaan. Nilai waktu uang memberikan dasar kuantitatif, tetapi keputusan akhir tetap memerlukan pertimbangan strategis.

18. Time Value of Money dalam Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan berkaitan dengan bagaimana perusahaan memperoleh dana. Perusahaan dapat menggunakan utang, ekuitas, laba ditahan, leasing, obligasi, atau kombinasi sumber dana. Setiap sumber dana memiliki biaya yang terkait dengan waktu.

Dalam pinjaman bank, nilai waktu uang tampak dalam bunga dan jadwal cicilan. Semakin panjang tenor pinjaman, semakin besar total bunga yang dibayar, meskipun cicilan bulanan mungkin lebih kecil. Manajer keuangan harus membandingkan antara beban bunga, fleksibilitas kas, risiko likuiditas, dan kebutuhan investasi.

Misalnya, perusahaan membutuhkan dana Rp1 miliar. Bank menawarkan pinjaman dengan bunga 12 persen per tahun selama 5 tahun dengan cicilan tahunan tetap. Cicilan dihitung menggunakan rumus anuitas. Perusahaan harus menilai apakah arus kas operasi cukup untuk membayar cicilan tersebut tanpa mengganggu modal kerja.

Keputusan pendanaan juga berkaitan dengan biaya modal. Jika perusahaan menggunakan utang terlalu banyak, biaya bunga dan risiko gagal bayar meningkat. Jika menggunakan ekuitas terlalu banyak, kepemilikan pemilik lama dapat terdilusi. Jika hanya menggunakan laba ditahan, pertumbuhan

mungkin lebih lambat. Nilai waktu uang membantu membandingkan biaya berbagai alternatif pendanaan.

Dalam obligasi, investor menilai nilai kini kupon dan nilai pokok yang dibayar di masa depan. Harga obligasi naik ketika tingkat bunga pasar turun, dan turun ketika tingkat bunga pasar naik. Hal ini terjadi karena kupon masa depan didiskontokan dengan tingkat diskonto yang berubah. Dengan demikian, nilai waktu uang juga menjelaskan hubungan terbalik antara harga obligasi dan tingkat bunga.

19. Time Value of Money dalam Keputusan Dividen

Keputusan dividen berkaitan dengan apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan untuk reinvestasi. Nilai waktu uang membantu memahami trade-off antara dividen sekarang dan pertumbuhan masa depan.

Jika perusahaan memiliki peluang investasi yang menghasilkan pengembalian tinggi, menahan laba dapat menciptakan nilai lebih besar daripada membagikannya sebagai dividen. Sebaliknya, jika perusahaan tidak memiliki proyek yang layak, membagikan dividen dapat lebih baik agar pemegang saham dapat menginvestasikan dana di tempat lain.

Misalnya, perusahaan dapat menahan laba Rp10 miliar untuk proyek yang menghasilkan pengembalian 18 persen, sementara pemegang saham hanya dapat memperoleh 10 persen dari alternatif investasi lain. Dalam kondisi ini, reinvestasi dapat menciptakan nilai. Namun, jika proyek internal hanya menghasilkan 6 persen, pembagian dividen mungkin lebih rasional.

Nilai waktu uang juga menjelaskan mengapa dividen yang diterima lebih cepat dapat lebih bernilai bagi investor tertentu, terutama yang membutuhkan arus kas. Namun, investor pertumbuhan mungkin lebih memilih laba ditahan jika perusahaan mampu mengubah laba tersebut menjadi nilai masa depan yang lebih besar.

Dengan demikian, keputusan dividen harus mempertimbangkan biaya modal, peluang investasi, kebutuhan kas, ekspektasi investor, dan strategi jangka panjang.

20. Time Value of Money dalam Modal Kerja

Modal kerja mencakup kas, piutang, persediaan, dan utang usaha. Nilai waktu uang sangat relevan dalam pengelolaan modal kerja karena modal yang tertahan terlalu lama memiliki biaya kesempatan.

Piutang yang lambat tertagih mengurangi nilai uang. Jika perusahaan menjual secara kredit Rp1 miliar dan pelanggan membayar setelah 90 hari, perusahaan kehilangan kesempatan menggunakan kas selama 90 hari. Jika biaya modal perusahaan 12 persen per tahun, keterlambatan tersebut memiliki biaya ekonomi. Oleh karena itu, kebijakan kredit dan penagihan harus memperhitungkan nilai waktu uang.

Persediaan juga memiliki biaya waktu. Barang yang terlalu lama tersimpan mengikat modal, membutuhkan biaya gudang, dan berisiko rusak atau usang. Dalam bisnis ritel, persediaan yang lambat berputar dapat mengurangi profitabilitas meskipun laporan laba rugi menunjukkan margin positif.

Utang usaha dapat menjadi sumber pembiayaan spontan. Jika pemasok memberikan tempo pembayaran 30 hari tanpa bunga, perusahaan memperoleh manfaat karena dapat menggunakan barang atau bahan baku sebelum membayar. Namun, jika pemasok menawarkan diskon tunai untuk pembayaran cepat, manajer harus menghitung apakah diskon tersebut lebih menguntungkan daripada menunda pembayaran.

Contoh: pemasok menawarkan syarat 2/10, net 30. Artinya pembeli mendapat diskon 2 persen jika membayar dalam 10 hari, atau membayar penuh dalam 30 hari. Menolak diskon berarti perusahaan "meminjam" selama 20 hari dengan biaya 2 persen. Jika dihitung tahunan, biaya

implisitnya dapat sangat tinggi. Nilai waktu uang membantu mengevaluasi keputusan seperti ini.

21. Time Value of Money dalam Perencanaan Keuangan Pribadi dan Organisasi

Walaupun bab ini berada dalam konteks *financial management*, konsep nilai waktu uang juga sangat berguna untuk perencanaan pribadi.

Menabung sejak dini memberi keuntungan besar karena efek bunga majemuk. Dalam perencanaan pendidikan, dana pensiun, pembelian rumah, atau dana darurat, waktu menjadi faktor penentu.

Misalnya, seseorang menabung Rp1 juta per bulan selama 20 tahun dengan pengembalian 8 persen per tahun. Hasil akhirnya akan jauh lebih besar daripada sekadar Rp240 juta setoran pokok karena adanya compounding. Sebaliknya, menunda menabung selama 10 tahun akan membutuhkan setoran jauh lebih besar untuk mencapai target yang sama.

Dalam organisasi pendidikan, rumah sakit, yayasan, dan lembaga sosial, nilai waktu uang dapat digunakan untuk merencanakan dana abadi, investasi fasilitas, beasiswa, pengadaan alat, atau pembangunan gedung. Lembaga nirlaba pun perlu memahami bahwa dana yang diterima, digunakan, atau ditunda memiliki nilai ekonomi berbeda.

Bagi pemerintah, nilai waktu uang digunakan dalam evaluasi proyek publik. Pembangunan jalan, pelabuhan, bendungan, rumah sakit, dan infrastruktur digital membutuhkan biaya hari ini dengan manfaat jangka panjang. Analisis biaya-manfaat harus mendiskontokan manfaat dan biaya masa depan agar keputusan publik lebih rasional.

22. Kesalahan Umum dalam Memahami Time Value of Money

Terdapat beberapa kesalahan umum dalam penerapan nilai waktu uang.

Pertama, hanya melihat jumlah nominal. Banyak orang menganggap Rp1 miliar lima tahun lagi sama dengan Rp1 miliar hari ini. Padahal, nilai kini Rp1 miliar lima tahun lagi bisa jauh lebih rendah tergantung tingkat diskonto.

Kedua, mengabaikan inflasi. Pengembalian nominal tinggi belum tentu menguntungkan jika inflasi juga tinggi. Yang penting adalah pengembalian riil.

Ketiga, menggunakan tingkat diskonto yang tidak sesuai risiko. Proyek berisiko tinggi tidak seharusnya didiskontokan dengan tingkat rendah. Jika risiko diremehkan, NPV dapat terlihat positif padahal sebenarnya rapuh.

Keempat, mencampur arus kas nominal dan tingkat diskonto riil. Analisis harus konsisten. Arus kas nominal harus didiskontokan dengan tingkat nominal, sedangkan arus kas riil harus didiskontokan dengan tingkat riil.

Kelima, menganggap IRR selalu lebih baik daripada NPV. IRR mudah dipahami, tetapi dapat menyesatkan dalam proyek dengan skala berbeda atau arus kas tidak konvensional.

Keenam, mengabaikan biaya kesempatan. Dana yang digunakan untuk satu proyek tidak dapat digunakan untuk proyek lain. Nilai waktu uang mengingatkan bahwa setiap keputusan memiliki alternatif yang dikorbankan.

Ketujuh, terlalu percaya pada proyeksi. Rumus TVM tampak pasti, tetapi inputnya sering berupa estimasi. Oleh sebab itu, analisis sensitivitas dan skenario sangat diperlukan.

23. Analisis Sensitivitas dalam Time Value of Money

Karena TVM sangat bergantung pada asumsi, manajer perlu melakukan analisis sensitivitas. Analisis sensitivitas menguji bagaimana perubahan variabel utama memengaruhi hasil keputusan.

Variabel yang sering diuji antara lain:

1. Tingkat diskonto.
2. Pertumbuhan pendapatan.
3. Biaya operasional.
4. Investasi awal.
5. Nilai sisa.
6. Inflasi.
7. Kurs.
8. Volume penjualan.
9. Harga jual.
10. Umur proyek.

Misalnya, proyek memiliki NPV positif Rp200 juta pada diskonto 10 persen. Namun, jika diskonto naik menjadi 14 persen, NPV turun menjadi negatif Rp50 juta. Ini berarti proyek sangat sensitif terhadap biaya modal. Manajemen harus berhati-hati jika kondisi suku bunga tidak stabil.

Analisis skenario juga berguna. Manajemen dapat membuat skenario optimistis, moderat, dan pesimistis. Dengan demikian, keputusan tidak hanya berdasarkan satu angka, tetapi pada rentang kemungkinan. Dalam lingkungan VUCA—volatil, tidak pasti, kompleks, dan ambigu—pendekatan skenario sangat penting.

24. Time Value of Money dan Digital Finance

Di era digital, nilai waktu uang muncul dalam bentuk baru. Fintech, pinjaman daring, *buy now pay later*, investasi digital, crowdfunding, robo-advisor, dan aset digital semuanya menggunakan prinsip TVM, baik secara eksplisit maupun implisit.

Pada layanan *buy now pay later*, konsumen memperoleh barang hari ini dan membayar kemudian. Secara ekonomi, ini adalah transaksi antarwaktu. Jika biaya administrasi atau bunga tersembunyi tinggi, konsumen sebenarnya membayar harga waktu yang mahal.

Pada fintech lending, pemberi pinjaman menilai risiko peminjam dan menetapkan tingkat bunga. Semakin tinggi risiko gagal bayar, semakin tinggi bunga. Nilai waktu uang dan risiko kredit menjadi dasar model bisnis.

Pada investasi digital, aplikasi sering menampilkan proyeksi pertumbuhan dana. Pengguna harus memahami bahwa proyeksi tersebut bergantung pada asumsi tingkat pengembalian. Tanpa literasi TVM, pengguna mudah terjebak pada janji imbal hasil tinggi.

Pada perusahaan digital, valuasi sering bergantung pada arus kas masa depan yang jauh. Startup mungkin belum laba hari ini, tetapi dinilai tinggi karena ekspektasi pertumbuhan. Dalam kasus seperti ini, tingkat diskonto dan asumsi pertumbuhan menjadi sangat menentukan. Perubahan kecil dalam asumsi dapat mengubah valuasi secara besar.

Dengan demikian, digitalisasi tidak menghilangkan relevansi nilai waktu uang. Justru, digitalisasi membuat pemahaman TVM semakin penting karena keputusan keuangan menjadi lebih cepat, lebih kompleks, dan lebih mudah diakses masyarakat luas.

25. Studi Kasus Naratif: Investasi Mesin Produksi pada UMKM

Sebuah UMKM makanan di Bogor bernama "Nusantara Snack" sedang mempertimbangkan pembelian mesin pengemas otomatis. Selama ini, proses pengemasan dilakukan manual oleh karyawan. Permintaan produk meningkat, tetapi kapasitas terbatas. Pemilik usaha mendapat tawaran mesin senilai Rp300 juta. Mesin tersebut diperkirakan dapat menghemat biaya tenaga kerja dan mengurangi produk rusak sebesar Rp90 juta per tahun selama 5 tahun. Nilai sisa mesin pada akhir tahun kelima diperkirakan Rp30 juta. Biaya modal UMKM diperkirakan 12 persen.

Pertanyaan: apakah mesin tersebut layak dibeli?

Arus kas tahunan adalah Rp90 juta selama 5 tahun, ditambah nilai sisa Rp30 juta pada akhir tahun kelima.

Nilai kini penghematan tahunan:

$$PVA = Rp90.000.000 \times [(1 - (1,12)^{-5}) / 0,12]$$

$$PVA = Rp90.000.000 \times 3,6048$$

$$PVA = Rp324.432.000$$

Nilai kini nilai sisa:

$$PV = Rp30.000.000 / (1,12)^5$$

$$PV = Rp30.000.000 / 1,7623$$

$$PV = Rp17.023.000$$

Total nilai kini manfaat:

$$Rp324.432.000 + Rp17.023.000 = Rp341.455.000$$

NPV:

$$Rp341.455.000 - Rp300.000.000 = Rp41.455.000$$

Karena NPV positif, pembelian mesin layak secara finansial. Namun, keputusan akhir tetap perlu mempertimbangkan faktor nonkeuangan: kemampuan operator, biaya perawatan, ketersediaan listrik, risiko kerusakan, perubahan permintaan, dan dampak terhadap karyawan.

Kasus ini menunjukkan bahwa TVM membantu UMKM mengambil keputusan lebih rasional. Tanpa TVM, pemilik mungkin hanya melihat harga mesin yang mahal. Dengan TVM, ia dapat melihat bahwa manfaat masa depan, setelah didiskontokan, masih lebih besar daripada biaya hari ini.

26. Implikasi Manajerial

Pemahaman nilai waktu uang memiliki beberapa implikasi manajerial.

Pertama, manajer harus berpikir dalam arus kas, bukan hanya laba akuntansi. Keputusan keuangan didasarkan pada kas yang diterima dan dibayarkan pada waktu tertentu. Laba penting, tetapi kas menentukan kemampuan organisasi bertahan dan bertumbuh.

Kedua, waktu penerimaan kas sangat penting. Proyek yang menghasilkan kas lebih cepat biasanya lebih bernilai, terutama dalam lingkungan berisiko. Kecepatan konversi kas menjadi salah satu sumber keunggulan manajerial.

Ketiga, biaya modal harus menjadi acuan. Tidak semua proyek yang menghasilkan laba layak dijalankan. Proyek harus menghasilkan pengembalian di atas biaya modal agar menciptakan nilai.

Keempat, risiko harus dihargai. Arus kas berisiko tidak boleh dinilai sama dengan arus kas pasti. Manajemen harus menyesuaikan tingkat diskonto atau melakukan analisis risiko secara eksplisit.

Kelima, compounding dapat menjadi kekuatan pertumbuhan atau sumber bahaya. Jika perusahaan menginvestasikan kembali laba pada proyek produktif, nilai perusahaan bertumbuh. Namun, jika perusahaan menanggung utang berbunga tinggi, beban compounding dapat menghancurkan kas.

Keenam, keputusan keuangan harus konsisten antarwaktu. Strategi jangka pendek yang memperindah laba tetapi merusak arus kas masa depan dapat mengurangi nilai perusahaan. Sebaliknya, investasi jangka panjang yang dirancang baik dapat menciptakan nilai berkelanjutan.

27. Relevansi untuk Mahasiswa dan Pengajaran Manajemen

Bagi mahasiswa manajemen, TVM adalah pintu masuk untuk memahami logika keuangan modern. Rumus-rumus FV, PV, anuitas, perpetuitas, NPV, dan IRR bukan sekadar alat hitung, tetapi bahasa untuk memahami keputusan bisnis.

Dalam pengajaran, konsep ini sebaiknya diajarkan melalui kasus nyata. Misalnya, mahasiswa dapat diminta membandingkan dua pilihan: menerima Rp50 juta hari ini atau Rp70 juta tiga tahun mendatang. Dengan tingkat diskonto tertentu, mahasiswa menghitung nilai kini dan membuat keputusan. Kemudian diskusi diperluas: bagaimana jika inflasi naik? Bagaimana jika risiko gagal bayar meningkat? Bagaimana jika dana hari ini dapat diinvestasikan pada bisnis kecil?

Pendekatan ini membantu mahasiswa melihat bahwa keuangan bukan sekadar matematika, tetapi penalaran ekonomi. Mahasiswa belajar bahwa setiap keputusan memiliki dimensi waktu, risiko, dan kesempatan. Mereka juga belajar bahwa angka harus ditafsirkan dalam konteks.

Di era AI, mahasiswa dapat menggunakan spreadsheet, kalkulator finansial, atau aplikasi digital untuk menghitung TVM. Namun, kemampuan memahami asumsi tetap lebih penting daripada sekadar mendapatkan hasil. AI dapat membantu menghitung, tetapi manusia harus menilai apakah asumsi masuk akal.

28. Ringkasan Bab

Time Value of Money adalah prinsip bahwa uang hari ini lebih bernilai daripada uang dengan jumlah nominal sama di masa depan. Prinsip ini didasarkan pada potensi pengembalian, inflasi, risiko, dan preferensi waktu.

Konsep utama TVM meliputi:

1. Bunga sederhana.
2. Bunga majemuk.
3. Nilai masa depan.
4. Nilai kini.
5. Compounding.
6. Discounting.
7. Anuitas.
8. Perpetuitas.
9. NPV.
10. IRR.
11. Payback period.
12. Tingkat diskonto.
13. Biaya modal.
14. Inflasi.
15. Risiko.

Dalam manajemen keuangan, TVM digunakan untuk mengevaluasi investasi, menentukan struktur pendanaan, menilai obligasi dan saham, menyusun rencana kas, mengelola modal kerja, dan merancang strategi pertumbuhan. Konsep ini mengajarkan bahwa keputusan keuangan tidak

boleh hanya melihat jumlah uang, tetapi juga waktu, risiko, dan biaya kesempatan.

29. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa *Time Value of Money* merupakan fondasi utama dalam *financial management*. Tanpa konsep ini, organisasi akan kesulitan membandingkan uang pada waktu yang berbeda, menilai kelayakan investasi, menghitung biaya pendanaan, dan memahami penciptaan nilai.

Nilai waktu uang mengajarkan bahwa setiap keputusan keuangan adalah keputusan antarwaktu. Perusahaan mengorbankan sumber daya hari ini untuk memperoleh manfaat masa depan. Manajer keuangan harus memastikan bahwa manfaat masa depan tersebut, setelah didiskontokan dengan tingkat yang sesuai, lebih besar daripada biaya yang dikeluarkan hari ini.

Dalam praktik, penerapan TVM memerlukan ketelitian. Rumus dapat memberikan hasil yang tampak pasti, tetapi inputnya sering kali berupa estimasi. Oleh karena itu, manajer perlu memahami asumsi, melakukan analisis sensitivitas, mempertimbangkan risiko, serta menggabungkan analisis kuantitatif dengan pertimbangan strategis dan etis.

Pada akhirnya, *Time Value of Money* bukan hanya konsep teknis, melainkan cara berpikir tentang nilai, waktu, risiko, dan masa depan. Organisasi yang memahami konsep ini akan lebih mampu mengalokasikan sumber daya secara bijaksana, menghindari keputusan yang merusak nilai, dan membangun pertumbuhan yang berkelanjutan.

Glossarium

Anuitas

Serangkaian pembayaran atau penerimaan kas dalam jumlah yang sama pada interval waktu yang sama.

Anuitas Biasa

Anuitas yang pembayarannya dilakukan pada akhir setiap periode.

Anuitas Jatuh Tempo

Anuitas yang pembayarannya dilakukan pada awal setiap periode.

Biaya Modal

Tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan oleh investasi agar dapat memenuhi tuntutan penyedia dana.

Bunga Majemuk

Bunga yang dihitung atas pokok awal dan bunga yang telah terkumpul sebelumnya.

Bunga Sederhana

Bunga yang dihitung hanya atas pokok awal.

Compounding

Proses menghitung nilai masa depan dari uang saat ini dengan memperhitungkan bunga majemuk.

Discounting

Proses menghitung nilai kini dari uang yang akan diterima atau dibayarkan di masa depan.

Discounted Payback Period

Periode pengembalian investasi yang dihitung berdasarkan arus kas yang telah didiskontokan.

Future Value

Nilai masa depan dari sejumlah uang saat ini setelah memperhitungkan tingkat pengembalian.

Inflasi

Kenaikan umum harga barang dan jasa yang mengurangi daya beli uang.

Internal Rate of Return

Tingkat diskonto yang membuat NPV suatu proyek sama dengan nol.

Net Present Value

Selisih antara nilai kini arus kas masuk masa depan dan investasi awal.

Payback Period

Waktu yang diperlukan untuk mengembalikan investasi awal dari arus kas proyek.

Perpetuitas

Arus kas tetap yang berlangsung selamanya.

Present Value

Nilai saat ini dari sejumlah uang yang akan diterima atau dibayarkan di masa depan.

Risiko

Ketidakpastian mengenai hasil aktual dibandingkan hasil yang diharapkan.

Tingkat Diskonto

Tingkat yang digunakan untuk mengubah arus kas masa depan menjadi nilai kini.

Time Value of Money

Prinsip bahwa uang hari ini lebih bernilai daripada jumlah uang yang sama di masa depan.

WACC

Weighted Average Cost of Capital, yaitu rata-rata tertimbang biaya utang dan biaya ekuitas.

Daftar Pustaka

Bierman, H., Jr., & Smidt, S. (2012). *The capital budgeting decision: Economic analysis of investment projects* (9th ed.). Routledge. DOI tidak tersedia.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial management: Theory & practice* (16th ed.). Cengage Learning. DOI tidak tersedia.

Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan. DOI tidak tersedia.

Hirshleifer, J. (1958). On the theory of optimal investment decision. *Journal of Political Economy*, 66(4), 329–352. DOI: 10.1086/258057

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. DOI: 10.2307/1809766

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2022). *Corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x

Shou, T. (2022). A literature review on the net present value valuation method. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 648, 52–56. DOI: 10.2991/aebmr.k.220307.008

Sokolov, M. V. (2023). NPV, IRR, PI, PP, and DPP: A unified view. *Finance Research Letters*, 55, 103826. DOI perlu diverifikasi pada basis data penerbit.

Tan, C. (2022). Investment decision analysis based on NPV, IRR, and the Fisher separation theorem. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 648, 2400–2404. DOI: 10.2991/aebmr.k.220307.436

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Pearson Education. DOI tidak tersedia.

Welch, I. (2017). *Corporate finance* (4th ed.). Ivo Welch. DOI tidak tersedia.

BAB 4

RISIKO, RETURN, DAN BIAYA MODAL

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Memahami hubungan risiko, tingkat pengembalian, dan biaya modal untuk keputusan investasi yang bernilai

1 APA ITU RISIKO & RETURN?

Risiko adalah kemungkinan hasil aktual berbeda dari yang diharapkan.

Return adalah imbal hasil yang diperoleh dari investasi atau penggunaan modal.

Dalam keuangan, risiko dan return selalu berjalan bersama.

2 MENGAPA PENTING?

- Menjadi dasar keputusan investasi
- Menentukan tingkat pengembalian yang layak
- Membantu menilai proyek, saham, dan pinjaman
- Menjadi acuan dalam struktur modal perusahaan
- Menghubungkan risiko dengan penciptaan nilai

3 JENIS RISIKO

 Risiko Sistematis dipengaruhi pasar, suku bunga, inflasi, kondisi ekonomi	 Risiko Tidak Sistematis spesifik perusahaan, dapat dikurangi dengan diversifikasi	 Risiko Bisnis berasal dari operasi, penjualan, biaya, dan persaingan	 Risiko Keuangan muncul dari penggunaan utang dan beban bunga
--	--	---	---

4 KONSEP INTI

- Expected Return** hasil yang diharapkan
- Risk-Return Trade Off** risiko lebih tinggi menuntut return lebih tinggi
- Diversifikasi** mengurangi risiko spesifik
- Beta** mengukur sensitivitas terhadap pasar
- Premi Risiko** tambahan return di atas tingkat bebas risiko

5 RUMUS DASAR

Expected Return = $\sum (p_i \times R_i)$

CAPM: $R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$

Cost of Debt after Tax = $R_d (1 - T)$

WACC = $\left(\frac{E}{V} \times R_e\right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T)\right)$

R_f = risk-free rate, β = beta, R_m = return pasar, T = tarif pajak

6 KOMPONEN BIAYA MODAL

 Biaya Utang (Cost of Debt)	 Biaya Saham Preferen	 Biaya Ekuitas (Cost of Equity)	 Biaya Laba Ditahan
---------------------------------------	---------------------------------	---	-------------------------------

Biaya modal adalah tingkat pengembalian minimum yang harus dilampaui proyek.

7 ALUR LOGIKA KEPUTUSAN

→
 →
 →
 →

Identifikasi Risiko
Estimasi Return
Hitung Biaya Modal
Analisis NPV / Investasi
Keputusan Manajerial

8 HAL YANG PERLU DIWASPADAI

- Utang berlebihan meningkatkan risiko keuangan
- Return tinggi tidak pernah bebas risiko
- WACC harus disesuaikan dengan risiko proyek
- Diversifikasi tidak menghilangkan risiko pasar
- Tata kelola dan likuiditas memengaruhi biaya modal

9 INTISARI BAB

“Keputusan keuangan yang baik tidak hanya mengejar return tertinggi, tetapi menyeimbangkan risiko, biaya modal, dan penciptaan nilai jangka panjang.”

Bab 4. Risiko, Return, dan Biaya Modal

Beberapa rujukan inti untuk bab ini telah diverifikasi: Markowitz memperkenalkan fondasi portofolio *mean–variance*; Sharpe, Lintner, dan Mossin menjadi rujukan utama CAPM; Hamada menghubungkan struktur modal dengan risiko sistematis saham; dan Myers & Majluf menjelaskan pendanaan perusahaan dalam kondisi asimetri informasi. ([Wiley Online Library](#))

Abstrak

Risiko, *return*, dan biaya modal merupakan tiga konsep inti dalam *financial management* yang saling berkaitan erat. Dalam dunia keuangan, tidak ada keputusan investasi atau pendanaan yang sepenuhnya bebas dari risiko. Setiap pilihan keuangan selalu mengandung kemungkinan hasil aktual berbeda dari hasil yang diharapkan. Karena itu, investor, manajer, kreditur, dan pemilik perusahaan harus memahami bagaimana risiko diukur, bagaimana *return* diharapkan, dan bagaimana biaya modal ditentukan sebagai tingkat pengembalian minimum yang harus dicapai agar keputusan bisnis menciptakan nilai.

Bab ini membahas konsep risiko dan *return* dalam kerangka manajemen keuangan modern. Pembahasan dimulai dari pengertian risiko, jenis-jenis risiko, hubungan antara risiko dan imbal hasil, konsep diversifikasi, risiko sistematis dan tidak sistematis, beta, *Capital Asset Pricing Model* atau CAPM, serta perluasan pemikiran melalui teori portofolio dan model multifaktor. Selanjutnya, bab ini membahas biaya modal, yaitu biaya penggunaan dana yang berasal dari utang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan. Biaya modal kemudian dirangkum dalam konsep

Weighted Average Cost of Capital atau WACC, yang menjadi tingkat diskonto utama dalam evaluasi investasi dan *capital budgeting*.

Dalam konteks manajerial, biaya modal tidak boleh dipahami hanya sebagai angka teknis yang dihitung oleh bagian keuangan. Biaya modal merupakan “ambang nilai” yang menentukan apakah suatu proyek, strategi ekspansi, akuisisi, transformasi digital, investasi teknologi, atau pembukaan cabang benar-benar menciptakan nilai bagi pemilik modal. Jika proyek menghasilkan *return* di bawah biaya modal, proyek tersebut secara ekonomi merusak nilai, meskipun secara akuntansi mungkin tampak menghasilkan laba. Sebaliknya, proyek yang menghasilkan *return* di atas biaya modal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Bab ini juga menekankan bahwa risiko, *return*, dan biaya modal harus dipahami secara kontekstual. Risiko perusahaan manufaktur berbeda dari perusahaan jasa digital. Risiko perusahaan rintisan berbeda dari perusahaan matang. Risiko perusahaan dengan utang tinggi berbeda dari perusahaan yang konservatif. Karena itu, penentuan biaya modal harus mempertimbangkan struktur modal, risiko bisnis, risiko keuangan, kondisi pasar, inflasi, suku bunga, tata kelola, dan prospek industri. Pada akhirnya, pemahaman yang baik mengenai risiko, *return*, dan biaya modal akan membantu manajemen mengambil keputusan keuangan yang lebih rasional, disiplin, dan berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang.

Kata Kunci: *risiko, return, biaya modal, CAPM, beta, WACC, cost of debt, cost of equity, risk premium, diversifikasi, capital budgeting, struktur modal.*

1. Pendahuluan

Dalam manajemen keuangan, setiap keputusan memiliki konsekuensi masa depan. Perusahaan yang membeli mesin baru, membuka cabang, membangun pabrik, memperluas pasar, melakukan transformasi digital,

menerbitkan obligasi, atau mengambil pinjaman bank sebenarnya sedang mengambil posisi terhadap masa depan. Masa depan tersebut tidak pasti. Pendapatan mungkin lebih tinggi atau lebih rendah daripada proyeksi. Biaya dapat meningkat. Kurs dapat berubah. Suku bunga dapat naik. Teknologi dapat menjadi usang. Kompetitor dapat masuk dengan model bisnis baru. Regulasi dapat berubah. Konsumen dapat bergeser preferensinya. Semua kemungkinan tersebut disebut risiko.

Namun, risiko tidak selalu berarti sesuatu yang buruk. Dalam keuangan, risiko adalah kemungkinan terjadinya penyimpangan hasil aktual dari hasil yang diharapkan. Risiko dapat menghasilkan kerugian, tetapi juga dapat menghasilkan keuntungan di atas ekspektasi. Investor bersedia menanggung risiko karena berharap memperoleh *return* yang lebih tinggi. Perusahaan bersedia melakukan investasi karena berharap proyek tersebut menghasilkan manfaat ekonomi. Dengan demikian, hubungan antara risiko dan *return* merupakan jantung dari teori dan praktik keuangan.

Prinsip dasar yang sering digunakan adalah: semakin tinggi risiko, semakin tinggi *return* yang disyaratkan. Investor tidak akan bersedia menempatkan dana pada proyek berisiko tinggi jika *return*-nya sama dengan deposito bank yang relatif lebih aman. Kreditur akan meminta bunga lebih tinggi kepada perusahaan yang memiliki risiko gagal bayar lebih besar. Pemegang saham akan menuntut tingkat pengembalian lebih tinggi dari perusahaan yang laba dan arus kasnya tidak stabil. Oleh sebab itu, risiko diterjemahkan ke dalam biaya modal.

Biaya modal adalah tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan oleh suatu investasi agar dapat memuaskan penyedia dana. Jika perusahaan menggunakan utang, biaya modalnya tampak sebagai bunga. Jika perusahaan menggunakan ekuitas, biaya modalnya tidak selalu tampak secara eksplisit, tetapi tetap ada dalam bentuk *return* yang diharapkan investor. Dalam perusahaan modern, sumber dana biasanya berasal dari kombinasi utang dan ekuitas. Oleh karena itu, biaya modal

perusahaan sering dihitung sebagai *Weighted Average Cost of Capital* atau WACC.

Bab ini membahas tiga pertanyaan utama. Pertama, apa yang dimaksud dengan risiko dan bagaimana risiko diukur? Kedua, bagaimana hubungan risiko dan *return* dijelaskan dalam teori keuangan? Ketiga, bagaimana biaya modal dihitung dan digunakan dalam pengambilan keputusan manajerial? Ketiga pertanyaan ini penting karena tanpa pemahaman risiko dan biaya modal, perusahaan dapat mengambil keputusan investasi yang tampak menguntungkan secara nominal, tetapi sebenarnya merusak nilai ekonomi.

2. Pengertian Risiko dalam Keuangan

Risiko dalam keuangan adalah kemungkinan bahwa hasil aktual berbeda dari hasil yang diharapkan. Jika perusahaan memperkirakan proyek akan menghasilkan laba Rp1 miliar, tetapi hasil aktual dapat menjadi Rp1,5 miliar, Rp800 juta, atau bahkan rugi Rp500 juta, maka proyek tersebut mengandung risiko. Semakin besar kemungkinan penyimpangan hasil, semakin tinggi risiko.

Dalam kehidupan sehari-hari, risiko sering diasosiasikan dengan bahaya atau kerugian. Dalam keuangan, pengertian risiko lebih luas. Risiko mencakup variasi hasil, baik di bawah maupun di atas ekspektasi. Namun, karena investor umumnya lebih sensitif terhadap kerugian daripada keuntungan, risiko sering dipahami sebagai kemungkinan penurunan nilai, ketidakpastian arus kas, atau kemungkinan gagal mencapai target.

Risiko dapat berasal dari banyak sumber. Risiko bisnis muncul dari ketidakpastian pendapatan, biaya, persaingan, teknologi, dan permintaan pasar. Risiko keuangan muncul dari penggunaan utang dan kewajiban pembayaran bunga. Risiko pasar muncul dari perubahan suku bunga, nilai tukar, harga komoditas, atau harga saham. Risiko likuiditas muncul ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban kas tepat waktu. Risiko

kredit muncul ketika pelanggan, debitur, atau pihak lawan transaksi gagal membayar. Risiko operasional muncul dari kegagalan proses, sistem, manusia, atau kejadian eksternal. Risiko regulasi muncul dari perubahan kebijakan pemerintah. Risiko reputasi muncul dari hilangnya kepercayaan publik.

Dalam perusahaan, risiko tidak boleh hanya dipandang sebagai sesuatu yang harus dihindari. Risiko harus dikelola. Manajemen keuangan yang baik tidak berarti menolak semua risiko, melainkan memilih risiko yang sepadan dengan *return* yang diharapkan. Perusahaan yang terlalu menghindari risiko mungkin kehilangan peluang pertumbuhan. Sebaliknya, perusahaan yang terlalu agresif mengambil risiko dapat menghadapi krisis likuiditas, gagal bayar, atau kebangkrutan. Oleh karena itu, risiko harus diidentifikasi, diukur, dipantau, dan dikaitkan dengan strategi organisasi.

3. Pengertian Return

Return adalah hasil yang diperoleh dari suatu investasi dalam periode tertentu. *Return* dapat berupa pendapatan kas, kenaikan nilai aset, dividen, bunga, keuntungan modal, atau manfaat ekonomi lainnya. Dalam konteks saham, *return* dapat berasal dari dividen dan kenaikan harga saham. Dalam konteks obligasi, *return* berasal dari kupon dan perubahan harga obligasi. Dalam konteks proyek bisnis, *return* berasal dari arus kas operasi yang dihasilkan proyek.

Secara sederhana, *return* dapat dihitung sebagai:

$$\text{Return} = (\text{Nilai akhir} - \text{Nilai awal} + \text{Pendapatan selama periode}) / \text{Nilai awal}$$

Misalnya, seorang investor membeli saham seharga Rp1.000 per lembar. Setelah satu tahun, harga saham menjadi Rp1.150 dan investor menerima dividen Rp50. Maka *return* investor adalah:

$$\text{Return} = (\text{Rp}1.150 - \text{Rp}1.000 + \text{Rp}50) / \text{Rp}1.000$$

$$\text{Return} = \text{Rp}200 / \text{Rp}1.000$$

$$\text{Return} = 20\%$$

Dalam manajemen keuangan, terdapat beberapa jenis *return*. *Actual return* adalah *return* yang benar-benar terjadi. *Expected return* adalah *return* yang diharapkan berdasarkan proyeksi atau probabilitas. *Required return* adalah *return* minimum yang disyaratkan investor untuk menanggung risiko tertentu. *Realized return* adalah *return* historis yang telah terjadi.

Perbedaan antara *expected return* dan *actual return* menjadi sumber risiko. Jika hasil aktual selalu sama dengan harapan, maka investasi tidak berisiko. Namun, dalam kenyataan, hasil aktual sering berbeda dari proyeksi. Karena itu, investor menuntut kompensasi risiko dalam bentuk *return* yang lebih tinggi.

4. Hubungan Risiko dan Return

Hubungan risiko dan *return* merupakan prinsip fundamental keuangan. Secara umum, investor rasional hanya bersedia menanggung risiko lebih tinggi jika diharapkan memperoleh *return* lebih tinggi. Prinsip ini dikenal sebagai *risk-return trade-off*. Tidak ada investasi yang secara konsisten menawarkan *return* tinggi tanpa risiko. Jika suatu tawaran menjanjikan keuntungan besar tanpa risiko, justru tawaran tersebut perlu dicurigai.

Pada tingkat konseptual, *return* yang disyaratkan dapat dipahami sebagai gabungan dari tiga komponen:

1. Tingkat bebas risiko.
2. Premi inflasi.
3. Premi risiko.

Tingkat bebas risiko adalah pengembalian dari instrumen yang dianggap sangat aman, misalnya surat utang pemerintah jangka pendek dalam mata

uang yang stabil. Premi inflasi mencerminkan kompensasi atas penurunan daya beli uang. Premi risiko adalah kompensasi tambahan karena investor menanggung ketidakpastian.

Dalam praktik, hubungan risiko dan *return* tidak selalu tampak sempurna dalam jangka pendek. Pasar dapat dipengaruhi sentimen, spekulasi, likuiditas, kebijakan moneter, atau perilaku investor. Namun, dalam jangka panjang, aset yang lebih berisiko umumnya menuntut *return* yang lebih tinggi. Saham cenderung memiliki risiko lebih tinggi daripada obligasi pemerintah, sehingga investor saham menuntut *return* lebih tinggi. Proyek rintisan teknologi lebih berisiko daripada bisnis utilitas yang stabil, sehingga investor menuntut pengembalian lebih tinggi.

Dalam keputusan perusahaan, prinsip ini berarti bahwa proyek yang lebih berisiko harus dievaluasi dengan biaya modal lebih tinggi. Jika perusahaan menggunakan tingkat diskonto yang sama untuk semua proyek, keputusan dapat bias. Proyek yang sangat berisiko dapat tampak layak karena didiskontokan terlalu rendah, sedangkan proyek aman dapat tampak kurang menarik karena didiskontokan terlalu tinggi. Oleh karena itu, manajemen perlu menyesuaikan biaya modal dengan tingkat risiko proyek.

5. Jenis-Jenis Risiko

Risiko dapat diklasifikasikan dalam berbagai cara. Dalam manajemen keuangan, klasifikasi yang penting adalah risiko sistematis dan risiko tidak sistematis.

5.1 Risiko Sistematis

Risiko sistematis adalah risiko yang memengaruhi hampir seluruh pasar atau perekonomian dan tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Contohnya adalah resesi ekonomi, inflasi tinggi, kenaikan suku bunga, krisis nilai tukar, perang, pandemi, perubahan kebijakan moneter, atau guncangan geopolitik. Risiko sistematis juga disebut risiko pasar.

Investor tidak dapat menghilangkan risiko sistematis hanya dengan membeli banyak saham. Jika pasar secara keseluruhan turun akibat krisis ekonomi, sebagian besar saham akan terdampak. Karena risiko ini tidak dapat didiversifikasi, investor menuntut kompensasi dalam bentuk premi risiko pasar.

Dalam CAPM, risiko sistematis diukur dengan beta. Beta menunjukkan sensitivitas *return* suatu aset terhadap *return* pasar. Saham dengan beta lebih dari 1 lebih sensitif terhadap pergerakan pasar. Saham dengan beta kurang dari 1 lebih defensif. Saham dengan beta negatif bergerak berlawanan arah dengan pasar, meskipun kasus seperti ini relatif jarang.

5.2 Risiko Tidak Sistematis

Risiko tidak sistematis adalah risiko spesifik perusahaan atau industri yang dapat dikurangi melalui diversifikasi. Contohnya adalah kegagalan produk, konflik manajemen, kebakaran pabrik, kehilangan pelanggan utama, kesalahan strategi pemasaran, masalah kualitas, atau tuntutan hukum terhadap perusahaan tertentu. Risiko ini disebut juga risiko spesifik, risiko unik, atau risiko diversifiable.

Jika investor hanya memiliki saham satu perusahaan, ia sangat terpapar risiko tidak sistematis. Namun, jika investor memiliki portofolio berbagai perusahaan dari industri berbeda, dampak risiko spesifik satu perusahaan dapat dikurangi. Misalnya, kerugian pada saham perusahaan tekstil dapat diimbangi oleh keuntungan pada saham perusahaan perbankan atau telekomunikasi. Inilah logika diversifikasi.

Dalam teori keuangan modern, investor tidak diberi kompensasi atas risiko tidak sistematis jika risiko tersebut dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Investor diberi kompensasi terutama atas risiko sistematis yang tidak dapat dihindari. Prinsip ini menjadi dasar CAPM.

6. Diversifikasi dan Teori Portofolio

Diversifikasi adalah strategi menyebarkan investasi ke berbagai aset untuk mengurangi risiko total portofolio. Pepatah populer "jangan menaruh semua telur dalam satu keranjang" mencerminkan prinsip diversifikasi. Jika seluruh dana ditempatkan pada satu aset, kerugian aset tersebut dapat menghancurkan seluruh kekayaan. Jika dana disebar ke berbagai aset, risiko spesifik dapat dikurangi.

Harry Markowitz memperkenalkan teori portofolio modern dengan menekankan bahwa investor seharusnya tidak hanya melihat *return* masing-masing aset, tetapi juga hubungan antar-*return* aset dalam portofolio. Dua aset yang sama-sama berisiko dapat menghasilkan portofolio yang lebih stabil jika pergerakannya tidak selalu searah. Dengan kata lain, korelasi antar-aset sangat penting.

Misalnya, perusahaan A bergerak di sektor pariwisata dan perusahaan B bergerak di sektor farmasi. Ketika terjadi pandemi, sektor pariwisata terpukul, tetapi permintaan produk kesehatan mungkin meningkat. Jika investor memiliki keduanya, kerugian pada satu sektor dapat sebagian diimbangi oleh sektor lain. Diversifikasi bekerja paling baik ketika aset memiliki korelasi rendah atau negatif.

Namun, diversifikasi tidak dapat menghilangkan seluruh risiko. Setelah portofolio cukup terdiversifikasi, risiko tidak sistematis berkurang, tetapi risiko sistematis tetap ada. Karena itu, investor tetap menghadapi risiko pasar. Dalam konteks perusahaan, diversifikasi juga memiliki batas. Perusahaan dapat melakukan diversifikasi usaha, tetapi diversifikasi yang terlalu jauh dari kompetensi inti dapat menimbulkan kompleksitas dan inefisiensi.

Diversifikasi juga relevan dalam manajemen proyek. Perusahaan yang bergantung pada satu produk, satu pasar, satu pelanggan, atau satu pemasok memiliki risiko tinggi. Manajemen dapat mengurangi risiko dengan memperluas basis pelanggan, mengembangkan portofolio produk, menggunakan beberapa pemasok, atau masuk ke pasar baru. Namun, setiap diversifikasi harus dihitung manfaat dan biayanya.

7. Pengukuran Risiko

Risiko perlu diukur agar dapat dikelola. Beberapa ukuran risiko yang umum digunakan dalam keuangan adalah varians, standar deviasi, koefisien variasi, beta, dan *Value at Risk*.

7.1 Varians dan Standar Deviasi

Varians mengukur rata-rata kuadrat penyimpangan hasil dari nilai rata-rata. Standar deviasi adalah akar kuadrat dari varians. Dalam investasi, standar deviasi menunjukkan volatilitas *return*. Semakin tinggi standar deviasi, semakin besar variasi hasil, sehingga semakin tinggi risiko.

Misalnya, investasi A memiliki *expected return* 10% dengan standar deviasi 5%, sedangkan investasi B memiliki *expected return* 10% dengan standar deviasi 20%. Walaupun *return* harapannya sama, investasi B lebih berisiko karena hasil aktualnya lebih fluktuatif.

Standar deviasi berguna untuk mengukur risiko total, tetapi tidak membedakan risiko sistematis dan tidak sistematis. Untuk portofolio terdiversifikasi, beta lebih relevan karena mengukur risiko sistematis.

7.2 Koefisien Variasi

Koefisien variasi mengukur risiko per unit *return*. Rumusnya adalah:

$$\text{CV} = \text{Standar Deviasi} / \text{Expected Return}$$

Koefisien variasi berguna ketika membandingkan investasi dengan *expected return* berbeda. Investasi dengan standar deviasi lebih besar belum tentu lebih buruk jika *expected return*-nya juga jauh lebih tinggi. CV membantu melihat efisiensi risiko terhadap pengembalian.

7.3 Beta

Beta mengukur sensitivitas *return* suatu aset terhadap *return* pasar. Rumus konseptual beta adalah:

$$\beta = \text{Covariance}(\text{Return aset, Return pasar}) / \text{Variance}(\text{Return pasar})$$

Jika $\beta = 1$, aset bergerak sejalan dengan pasar. Jika $\beta = 1,5$, aset cenderung bergerak 1,5 kali lebih sensitif daripada pasar. Jika pasar naik 10%, aset dengan $\beta = 1,5$ secara teoritis dapat naik sekitar 15%, meskipun tidak selalu tepat. Jika pasar turun 10%, aset tersebut dapat turun sekitar 15%. Jika $\beta = 0,5$, aset lebih defensif.

Dalam CAPM, β menjadi ukuran utama risiko yang relevan. Investor menuntut *return* lebih tinggi untuk aset dengan β tinggi karena aset tersebut lebih terpapar risiko pasar.

7.4 Value at Risk

Value at Risk atau VaR adalah ukuran risiko yang memperkirakan potensi kerugian maksimum dalam periode tertentu pada tingkat keyakinan tertentu. Misalnya, VaR harian Rp1 miliar pada tingkat keyakinan 95% berarti terdapat kemungkinan 5% kerugian melebihi Rp1 miliar dalam satu hari. VaR banyak digunakan lembaga keuangan, tetapi memiliki keterbatasan karena tidak selalu menangkap kerugian ekstrem di luar batas keyakinan.

8. Capital Asset Pricing Model

Capital Asset Pricing Model atau CAPM adalah model yang menjelaskan hubungan antara risiko sistematis dan *expected return*. Rumus CAPM adalah:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Keterangan:

- $E(R_i)$ = *expected return* aset i
- R_f = tingkat bebas risiko
- β_i = β aset i

- $E(R_m)$ = *expected return* pasar
- $E(R_m) - R_f$ = premi risiko pasar

CAPM menyatakan bahwa *return* yang disyaratkan investor terdiri atas tingkat bebas risiko ditambah premi risiko yang bergantung pada beta. Jika beta tinggi, *return* yang disyaratkan juga tinggi. Jika beta rendah, *return* yang disyaratkan lebih rendah.

Misalnya, tingkat bebas risiko 6%, premi risiko pasar 8%, dan beta suatu saham 1,2. Maka *return* yang disyaratkan adalah:

$$E(R_i) = 6\% + 1,2(8\%)$$

$$E(R_i) = 6\% + 9,6\%$$

$$E(R_i) = 15,6\%$$

Artinya, investor akan menuntut *return* sekitar 15,6% untuk memegang saham tersebut. Jika perusahaan menggunakan saham tersebut sebagai sumber modal, maka 15,6% dapat dipakai sebagai estimasi biaya ekuitas.

CAPM sangat populer karena sederhana dan intuitif. Namun, CAPM memiliki asumsi yang ketat, seperti investor rasional, pasar efisien, tidak ada pajak dan biaya transaksi, investor dapat meminjam dan meminjamkan pada tingkat bebas risiko, serta semua investor memiliki ekspektasi homogen. Dalam kenyataan, asumsi tersebut tidak selalu terpenuhi. Oleh karena itu, CAPM sering digunakan sebagai titik awal, bukan jawaban final.

Meskipun memiliki keterbatasan, CAPM tetap penting dalam praktik karena memberikan kerangka sistematis untuk menghubungkan risiko pasar dan biaya ekuitas. Banyak perusahaan, analis, dan konsultan menggunakan CAPM untuk menghitung *cost of equity*.

9. Premi Risiko

Premi risiko adalah tambahan *return* yang diminta investor di atas tingkat bebas risiko untuk menanggung risiko. Premi risiko dapat berbentuk premi

risiko pasar, premi risiko kredit, premi risiko likuiditas, premi risiko negara, atau premi risiko proyek.

Premi risiko pasar adalah selisih antara *expected return* pasar dan tingkat bebas risiko. Jika pasar saham diharapkan menghasilkan 12% dan tingkat bebas risiko 6%, maka premi risiko pasar adalah 6%. Dalam CAPM, premi risiko pasar dikalikan beta untuk menentukan premi risiko aset tertentu.

Premi risiko kredit muncul ketika pemberi pinjaman menanggung kemungkinan gagal bayar. Perusahaan dengan peringkat kredit rendah harus membayar bunga lebih tinggi. Premi risiko likuiditas muncul ketika aset sulit dijual tanpa menurunkan harga. Premi risiko negara muncul ketika investasi dilakukan di negara dengan risiko politik, hukum, nilai tukar, atau makroekonomi lebih tinggi.

Dalam keputusan proyek, premi risiko harus mencerminkan risiko proyek, bukan sekadar risiko perusahaan. Misalnya, perusahaan makanan yang stabil ingin masuk ke bisnis teknologi yang sangat tidak pasti.

Menggunakan WACC lama perusahaan mungkin terlalu rendah karena proyek teknologi lebih berisiko. Proyek tersebut memerlukan tingkat diskonto lebih tinggi.

10. Biaya Modal: Pengertian dan Peran

Biaya modal adalah tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan oleh investasi agar dapat memenuhi harapan penyedia dana. Penyedia dana dapat berupa kreditur, pemegang obligasi, pemegang saham preferen, pemegang saham biasa, atau pemilik perusahaan.

Biaya modal sering disebut sebagai *hurdle rate*, yaitu tingkat minimum yang harus dilampaui oleh proyek. Jika proyek menghasilkan *return* di bawah biaya modal, proyek tidak menciptakan nilai. Jika proyek menghasilkan *return* di atas biaya modal, proyek menciptakan nilai.

Misalnya, perusahaan memiliki WACC 12%. Jika proyek A menghasilkan IRR 15%, proyek tersebut berpotensi menciptakan nilai. Jika proyek B menghasilkan IRR 9%, proyek tersebut tidak layak secara finansial, kecuali ada alasan strategis yang sangat kuat dan manfaat nonkeuangan yang dapat dibuktikan.

Biaya modal memiliki beberapa fungsi penting:

1. Menjadi tingkat diskonto dalam NPV.
2. Menjadi ukuran minimum kelayakan investasi.
3. Menjadi dasar evaluasi kinerja manajemen.
4. Menjadi alat penentuan struktur modal.
5. Menjadi indikator risiko perusahaan.
6. Menjadi dasar valuasi perusahaan.
7. Menjadi penghubung antara pasar modal dan keputusan internal perusahaan.

Dalam manajemen modern, biaya modal juga berkaitan dengan tata kelola. Perusahaan yang transparan, memiliki laporan keuangan berkualitas, struktur modal sehat, dan manajemen risiko baik cenderung memiliki biaya modal lebih rendah. Sebaliknya, perusahaan dengan tata kelola lemah, ketidakpastian tinggi, dan reputasi buruk akan menghadapi biaya modal lebih mahal.

11. Komponen Biaya Modal

Biaya modal perusahaan berasal dari berbagai sumber dana. Komponen utama biaya modal adalah biaya utang, biaya saham preferen, biaya ekuitas biasa, dan biaya laba ditahan.

11.1 Biaya Utang

Biaya utang adalah tingkat bunga efektif yang harus dibayar perusahaan atas pinjaman atau obligasi. Karena bunga utang biasanya dapat mengurangi pajak, biaya utang yang relevan dalam WACC adalah biaya utang setelah pajak.

Rumus sederhana:

$$\text{Cost of Debt After Tax} = R_d \times (1 - T)$$

Keterangan:

- **R_d** = biaya utang sebelum pajak
- **T** = tarif pajak perusahaan

Misalnya, perusahaan meminjam dengan bunga 10% dan tarif pajak 22%. Maka biaya utang setelah pajak adalah:

$$\text{Cost of Debt} = 10\% \times (1 - 0,22)$$

$$\text{Cost of Debt} = 7,8\%$$

Manfaat pajak dari utang disebut *tax shield*. Namun, utang tidak boleh dilihat hanya dari manfaat pajaknya. Utang meningkatkan kewajiban tetap, risiko likuiditas, dan risiko kebangkrutan. Semakin tinggi utang, kreditur dapat meminta bunga lebih tinggi, dan pemegang saham juga menuntut *return* lebih tinggi karena risiko ekuitas meningkat.

11.2 Biaya Saham Preferen

Saham preferen memiliki karakteristik antara utang dan ekuitas. Pemegang saham preferen biasanya menerima dividen tetap. Biaya saham preferen dapat dihitung sebagai:

$$\text{Cost of Preferred Stock} = \text{Dividend Preferred} / \text{Net Proceeds}$$

Jika perusahaan menerbitkan saham preferen dengan dividen Rp1.000 per saham dan menerima dana bersih Rp10.000 per saham, maka biaya saham preferen adalah 10%.

Tidak seperti bunga utang, dividen saham preferen umumnya tidak mengurangi pajak. Karena itu, biaya saham preferen tidak disesuaikan dengan pajak seperti utang.

11.3 Biaya Ekuitas

Biaya ekuitas adalah *return* yang disyaratkan pemegang saham biasa. Biaya ini tidak terlihat seperti bunga, tetapi sangat penting. Pemegang saham menanggung risiko residual, yaitu memperoleh hasil setelah kreditur dan pemegang saham preferen dipenuhi. Karena risikonya lebih tinggi, biaya ekuitas biasanya lebih tinggi daripada biaya utang.

Biaya ekuitas dapat dihitung dengan beberapa pendekatan:

1. CAPM.
2. Dividend Growth Model.
3. Bond Yield Plus Risk Premium.

Pendekatan CAPM paling umum digunakan:

$$R_e = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

Jika tingkat bebas risiko 6%, beta 1,1, dan premi risiko pasar 7%, maka:

$$R_e = 6\% + 1,1(7\%)$$

$$R_e = 13,7\%$$

Artinya, investor ekuitas menuntut *return* 13,7%.

Pendekatan *Dividend Growth Model* digunakan untuk perusahaan yang membayar dividen stabil:

$$R_e = D_1 / P_0 + g$$

Keterangan:

- **D1** = dividen tahun depan
- **P0** = harga saham saat ini
- **g** = tingkat pertumbuhan dividen

Jika dividen tahun depan Rp200, harga saham Rp2.500, dan pertumbuhan dividen 5%, maka:

$$Re = \text{Rp}200 / \text{Rp}2.500 + 5\%$$

$$Re = 8\% + 5\%$$

$$Re = 13\%$$

Kelemahan model ini adalah hanya cocok untuk perusahaan dengan dividen stabil. Banyak perusahaan tumbuh tidak membayar dividen, sehingga model ini kurang relevan.

11.4 Biaya Laba Ditahan

Labanya ditahan bukan dana gratis. Jika perusahaan menahan laba, pemegang saham kehilangan kesempatan menerima dividen dan menginvestasikannya sendiri. Karena itu, laba ditahan memiliki biaya kesempatan yang sama dengan biaya ekuitas. Manajemen harus menahan laba hanya jika dapat menginvestasikannya pada proyek yang menghasilkan *return* minimal sebesar biaya ekuitas.

12. Weighted Average Cost of Capital

Weighted Average Cost of Capital atau WACC adalah rata-rata tertimbang biaya modal dari seluruh sumber dana perusahaan. Rumus umum WACC adalah:

$$\text{WACC} = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - T)) + (P/V \times Rp)$$

Keterangan:

- **E** = nilai pasar ekuitas
- **D** = nilai pasar utang
- **P** = nilai pasar saham preferen
- **V** = total nilai pasar modal

- **Re** = biaya ekuitas
- **Rd** = biaya utang
- **Rp** = biaya saham preferen
- **T** = tarif pajak

Misalnya, perusahaan memiliki struktur modal 60% ekuitas dan 40% utang. Biaya ekuitas 14%, biaya utang sebelum pajak 10%, dan tarif pajak 22%. Maka WACC adalah:

$$WACC = 0,60(14\%) + 0,40(10\%)(1 - 0,22)$$

$$WACC = 8,4\% + 3,12\%$$

$$WACC = 11,52\%$$

Artinya, proyek perusahaan harus menghasilkan pengembalian minimal 11,52% agar menciptakan nilai.

WACC digunakan sebagai tingkat diskonto untuk proyek dengan risiko yang sebanding dengan risiko perusahaan. Jika proyek lebih berisiko, tingkat diskonto harus lebih tinggi. Jika proyek lebih aman, tingkat diskonto dapat lebih rendah. Kesalahan umum adalah menggunakan satu WACC untuk semua proyek tanpa memperhatikan perbedaan risiko.

WACC juga dipengaruhi struktur modal. Pada awalnya, penggunaan utang dapat menurunkan WACC karena biaya utang biasanya lebih murah daripada ekuitas dan memiliki manfaat pajak. Namun, jika utang terlalu tinggi, risiko kebangkrutan meningkat, kreditur meminta bunga lebih tinggi, dan pemegang saham menuntut *return* lebih tinggi. Akibatnya, WACC dapat naik. Inilah logika struktur modal optimal.

13. Struktur Modal dan Risiko Keuangan

Struktur modal adalah komposisi pendanaan jangka panjang perusahaan antara utang dan ekuitas. Struktur modal memengaruhi risiko dan biaya

modal. Perusahaan dengan utang tinggi memiliki leverage keuangan tinggi. Leverage dapat meningkatkan ROE ketika operasi berjalan baik, tetapi dapat memperburuk kerugian ketika laba turun.

Utang memiliki kelebihan. Pertama, biaya utang biasanya lebih rendah daripada biaya ekuitas. Kedua, bunga utang dapat memberikan manfaat pajak. Ketiga, penggunaan utang dapat mencegah dilusi kepemilikan. Keempat, utang dapat mendisiplinkan manajemen karena ada kewajiban pembayaran tetap.

Namun, utang juga memiliki kelemahan. Pertama, utang meningkatkan risiko gagal bayar. Kedua, utang mengurangi fleksibilitas keuangan. Ketiga, utang dapat membatasi keputusan manajemen melalui perjanjian kredit. Keempat, utang berlebihan dapat menurunkan peringkat kredit dan menaikkan biaya modal. Kelima, dalam kondisi krisis, utang dapat mempercepat kebangkrutan.

Teori struktur modal menjelaskan bagaimana perusahaan memilih kombinasi utang dan ekuitas. Teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan. Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir karena adanya asimetri informasi. Teori sinyal menyatakan bahwa keputusan pendanaan dapat memberi sinyal kepada pasar tentang prospek perusahaan.

Dalam praktik, tidak ada struktur modal optimal yang berlaku untuk semua perusahaan. Perusahaan utilitas dengan arus kas stabil dapat menggunakan lebih banyak utang. Perusahaan teknologi yang pendapatannya tidak pasti biasanya lebih berhati-hati. Perusahaan keluarga mungkin menghindari ekuitas eksternal agar kontrol tidak terdilusi. Perusahaan publik mungkin menyesuaikan struktur modal dengan kondisi pasar.

14. Risiko Bisnis dan Risiko Keuangan

Risiko perusahaan dapat dibedakan menjadi risiko bisnis dan risiko keuangan. Risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian operasi perusahaan sebelum pengaruh pendanaan. Risiko ini muncul dari penjualan, biaya, kompetisi, teknologi, dan siklus ekonomi. Risiko keuangan muncul karena penggunaan utang.

Dua perusahaan dapat memiliki risiko bisnis sama, tetapi risiko keuangan berbeda karena struktur modal berbeda. Perusahaan yang menggunakan banyak utang memiliki kewajiban bunga tetap. Jika penjualan turun, laba bagi pemegang saham turun lebih tajam karena bunga tetap harus dibayar. Hal ini meningkatkan volatilitas laba bersih dan ROE.

Contoh sederhana:

Perusahaan A dan B sama-sama memiliki EBIT Rp1 miliar. Perusahaan A tidak memiliki utang, sedangkan perusahaan B memiliki beban bunga Rp400 juta. Jika EBIT turun menjadi Rp600 juta, perusahaan A masih memiliki laba operasi Rp600 juta sebelum pajak, sedangkan perusahaan B hanya memiliki Rp200 juta sebelum pajak setelah bunga. Penurunan EBIT yang sama berdampak lebih besar pada laba pemegang saham perusahaan B.

Dalam CAPM dan biaya ekuitas, leverage dapat meningkatkan beta ekuitas. Semakin tinggi utang, semakin besar risiko yang ditanggung pemegang saham, sehingga biaya ekuitas meningkat. Hamada menunjukkan hubungan antara struktur modal dan risiko sistematis saham. Dengan demikian, keputusan pendanaan memengaruhi biaya modal melalui perubahan risiko ekuitas.

15. Biaya Modal dalam Capital Budgeting

Capital budgeting adalah proses mengevaluasi investasi jangka panjang. Dalam proses ini, biaya modal digunakan sebagai tingkat diskonto untuk menghitung NPV. Proyek layak jika NPV positif, yaitu jika nilai kini arus kas masa depan lebih besar daripada investasi awal.

Misalnya, sebuah perusahaan mempertimbangkan proyek dengan investasi awal Rp5 miliar. Proyek diperkirakan menghasilkan arus kas Rp1,5 miliar per tahun selama 5 tahun. WACC perusahaan 12%. Nilai kini arus kas anuitas adalah:

$$PVA = \text{Rp1,5 miliar} \times [(1 - (1,12)^{-5}) / 0,12]$$

$$PVA = \text{Rp1,5 miliar} \times 3,6048$$

$$PVA = \text{Rp5,4072 miliar}$$

$$\text{NPV} = \text{Rp5,4072 miliar} - \text{Rp5 miliar}$$

$$\text{NPV} = \text{Rp407,2 juta}$$

Karena NPV positif, proyek menciptakan nilai sekitar Rp407,2 juta. Namun, jika proyek lebih berisiko dan tingkat diskonto dinaikkan menjadi 16%, nilai kini arus kas turun. Faktor anuitas 5 tahun pada 16% sekitar 3,2743, sehingga nilai kini menjadi Rp4,91145 miliar. NPV menjadi negatif sekitar Rp88,55 juta. Keputusan berubah hanya karena penyesuaian risiko.

Contoh ini menunjukkan pentingnya biaya modal. Proyek yang tampak layak pada diskonto rendah dapat menjadi tidak layak jika risikonya diperhitungkan dengan benar. Oleh karena itu, manajemen harus hati-hati menentukan tingkat diskonto.

16. Biaya Modal dan Penciptaan Nilai

Tujuan utama manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan secara berkelanjutan. Nilai tercipta ketika perusahaan

menghasilkan *return* di atas biaya modal. Konsep ini sering disebut *economic value added* atau EVA secara konseptual.

Jika perusahaan menghasilkan ROIC atau *return on invested capital* 15% sementara WACC 10%, perusahaan menciptakan selisih nilai 5%. Jika ROIC hanya 8% sementara WACC 10%, perusahaan merusak nilai meskipun mungkin masih mencatat laba akuntansi.

Perbedaan antara laba akuntansi dan laba ekonomi sangat penting. Laba akuntansi menghitung pendapatan dikurangi biaya eksplisit. Laba ekonomi juga memperhitungkan biaya kesempatan modal. Suatu perusahaan dapat mencatat laba bersih Rp10 miliar, tetapi jika modal yang digunakan sangat besar dan *return*-nya di bawah biaya modal, maka dari perspektif ekonomi perusahaan tidak menciptakan nilai.

Manajer yang hanya mengejar pertumbuhan penjualan dapat terjebak dalam ekspansi yang merusak nilai. Membuka banyak cabang, menambah aset, atau memperbesar produksi tidak selalu baik jika *return* proyek di bawah biaya modal. Pertumbuhan yang sehat adalah pertumbuhan yang menghasilkan *return* melebihi biaya modal.

17. Risiko, Return, dan Biaya Modal dalam Konteks Indonesia

Dalam konteks Indonesia, risiko dan biaya modal perlu dipahami dengan mempertimbangkan karakteristik ekonomi nasional. Indonesia adalah negara berkembang dengan potensi pertumbuhan besar, pasar domestik luas, sumber daya alam melimpah, dan demografi yang menarik. Namun, Indonesia juga menghadapi tantangan berupa volatilitas nilai tukar, ketergantungan pada harga komoditas tertentu, biaya logistik, ketimpangan infrastruktur, perubahan regulasi, dan sensitivitas terhadap arus modal global.

Perusahaan Indonesia yang memperoleh pinjaman dalam mata uang asing menghadapi risiko kurs. Jika rupiah melemah, beban pembayaran utang

dalam rupiah meningkat. Risiko ini harus tercermin dalam biaya modal atau dikelola melalui lindung nilai. Perusahaan yang bergantung pada impor bahan baku juga menghadapi risiko kurs dan harga komoditas. Perusahaan yang bergerak di sektor infrastruktur menghadapi risiko regulasi, pembebasan lahan, dan perubahan kebijakan tarif. Perusahaan digital menghadapi risiko persaingan cepat, perubahan teknologi, dan kebutuhan pendanaan besar.

Investor juga memperhatikan tata kelola. Perusahaan dengan tata kelola baik, laporan keuangan transparan, perlindungan pemegang saham minoritas, dan manajemen risiko kuat cenderung memperoleh kepercayaan lebih tinggi. Kepercayaan ini dapat menurunkan biaya modal. Sebaliknya, perusahaan dengan transaksi pihak berelasi yang tidak jelas, leverage tinggi, atau pengungkapan lemah akan menghadapi premi risiko lebih besar.

Bagi UMKM, biaya modal sering kali lebih tinggi daripada perusahaan besar karena akses pendanaan terbatas, informasi keuangan kurang lengkap, jaminan terbatas, dan risiko operasional tinggi. Oleh karena itu, peningkatan kualitas laporan keuangan, digitalisasi pencatatan, reputasi pembayaran, dan hubungan dengan lembaga keuangan dapat membantu menurunkan biaya modal UMKM.

18. Risiko Nonkeuangan dan Biaya Modal

Dalam era modern, risiko nonkeuangan semakin memengaruhi biaya modal. Risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola atau ESG menjadi perhatian investor. Perusahaan yang mengabaikan dampak lingkungan dapat menghadapi denda, penolakan masyarakat, kehilangan izin, atau reputasi buruk. Perusahaan yang mengabaikan keselamatan kerja dapat menghadapi gugatan dan kehilangan kepercayaan. Perusahaan dengan tata kelola lemah dapat menghadapi diskon valuasi.

Risiko teknologi juga semakin penting. Perusahaan yang gagal beradaptasi dengan digitalisasi dapat kehilangan pasar. Sebaliknya, perusahaan yang mengadopsi teknologi tanpa pengendalian dapat menghadapi risiko keamanan siber, kebocoran data, atau kegagalan sistem. Risiko siber dapat mengganggu operasi dan menimbulkan biaya besar.

Risiko reputasi dapat langsung memengaruhi biaya modal. Dalam era media sosial, isu etika, kualitas produk, perlakuan terhadap karyawan, dan tanggung jawab lingkungan dapat menyebar cepat. Investor dapat menjual saham, bank dapat memperketat kredit, dan pelanggan dapat beralih. Karena itu, manajemen risiko modern harus melampaui risiko keuangan tradisional.

Biaya modal pada akhirnya mencerminkan persepsi pasar terhadap risiko total perusahaan. Semakin tinggi ketidakpastian dan semakin rendah kepercayaan, semakin tinggi biaya modal. Semakin baik tata kelola dan semakin kuat ketahanan organisasi, semakin rendah biaya modal.

19. Contoh Perhitungan Terintegrasi

Misalkan PT Nusantara Produktif memiliki struktur modal sebagai berikut:

- Utang: 40%
- Ekuitas: 60%
- Biaya utang sebelum pajak: 10%
- Tarif pajak: 22%
- Tingkat bebas risiko: 6%
- Premi risiko pasar: 7%
- Beta saham: 1,2

Pertama, hitung biaya utang setelah pajak:

$$R_d \text{ after tax} = 10\% \times (1 - 0,22)$$

$$R_d \text{ after tax} = 7,8\%$$

Kedua, hitung biaya ekuitas dengan CAPM:

$$R_e = 6\% + 1,2(7\%)$$

$$R_e = 14,4\%$$

Ketiga, hitung WACC:

$$WACC = 0,40(7,8\%) + 0,60(14,4\%)$$

$$WACC = 3,12\% + 8,64\%$$

$$WACC = 11,76\%$$

Artinya, PT Nusantara Produktif harus menggunakan sekitar 11,76% sebagai tingkat minimum untuk mengevaluasi proyek dengan risiko setara perusahaan.

Jika perusahaan mempertimbangkan proyek investasi Rp10 miliar yang menghasilkan arus kas Rp3 miliar per tahun selama 5 tahun, nilai kini arus kas pada WACC 11,76% dapat dihitung menggunakan faktor anuitas. Jika faktor anuitas sekitar 3,66, nilai kini arus kas adalah:

$$PV = \text{Rp3 miliar} \times 3,66$$

$$PV = \text{Rp10,98 miliar}$$

$$NPV = \text{Rp10,98 miliar} - \text{Rp10 miliar}$$

$$NPV = \text{Rp980 juta}$$

Proyek tampak layak. Namun, jika proyek tersebut lebih berisiko daripada bisnis utama dan tingkat diskonto dinaikkan menjadi 15%, faktor anuitas 5 tahun turun menjadi sekitar 3,35. Nilai kini arus kas menjadi Rp10,05 miliar, dan NPV hanya Rp50 juta. Proyek menjadi sangat tipis. Jika arus kas sedikit lebih rendah dari proyeksi, NPV dapat menjadi negatif. Ini menunjukkan pentingnya analisis sensitivitas.

20. Analisis Sensitivitas Risiko dan Biaya Modal

Karena biaya modal dan arus kas masa depan adalah estimasi, manajemen perlu melakukan analisis sensitivitas. Analisis ini menguji bagaimana perubahan asumsi memengaruhi keputusan. Variabel yang perlu diuji antara lain:

1. Tingkat diskonto.
2. Arus kas tahunan.
3. Investasi awal.
4. Pertumbuhan pendapatan.
5. Margin laba.
6. Biaya bahan baku.
7. Nilai tukar.
8. Suku bunga.
9. Tarif pajak.
10. Umur proyek.

Misalnya, proyek memiliki NPV positif Rp500 juta pada WACC 12%. Namun, jika WACC naik menjadi 14%, NPV turun menjadi Rp100 juta. Jika WACC naik menjadi 15%, NPV menjadi negatif. Ini berarti proyek sangat sensitif terhadap biaya modal. Dalam kondisi suku bunga naik, proyek tersebut harus dievaluasi ulang.

Analisis skenario juga penting. Skenario optimistis, moderat, dan pesimistis dapat menunjukkan rentang hasil. Dalam skenario optimistis, penjualan tumbuh tinggi dan biaya terkendali. Dalam skenario moderat, asumsi mengikuti rata-rata industri. Dalam skenario pesimistis, penjualan melambat, biaya naik, dan diskonto meningkat. Keputusan yang baik harus mempertimbangkan ketahanan proyek dalam berbagai kondisi.

21. Kesalahan Umum dalam Mengelola Risiko, Return, dan Biaya Modal

Terdapat beberapa kesalahan umum yang sering terjadi.

Pertama, menganggap utang selalu lebih murah. Memang biaya utang eksplisit sering lebih rendah daripada biaya ekuitas, tetapi utang meningkatkan risiko keuangan. Jika utang berlebihan, biaya modal total dapat naik.

Kedua, menggunakan biaya modal historis tanpa menyesuaikan kondisi pasar. Suku bunga, risiko negara, inflasi, dan premi risiko berubah dari waktu ke waktu. WACC harus diperbarui secara berkala.

Ketiga, menggunakan satu WACC untuk semua proyek. Proyek dengan risiko berbeda harus menggunakan tingkat diskonto berbeda. Menggunakan WACC rata-rata dapat membuat perusahaan menerima proyek berisiko tinggi yang sebenarnya tidak layak.

Keempat, mengabaikan biaya ekuitas. Banyak pemilik bisnis menganggap laba ditahan gratis karena tidak ada bunga. Padahal, laba ditahan memiliki biaya kesempatan bagi pemegang saham.

Kelima, mengejar *return* tinggi tanpa memahami risiko. Proyek dengan IRR tinggi sering kali memiliki ketidakpastian tinggi. Manajemen harus melihat kualitas arus kas, bukan hanya angka IRR.

Keenam, mengabaikan risiko likuiditas. Proyek dapat memiliki NPV positif tetapi menghasilkan kas terlalu lambat. Jika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban jangka pendek, proyek yang secara ekonomi baik pun dapat menciptakan krisis kas.

Ketujuh, tidak membaca risiko nonkeuangan. Tata kelola, reputasi, ESG, keamanan data, dan kepatuhan hukum dapat memengaruhi biaya modal secara signifikan.

22. Studi Kasus Naratif: Ekspansi Perusahaan Makanan

Sebuah perusahaan makanan skala menengah di Jawa Barat, PT Rasa Prima, mempertimbangkan pembukaan pabrik baru. Permintaan produk meningkat, dan manajemen melihat peluang memperluas distribusi ke Sumatra dan Kalimantan. Investasi awal yang diperlukan adalah Rp50 miliar. Proyek diperkirakan menghasilkan arus kas bersih Rp12 miliar per tahun selama 7 tahun.

Bagian pemasaran optimistis karena penjualan tiga tahun terakhir tumbuh cepat. Bagian produksi mendukung karena kapasitas pabrik lama hampir penuh. Namun, direktur keuangan meminta agar proyek dievaluasi dengan memperhitungkan risiko dan biaya modal.

Perusahaan memiliki WACC saat ini 11%. Jika menggunakan WACC ini, proyek tampak menarik. Namun, pabrik baru akan berlokasi jauh dari pusat distribusi utama, membutuhkan rantai pasok baru, menghadapi biaya logistik tinggi, dan sebagian bahan baku bergantung pada harga komoditas. Karena risiko proyek lebih tinggi daripada bisnis yang ada, direktur keuangan mengusulkan tingkat diskonto 14%.

Pada tingkat diskonto 11%, nilai kini arus kas proyek sangat mungkin melebihi investasi awal. Pada tingkat 14%, NPV turun. Manajemen kemudian melakukan analisis sensitivitas. Jika biaya bahan baku naik 10%, arus kas tahunan turun menjadi Rp10 miliar. Jika penjualan terlambat tumbuh, arus kas dua tahun pertama hanya Rp8 miliar. Dalam skenario pesimistis, NPV menjadi negatif.

Berdasarkan analisis tersebut, perusahaan tidak langsung menolak proyek. Manajemen memodifikasi strategi. Pertama, ekspansi dilakukan bertahap. Kedua, perusahaan menegosiasikan kontrak bahan baku jangka menengah. Ketiga, perusahaan mencari mitra logistik. Keempat, sebagian investasi

mesin dilakukan melalui leasing agar fleksibilitas kas terjaga. Kelima, manajemen menetapkan indikator risiko yang dipantau setiap kuartal.

Kasus ini menunjukkan bahwa risiko dan biaya modal tidak dimaksudkan untuk menghambat pertumbuhan, melainkan untuk mendisiplinkan keputusan. Proyek yang baik bukan hanya proyek yang menjanjikan *return* tinggi, tetapi proyek yang mampu menghasilkan *return* memadai setelah memperhitungkan risiko.

23. Implikasi bagi Manajer Keuangan

Bagi manajer keuangan, risiko, *return*, dan biaya modal memiliki beberapa implikasi praktis.

Pertama, setiap proyek harus dievaluasi berdasarkan arus kas dan biaya modal. Laba akuntansi saja tidak cukup.

Kedua, manajer harus membedakan risiko bisnis dan risiko keuangan. Risiko bisnis dikelola melalui strategi operasi, pemasaran, teknologi, dan efisiensi. Risiko keuangan dikelola melalui struktur modal, likuiditas, dan kebijakan utang.

Ketiga, manajer perlu memperbarui estimasi biaya modal. WACC bukan angka tetap. Ia berubah mengikuti struktur modal, suku bunga, risiko pasar, kondisi industri, dan persepsi investor.

Keempat, manajer harus menggunakan analisis sensitivitas dan skenario. Keputusan tidak boleh hanya berbasis satu proyeksi.

Kelima, manajer harus memahami bahwa biaya modal dipengaruhi oleh tata kelola. Transparansi, akuntabilitas, kualitas laporan keuangan, dan manajemen risiko yang baik dapat menurunkan premi risiko.

Keenam, manajer harus menghubungkan keputusan keuangan dengan strategi jangka panjang. Tidak semua proyek dengan *return* cepat baik

untuk perusahaan, dan tidak semua proyek jangka panjang buruk. Yang penting adalah apakah proyek menciptakan nilai setelah memperhitungkan risiko dan biaya modal.

24. Relevansi bagi Pendidikan Manajemen

Bagi mahasiswa manajemen, topik risiko, *return*, dan biaya modal sangat penting karena menjadi jembatan antara teori keuangan dan keputusan bisnis nyata. Mahasiswa sering mempelajari rumus CAPM, beta, WACC, dan NPV secara terpisah. Padahal, dalam praktik, semua konsep tersebut saling terhubung.

Pembelajaran sebaiknya dimulai dari kasus sederhana. Misalnya, mahasiswa diminta memilih antara proyek A dengan *return* 12% dan risiko rendah, proyek B dengan *return* 18% dan risiko tinggi, serta proyek C dengan *return* 10% tetapi arus kas sangat stabil. Diskusi kemudian diarahkan pada pertanyaan: berapa biaya modal masing-masing proyek? Apakah *return* yang lebih tinggi selalu lebih baik? Bagaimana jika proyek B membutuhkan utang besar? Bagaimana jika risiko proyek C lebih rendah sehingga biaya modalnya hanya 8%?

Dengan pendekatan seperti ini, mahasiswa belajar bahwa keputusan keuangan bukan sekadar mengejar angka tertinggi. Keputusan keuangan adalah seni menyeimbangkan risiko, *return*, waktu, arus kas, dan strategi.

Mahasiswa juga perlu memahami bahwa biaya modal bukan sekadar teori pasar modal. Biaya modal relevan untuk UMKM, rumah sakit, perguruan tinggi, yayasan, koperasi, perusahaan keluarga, dan organisasi publik. Setiap organisasi yang menggunakan sumber daya langka perlu memastikan bahwa manfaat yang diperoleh melebihi biaya kesempatan modal.

25. Ringkasan Bab

Bab ini membahas hubungan antara risiko, *return*, dan biaya modal dalam manajemen keuangan. Risiko adalah kemungkinan hasil aktual berbeda dari hasil yang diharapkan. *Return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi. Biaya modal adalah tingkat pengembalian minimum yang disyaratkan penyedia dana.

Risiko dapat dibedakan menjadi risiko sistematis dan tidak sistematis. Risiko tidak sistematis dapat dikurangi melalui diversifikasi, sedangkan risiko sistematis tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. CAPM menjelaskan bahwa *return* yang disyaratkan investor bergantung pada tingkat bebas risiko, premi risiko pasar, dan beta.

Biaya modal terdiri atas biaya utang, biaya saham preferen, biaya ekuitas, dan biaya laba ditahan. WACC menggabungkan biaya berbagai sumber dana berdasarkan bobot struktur modal. WACC digunakan sebagai tingkat diskonto dalam keputusan investasi. Proyek yang menghasilkan *return* di atas biaya modal menciptakan nilai, sedangkan proyek yang menghasilkan *return* di bawah biaya modal merusak nilai.

Struktur modal memengaruhi risiko dan biaya modal. Utang dapat menurunkan biaya modal melalui manfaat pajak, tetapi utang berlebihan meningkatkan risiko keuangan. Oleh karena itu, perusahaan harus mencari struktur modal yang seimbang dan sesuai dengan karakteristik bisnis.

Dalam era modern, biaya modal juga dipengaruhi oleh risiko nonkeuangan seperti ESG, reputasi, keamanan siber, tata kelola, dan kepatuhan. Perusahaan yang mampu mengelola risiko secara baik akan memperoleh kepercayaan pasar dan berpotensi menurunkan biaya modal.

26. Kesimpulan

Risiko, *return*, dan biaya modal merupakan fondasi penting dalam *financial management*. Ketiganya membentuk logika dasar pengambilan keputusan keuangan. Risiko menjelaskan ketidakpastian hasil, *return* menjelaskan imbal hasil yang diharapkan, dan biaya modal menjelaskan tingkat pengembalian minimum yang harus dicapai agar perusahaan menciptakan nilai.

Manajemen keuangan yang baik tidak menghindari semua risiko, tetapi memilih risiko yang tepat dan memastikan bahwa risiko tersebut diberi kompensasi *return* yang memadai. Perusahaan yang hanya mengejar pertumbuhan tanpa memperhitungkan biaya modal dapat merusak nilai. Sebaliknya, perusahaan yang terlalu takut mengambil risiko dapat kehilangan peluang strategis.

Biaya modal menjadi alat disiplin. Ia memaksa manajemen bertanya: apakah proyek ini benar-benar layak? Apakah arus kas masa depan cukup besar? Apakah risiko telah diperhitungkan? Apakah struktur pendanaan sehat? Apakah proyek ini meningkatkan nilai perusahaan?

Pada akhirnya, kemampuan memahami risiko, *return*, dan biaya modal merupakan kompetensi inti bagi manajer, investor, akademisi, dan mahasiswa manajemen. Dalam dunia bisnis yang semakin kompleks, volatil, digital, dan penuh ketidakpastian, keputusan keuangan harus semakin berbasis analisis, bukan intuisi semata. Risiko harus dipahami, *return* harus diukur, dan biaya modal harus dijadikan kompas dalam menciptakan nilai organisasi yang berkelanjutan.

Glossarium

Beta

Ukuran sensitivitas *return* suatu aset terhadap *return* pasar. Beta menunjukkan tingkat risiko sistematis.

Biaya Ekuitas

Tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang saham biasa atas dana yang mereka tanamkan.

Biaya Modal

Tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan investasi agar dapat memenuhi tuntutan penyedia dana.

Biaya Utang

Tingkat bunga efektif yang harus dibayar perusahaan atas pinjaman atau obligasi.

CAPM

Capital Asset Pricing Model, model yang menjelaskan hubungan antara risiko sistematis dan *return* yang disyaratkan.

Cost of Debt

Biaya penggunaan dana yang berasal dari utang.

Cost of Equity

Biaya penggunaan dana yang berasal dari pemegang saham biasa.

Diversifikasi

Strategi menyebarkan investasi ke berbagai aset untuk mengurangi risiko tidak sistematis.

Expected Return

Tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi berdasarkan estimasi atau probabilitas.

Financial Leverage

Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan untuk memperbesar potensi pengembalian ekuitas.

Hurdle Rate

Tingkat pengembalian minimum yang harus dilampaui oleh suatu proyek agar layak diterima.

Premi Risiko

Tambahan *return* di atas tingkat bebas risiko sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung.

Required Return

Tingkat pengembalian minimum yang disyaratkan investor untuk menanamkan dana.

Return

Hasil yang diperoleh dari suatu investasi, baik berupa pendapatan kas maupun kenaikan nilai aset.

Risk-Free Rate

Tingkat pengembalian dari instrumen yang dianggap bebas risiko atau sangat aman.

Risiko Bisnis

Risiko yang berasal dari ketidakpastian operasi perusahaan sebelum pengaruh struktur pendanaan.

Risiko Keuangan

Risiko tambahan yang muncul karena perusahaan menggunakan utang.

Risiko Sistematis

Risiko pasar yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi.

Risiko Tidak Sistematis

Risiko spesifik perusahaan atau industri yang dapat dikurangi melalui diversifikasi.

Standar Deviasi

Ukuran statistik yang menunjukkan tingkat penyimpangan hasil dari rata-rata.

Struktur Modal

Komposisi pendanaan perusahaan antara utang, ekuitas, dan instrumen modal lainnya.

Tax Shield

Manfaat pajak yang diperoleh karena bunga utang dapat mengurangi penghasilan kena pajak.

WACC

Weighted Average Cost of Capital, rata-rata tertimbang biaya modal dari seluruh sumber pendanaan perusahaan.

Daftar Pustaka

Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial management: Theory & practice* (16th ed.). Cengage Learning. DOI tidak tersedia.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)

Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>

Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 27(2), 435–452.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x>

Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389–416.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. DOI tidak tersedia.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768–783. <https://doi.org/10.2307/1910098>

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341–360. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(76\)90046-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(76)90046-6)

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Pearson Education. DOI tidak tersedia.

Naskah ini saya ringkas ke sekitar format 8.000 kata akademik-praktis; beberapa buku teks standar tidak memiliki DOI, sehingga dicantumkan "DOI tidak tersedia", sementara artikel jurnal utama dicantumkan dengan DOI.

BAB 5

PERENCANAAN KEUANGAN DAN ANGGARAN

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Menerjemahkan strategi ke dalam rencana keuangan, anggaran, pengendalian, dan keputusan yang adaptif



1 APA ITU PERENCANAAN KEUANGAN?

- Proses merumuskan kebutuhan dana, sumber dana, penggunaan dana, dan pengendalian dana.
- Menghubungkan tujuan strategis dengan tindakan operasional.
- Membantu menjaga profitabilitas, likuiditas, dan keberlanjutan.

2 MENGAPA ANGGARAN PENTING?

- Alat perencanaan
- Alat koordinasi lintas fungsi
- Alat komunikasi prioritas
- Alat pengendalian biaya dan kas
- Alat evaluasi kinerja
- Alat alokasi sumber daya

3 JENIS ANGGARAN

- | | | |
|------------------------|--------------------------|-------------------------------|
|
Anggaran Penjualan |
Anggaran Operasional |
Anggaran Produksi |
|
Anggaran Kas |
Anggaran Modal |
Proyeksi Laporan Keuangan |

4 PROSES PENYUSUNAN



5 KOMPONEN INTI

- Budgeting:** rencana angka untuk periode tertentu
- Cash Budget:** proyeksi arus kas masuk dan keluar
- Capital Budget:** investasi jangka panjang
- Flexible Budget:** menyesuaikan volume aktivitas
- Variance Analysis:** membandingkan realisasi vs anggaran

6 RUMUS / LOGIKA DASAR

$\text{Produksi} = \text{Penjualan} + \text{Persediaan akhir} - \text{Persediaan awal}$

$\text{Varians} = \text{Realisasi} - \text{Anggaran}$

$\text{Surplus / Defisit Kas} = \text{Penerimaan Kas} - \text{Pengeluaran Kas}$

★ Fokus utama: laba, kas, efisiensi, dan keselarasan strategi

7 PENDEKATAN MODERN

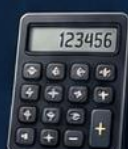
- Rolling Forecast:** proyeksi diperbarui berkala
- Zero-Based Budgeting:** setiap biaya harus dibenarkan dari nol
- Beyond Budgeting:** lebih adaptif dan desentralistik
- Dashboard Digital:** data real-time untuk keputusan cepat

8 HAL YANG PERLU DIWASPADAI

- Budgetary slack
- Target terlalu kaku
- Kas positif semu karena penagihan lemah
- Pengeluaran tidak selaras strategi
- Manipulasi angka / konflik kepentingan

9 INTISARI BAB

“Anggaran yang baik bukan sekadar daftar angka, melainkan alat manajemen untuk menerjemahkan strategi, mengendalikan sumber daya, membaca risiko, dan memastikan organisasi bergerak menuju tujuan yang bernilai.”



Bab 5. Perencanaan Keuangan dan Anggaran

Rujukan kunci yang digunakan di sini mencakup literatur tentang perkembangan praktik budgeting, kritik terhadap anggaran tradisional, partisipasi anggaran, rolling forecasting, dan *beyond budgeting*. Hansen, Otley, & Van der Stede membahas perkembangan praktik budgeting modern; Jensen mengkritik potensi perilaku disfungsional dalam proses budgeting; Libby & Lindsay menunjukkan bahwa banyak organisasi tetap menggunakan anggaran tetapi melakukan perbaikan; dan Henttu-Aho membahas peran *rolling forecasting* dalam sistem pengendalian anggaran. ([AAA Publications](#))

Abstrak

Perencanaan keuangan dan anggaran merupakan salah satu fungsi utama dalam *financial management* karena menghubungkan tujuan strategis organisasi dengan alokasi sumber daya yang konkret. Tanpa perencanaan keuangan, organisasi mudah bergerak berdasarkan intuisi, kebiasaan, atau tekanan jangka pendek. Tanpa anggaran, strategi sering berhenti sebagai pernyataan visi yang tidak memiliki dasar operasional, ukuran kinerja, atau disiplin pengendalian. Bab ini membahas secara komprehensif konsep perencanaan keuangan dan anggaran, mulai dari pengertian, fungsi, proses penyusunan, jenis-jenis anggaran, anggaran operasional, anggaran kas, anggaran modal, proyeksi laporan keuangan, analisis varians, *rolling forecast*, *zero-based budgeting*, hingga tantangan etika dan tata kelola dalam proses penganggaran.

Dalam perspektif manajemen keuangan modern, anggaran bukan sekadar daftar angka pendapatan dan biaya, melainkan alat manajemen untuk

menerjemahkan strategi ke dalam tindakan. Anggaran membantu organisasi menetapkan prioritas, mengendalikan biaya, memperkirakan kebutuhan kas, mengelola risiko, mengevaluasi kinerja, dan memastikan bahwa setiap unit kerja bergerak selaras dengan tujuan perusahaan.

Perencanaan keuangan yang baik juga membantu organisasi menghadapi ketidakpastian, seperti perubahan permintaan pasar, inflasi, fluktuasi nilai tukar, kenaikan suku bunga, perubahan regulasi, dan disrupsi teknologi.

Bab ini menekankan bahwa penganggaran harus dipahami sebagai proses manajerial, bukan hanya proses akuntansi. Keberhasilan anggaran sangat bergantung pada kualitas data, partisipasi manajer, kejelasan target, komunikasi lintas fungsi, integritas organisasi, serta kemampuan melakukan revisi ketika kondisi berubah. Anggaran yang terlalu kaku dapat menghambat adaptasi, sedangkan anggaran yang terlalu longgar dapat menurunkan disiplin. Karena itu, organisasi perlu menyeimbangkan kontrol dan fleksibilitas. Di era digital, perencanaan keuangan semakin didukung oleh ERP, analitik data, dashboard keuangan, *rolling forecast*, dan kecerdasan buatan. Namun, teknologi tidak menggantikan penilaian manajerial; ia hanya memperkuat kemampuan organisasi membaca data, membuat skenario, dan mengambil keputusan lebih cepat.

Kata Kunci: *perencanaan keuangan, anggaran, budgeting, financial planning, budgetary control, rolling forecast, variance analysis, cash budget, capital budget, zero-based budgeting, financial management.*

1. Pendahuluan

Dalam dunia bisnis, organisasi tidak dapat hidup hanya dari gagasan besar. Visi, misi, strategi, dan rencana pertumbuhan harus diterjemahkan ke dalam kebutuhan dana, target pendapatan, struktur biaya, jadwal investasi, proyeksi arus kas, dan ukuran kinerja. Di sinilah perencanaan keuangan dan

anggaran memiliki peran penting. Perencanaan keuangan menjawab pertanyaan tentang bagaimana organisasi akan memperoleh, menggunakan, mengendalikan, dan mengevaluasi sumber daya keuangan. Anggaran menjawab pertanyaan yang lebih operasional: berapa pendapatan yang ditargetkan, berapa biaya yang diizinkan, berapa kas yang dibutuhkan, berapa investasi yang harus dilakukan, dan bagaimana kinerja akan diukur.

Perencanaan keuangan dan anggaran merupakan jembatan antara strategi dan implementasi. Sebuah perusahaan dapat memiliki strategi ekspansi pasar, tetapi strategi tersebut tidak dapat berjalan tanpa estimasi biaya pemasaran, biaya distribusi, kebutuhan persediaan, penambahan tenaga kerja, pembiayaan modal kerja, dan proyeksi arus kas. Sebuah perguruan tinggi dapat memiliki rencana transformasi digital, tetapi rencana itu memerlukan anggaran untuk infrastruktur teknologi, pelatihan dosen, sistem informasi akademik, keamanan data, serta pemeliharaan sistem. Sebuah rumah sakit dapat merancang peningkatan mutu layanan, tetapi harus menghitung kebutuhan alat kesehatan, tenaga medis, biaya operasional, dan sumber pendanaan.

Dalam organisasi modern, anggaran memiliki banyak fungsi sekaligus. Ia berfungsi sebagai alat perencanaan, alat koordinasi, alat komunikasi, alat motivasi, alat pengendalian, dan alat evaluasi. Melalui anggaran, manajemen puncak dapat menyampaikan prioritas strategis kepada unit-unit kerja. Melalui anggaran, bagian produksi dapat berkoordinasi dengan bagian penjualan, bagian SDM dapat merencanakan kebutuhan tenaga kerja, bagian keuangan dapat memperkirakan kas, dan bagian pembelian dapat menyusun jadwal pengadaan. Anggaran juga menjadi dasar evaluasi kinerja karena realisasi dapat dibandingkan dengan target.

Namun, anggaran bukan tanpa masalah. Dalam praktik, anggaran dapat menjadi terlalu birokratis, memakan waktu, terlalu kaku, dan kadang mendorong perilaku disfungsional. Manajer dapat membuat target terlalu rendah agar mudah dicapai, menunda pengeluaran penting agar terlihat

efisien, atau menghabiskan sisa anggaran di akhir periode agar anggaran tahun berikutnya tidak dipotong. Karena itu, penganggaran tidak boleh dipahami secara mekanis. Anggaran harus dikelola dengan tata kelola yang baik, sistem insentif yang sehat, dan budaya integritas.

Bab ini membahas perencanaan keuangan dan anggaran secara sistematis. Pembahasan dimulai dari pengertian perencanaan keuangan, fungsi anggaran, hubungan strategi dan anggaran, jenis-jenis anggaran, proses penyusunan, anggaran kas, anggaran operasional, anggaran modal, proyeksi laporan keuangan, analisis varians, serta pendekatan modern seperti *rolling forecast* dan *zero-based budgeting*. Pada bagian akhir, bab ini membahas tantangan etika, digitalisasi, dan implikasi manajerial.

2. Hakikat Perencanaan Keuangan

Perencanaan keuangan adalah proses merumuskan kebutuhan dana, sumber dana, alokasi dana, dan pengendalian dana untuk mencapai tujuan organisasi dalam periode tertentu. Perencanaan keuangan tidak hanya berkaitan dengan menghitung uang, tetapi juga dengan menentukan prioritas, mengantisipasi risiko, dan memastikan keberlanjutan organisasi.

Dalam perusahaan, perencanaan keuangan biasanya mencakup proyeksi penjualan, kebutuhan aset, biaya operasional, kebutuhan modal kerja, struktur pendanaan, arus kas, laba, dan posisi keuangan. Perencanaan ini dapat bersifat jangka pendek, menengah, atau panjang. Perencanaan jangka pendek biasanya berfokus pada kas, modal kerja, target penjualan, biaya operasional, dan likuiditas. Perencanaan jangka menengah berfokus pada ekspansi, efisiensi, pengembangan produk, kebutuhan SDM, dan investasi. Perencanaan jangka panjang berhubungan dengan strategi pertumbuhan, struktur modal, transformasi teknologi, keberlanjutan, dan nilai perusahaan.

Perencanaan keuangan yang baik harus berbasis data. Data historis penting untuk memahami tren, tetapi tidak boleh menjadi satu-satunya dasar. Manajemen harus memperhatikan perubahan pasar, perilaku konsumen, kondisi makroekonomi, kompetisi, regulasi, teknologi, dan risiko. Misalnya, penjualan tahun lalu dapat menjadi titik awal proyeksi, tetapi proyeksi tahun depan harus mempertimbangkan harga bahan baku, daya beli konsumen, kanal distribusi digital, perubahan tarif, dan strategi pesaing.

Perencanaan keuangan juga harus realistis. Target yang terlalu rendah tidak mendorong organisasi berkembang. Target yang terlalu tinggi dapat menimbulkan tekanan tidak sehat, manipulasi data, atau keputusan jangka pendek yang merusak keberlanjutan. Oleh karena itu, perencanaan keuangan harus menyeimbangkan ambisi dan kapasitas. Organisasi harus berani tumbuh, tetapi juga harus memahami batas likuiditas, kemampuan SDM, kapasitas operasional, dan risiko pasar.

Dalam konteks *financial management*, perencanaan keuangan berhubungan erat dengan tiga keputusan utama: investasi, pendanaan, dan dividen. Keputusan investasi memerlukan perencanaan tentang proyek mana yang akan dijalankan. Keputusan pendanaan memerlukan perencanaan tentang sumber dana yang akan digunakan. Keputusan dividen memerlukan perencanaan tentang berapa laba yang akan dibagikan dan berapa yang akan ditahan untuk reinvestasi. Dengan demikian, perencanaan keuangan merupakan kerangka besar yang mengarahkan seluruh keputusan keuangan organisasi.

3. Pengertian Anggaran

Anggaran adalah rencana keuangan yang dinyatakan dalam angka untuk periode tertentu. Anggaran biasanya mencakup target pendapatan, rencana biaya, kebutuhan kas, rencana investasi, serta proyeksi kinerja

keuangan. Anggaran dapat disusun untuk seluruh organisasi atau untuk unit tertentu, seperti divisi pemasaran, produksi, SDM, keuangan, riset dan pengembangan, atau cabang operasional.

Anggaran berbeda dari sekadar estimasi. Estimasi adalah perkiraan, sedangkan anggaran adalah rencana yang disetujui dan menjadi dasar tindakan. Anggaran memiliki unsur komitmen. Ketika anggaran disahkan, unit kerja memiliki tanggung jawab untuk melaksanakan kegiatan sesuai alokasi sumber daya dan mencapai target yang ditetapkan. Karena itu, anggaran juga memiliki fungsi pengendalian.

Anggaran juga berbeda dari laporan keuangan. Laporan keuangan mencatat hasil yang telah terjadi, sedangkan anggaran merencanakan hasil yang diharapkan. Namun, keduanya saling terkait. Anggaran disusun dengan menggunakan data historis laporan keuangan, dan realisasi anggaran kemudian akan tercermin dalam laporan keuangan.

Perbandingan antara anggaran dan realisasi menjadi dasar analisis varians.

Dalam praktik, anggaran dapat bersifat statis atau fleksibel. Anggaran statis disusun berdasarkan satu tingkat aktivitas tertentu dan tidak berubah selama periode anggaran. Anggaran fleksibel menyesuaikan biaya dan pendapatan dengan tingkat aktivitas aktual. Anggaran fleksibel lebih tepat untuk analisis kinerja karena membedakan perubahan akibat volume aktivitas dan perubahan akibat efisiensi.

Anggaran juga dapat bersifat top-down, bottom-up, atau kombinasi. Dalam pendekatan top-down, target ditetapkan oleh manajemen puncak dan diturunkan ke unit kerja. Pendekatan ini cepat dan menjaga arah strategis, tetapi dapat mengabaikan realitas operasional. Dalam pendekatan bottom-up, unit kerja menyusun usulan anggaran berdasarkan kebutuhan dan kapasitasnya. Pendekatan ini meningkatkan partisipasi dan akurasi operasional, tetapi dapat memunculkan *budgetary slack*, yaitu kecenderungan membuat target terlalu mudah atau biaya terlalu tinggi. Pendekatan yang baik biasanya menggabungkan keduanya: manajemen

puncak menetapkan arah strategis, sedangkan unit kerja memberi masukan operasional.

4. Fungsi Anggaran dalam Organisasi

Anggaran memiliki beberapa fungsi utama dalam organisasi. Fungsi pertama adalah perencanaan. Anggaran memaksa organisasi berpikir ke depan. Manajer harus memperkirakan penjualan, biaya, kebutuhan kas, dan kapasitas operasional. Dengan demikian, anggaran mengurangi keputusan spontan yang tidak terarah.

Fungsi kedua adalah koordinasi. Organisasi terdiri atas banyak bagian yang saling bergantung. Bagian penjualan tidak dapat menargetkan pertumbuhan tanpa berkoordinasi dengan bagian produksi. Bagian produksi tidak dapat meningkatkan output tanpa memastikan bahan baku, tenaga kerja, dan kapasitas mesin tersedia. Bagian keuangan tidak dapat menyediakan dana tanpa mengetahui kebutuhan kas. Anggaran menyelaraskan berbagai bagian agar bergerak dalam satu arah.

Fungsi ketiga adalah komunikasi. Anggaran menyampaikan prioritas organisasi kepada seluruh unit. Jika anggaran pemasaran digital meningkat, itu menunjukkan prioritas pada kanal digital. Jika anggaran pelatihan SDM naik, itu menunjukkan perhatian pada pengembangan kompetensi. Jika anggaran investasi teknologi meningkat, itu menunjukkan arah transformasi digital. Dengan demikian, anggaran menjadi bahasa komunikasi strategi.

Fungsi keempat adalah motivasi. Target anggaran dapat mendorong manajer dan karyawan mencapai kinerja tertentu. Namun, fungsi motivasi ini harus dikelola hati-hati. Target yang menantang tetapi realistis dapat meningkatkan kinerja. Target yang terlalu mudah tidak memotivasi. Target yang terlalu sulit dapat menimbulkan frustrasi atau perilaku manipulatif.

Fungsi kelima adalah pengendalian. Anggaran menjadi standar untuk membandingkan realisasi. Jika biaya aktual melebihi anggaran, manajemen dapat mencari penyebabnya. Jika pendapatan aktual lebih rendah dari target, manajemen dapat mengevaluasi strategi penjualan. Pengendalian anggaran bukan sekadar mencari kesalahan, tetapi memahami penyimpangan dan memperbaiki tindakan.

Fungsi keenam adalah evaluasi kinerja. Anggaran sering digunakan untuk menilai kinerja unit dan manajer. Namun, evaluasi harus mempertimbangkan faktor yang dapat dan tidak dapat dikendalikan. Manajer penjualan tidak sepenuhnya bertanggung jawab atas krisis ekonomi nasional, tetapi bertanggung jawab atas strategi respons terhadap krisis tersebut. Oleh karena itu, evaluasi berbasis anggaran harus adil dan kontekstual.

Fungsi ketujuh adalah alokasi sumber daya. Karena sumber daya terbatas, organisasi harus memilih prioritas. Anggaran membantu menentukan kegiatan mana yang didanai, proyek mana yang ditunda, biaya mana yang dikurangi, dan investasi mana yang diutamakan. Dengan demikian, anggaran adalah alat politik ekonomi internal organisasi: ia menunjukkan apa yang benar-benar dianggap penting oleh organisasi.

5. Hubungan Strategi dan Anggaran

Strategi adalah arah jangka panjang organisasi, sedangkan anggaran adalah terjemahan keuangan dari strategi tersebut. Jika strategi tidak tercermin dalam anggaran, strategi hanya menjadi slogan. Sebaliknya, jika anggaran tidak didasarkan pada strategi, organisasi dapat efisien melakukan hal yang salah.

Misalnya, perusahaan menyatakan strategi diferensiasi kualitas, tetapi anggaran riset, pengembangan produk, pelatihan karyawan, dan pengendalian mutu justru dipotong. Ini menunjukkan ketidaksesuaian

antara strategi dan anggaran. Atau perusahaan menyatakan ingin memperkuat digitalisasi, tetapi tidak menyediakan anggaran untuk infrastruktur teknologi, keamanan siber, dan pelatihan digital. Dalam kondisi seperti itu, strategi sulit diwujudkan.

Hubungan strategi dan anggaran dapat dilihat melalui beberapa pertanyaan. Pertama, apa prioritas strategis organisasi tahun depan? Kedua, kegiatan apa yang diperlukan untuk mewujudkan prioritas tersebut? Ketiga, sumber daya apa yang dibutuhkan? Keempat, bagaimana kegiatan tersebut diukur? Kelima, bagaimana risiko dikelola? Keenam, bagaimana anggaran disesuaikan jika kondisi berubah?

Dalam organisasi yang matang, proses anggaran dimulai dari perencanaan strategis. Manajemen puncak menetapkan arah, sasaran, dan indikator utama. Setelah itu, unit kerja menyusun rencana operasional dan kebutuhan anggaran. Bagian keuangan menguji kelayakan rencana tersebut dari sisi kas, profitabilitas, struktur modal, dan risiko. Setelah melalui negosiasi dan penyelarasan, anggaran disahkan.

Anggaran juga harus terkait dengan KPI. Jika strategi adalah pertumbuhan pasar, maka KPI dapat berupa pertumbuhan penjualan, pangsa pasar, jumlah pelanggan baru, dan retensi pelanggan. Jika strategi adalah efisiensi, KPI dapat berupa biaya per unit, margin operasi, produktivitas aset, dan siklus kas. Jika strategi adalah inovasi, KPI dapat berupa jumlah produk baru, pendapatan dari produk baru, waktu pengembangan produk, dan investasi R&D.

Dengan demikian, anggaran bukan hanya dokumen keuangan, tetapi bagian dari sistem manajemen strategis. Anggaran menunjukkan apakah organisasi benar-benar menempatkan sumber daya pada prioritas yang dinyatakan.

6. Jenis-Jenis Anggaran

Dalam praktik, organisasi menggunakan berbagai jenis anggaran sesuai kebutuhan. Beberapa jenis anggaran utama adalah anggaran penjualan, anggaran produksi, anggaran pembelian, anggaran tenaga kerja, anggaran overhead, anggaran biaya operasional, anggaran kas, anggaran modal, dan anggaran laporan keuangan.

6.1 Anggaran Penjualan

Anggaran penjualan adalah titik awal banyak proses penganggaran. Ia memuat estimasi jumlah unit yang akan dijual, harga jual, pendapatan total, wilayah penjualan, segmen pelanggan, dan kanal distribusi. Karena penjualan memengaruhi produksi, persediaan, kas, dan laba, akurasi anggaran penjualan sangat penting.

Anggaran penjualan disusun berdasarkan data historis, tren pasar, kondisi ekonomi, strategi pemasaran, kapasitas distribusi, perilaku konsumen, dan aktivitas pesaing. Kesalahan dalam anggaran penjualan dapat berdampak luas. Jika penjualan dianggarkan terlalu tinggi, perusahaan dapat memproduksi berlebihan, menumpuk persediaan, dan mengalami tekanan kas. Jika penjualan dianggarkan terlalu rendah, perusahaan dapat kehilangan peluang pasar karena kapasitas tidak cukup.

6.2 Anggaran Produksi

Anggaran produksi menunjukkan jumlah barang yang harus diproduksi untuk memenuhi target penjualan dan kebijakan persediaan. Rumus sederhana anggaran produksi adalah:

$$\text{Produksi yang dibutuhkan} = \text{Penjualan yang dianggarkan} + \text{Persediaan akhir yang diinginkan} - \text{Persediaan awal}$$

Anggaran produksi penting untuk menentukan kebutuhan bahan baku, tenaga kerja, mesin, dan overhead. Dalam perusahaan manufaktur, anggaran produksi menjadi pusat koordinasi antara penjualan, produksi, pembelian, dan keuangan.

6.3 Anggaran Bahan Baku

Anggaran bahan baku memperkirakan jumlah bahan yang harus dibeli, harga bahan, jadwal pembelian, dan kebutuhan kas untuk pembelian.

Anggaran ini sangat penting ketika harga bahan baku fluktuatif atau bahan baku bergantung pada impor. Perusahaan harus mempertimbangkan risiko kurs, waktu pengiriman, kualitas pemasok, dan kebijakan persediaan.

6.4 Anggaran Tenaga Kerja

Anggaran tenaga kerja memperkirakan kebutuhan jam kerja, jumlah karyawan, upah, lembur, pelatihan, dan biaya terkait SDM. Dalam organisasi jasa, anggaran tenaga kerja sering menjadi komponen biaya terbesar. Oleh karena itu, perencanaan tenaga kerja harus dikaitkan dengan produktivitas, kualitas layanan, dan kapasitas organisasi.

6.5 Anggaran Overhead

Anggaran overhead mencakup biaya produksi tidak langsung, seperti listrik pabrik, pemeliharaan mesin, penyusutan, supervisi, asuransi, dan biaya fasilitas. Overhead perlu dikendalikan karena sering kali tidak mudah ditelusuri langsung ke produk. Pengelolaan overhead yang buruk dapat menyebabkan biaya produk tidak akurat dan keputusan harga yang keliru.

6.6 Anggaran Biaya Operasional

Anggaran biaya operasional mencakup biaya penjualan, pemasaran, administrasi, umum, riset, pengembangan, teknologi, dan fungsi pendukung lainnya. Anggaran ini harus disusun berdasarkan aktivitas yang mendukung strategi. Misalnya, peningkatan anggaran pemasaran harus dikaitkan dengan target pelanggan baru, peningkatan merek, atau ekspansi kanal digital.

6.7 Anggaran Kas

Anggaran kas memperkirakan penerimaan dan pengeluaran kas dalam periode tertentu. Anggaran kas sangat penting karena perusahaan dapat mencatat laba tetapi tetap kekurangan kas. Penerimaan kas berasal dari penjualan tunai, penagihan piutang, pinjaman, penerbitan saham, atau

penjualan aset. Pengeluaran kas mencakup pembayaran pemasok, gaji, pajak, bunga, cicilan utang, investasi, dan biaya operasional.

6.8 Anggaran Modal

Anggaran modal atau *capital budget* mencakup rencana investasi jangka panjang, seperti pembelian mesin, pembangunan gedung, pembukaan cabang, sistem informasi, kendaraan operasional, atau proyek transformasi digital. Anggaran modal harus dianalisis dengan metode NPV, IRR, *payback period*, dan analisis risiko. Karena investasi modal biasanya besar dan berdampak jangka panjang, proses persetujuannya harus lebih ketat.

6.9 Anggaran Laporan Keuangan

Anggaran laporan keuangan atau *pro forma financial statements* mencakup proyeksi laporan laba rugi, laporan posisi keuangan, dan laporan arus kas. Tujuannya adalah melihat gambaran menyeluruh dampak rencana organisasi terhadap profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan kebutuhan pendanaan.

7. Proses Penyusunan Anggaran

Proses penyusunan anggaran umumnya terdiri atas beberapa tahap. Tahap pertama adalah penetapan asumsi dasar. Asumsi dapat mencakup pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar, suku bunga, harga bahan baku, pertumbuhan pasar, tingkat upah, dan kebijakan pajak. Asumsi ini penting karena memengaruhi seluruh proyeksi.

Tahap kedua adalah penetapan target strategis. Manajemen puncak menetapkan prioritas organisasi, seperti pertumbuhan penjualan, peningkatan margin, efisiensi biaya, ekspansi geografis, digitalisasi, inovasi produk, atau penguatan likuiditas. Target strategis menjadi dasar penyusunan anggaran unit.

Tahap ketiga adalah penyusunan anggaran awal oleh unit kerja. Setiap unit menyusun rencana aktivitas, kebutuhan biaya, target pendapatan, kebutuhan SDM, dan indikator kinerja. Pada tahap ini, partisipasi unit penting karena mereka memahami kondisi operasional.

Tahap keempat adalah review dan negosiasi. Bagian keuangan dan manajemen puncak menilai apakah usulan anggaran realistis, konsisten dengan strategi, sesuai kapasitas dana, dan mendukung tujuan organisasi. Negosiasi diperlukan karena kebutuhan unit sering lebih besar daripada sumber daya yang tersedia.

Tahap kelima adalah konsolidasi. Anggaran unit digabungkan menjadi anggaran organisasi. Pada tahap ini, perlu dipastikan tidak ada konflik antarunit. Misalnya, bagian penjualan menargetkan peningkatan volume 30 persen, tetapi bagian produksi hanya mampu meningkatkan kapasitas 10 persen. Konflik seperti ini harus diselesaikan.

Tahap keenam adalah persetujuan. Anggaran akhir disahkan oleh manajemen puncak, direksi, dewan pengurus, atau otoritas yang berwenang. Setelah disahkan, anggaran menjadi pedoman pelaksanaan.

Tahap ketujuh adalah implementasi dan monitoring. Realisasi anggaran dipantau secara berkala. Penyimpangan signifikan harus dianalisis dan ditindaklanjuti. Monitoring tidak hanya dilakukan akhir tahun, tetapi bulanan atau kuartalan agar masalah dapat segera diperbaiki.

Tahap kedelapan adalah evaluasi dan pembelajaran. Setelah periode anggaran selesai, organisasi mengevaluasi akurasi asumsi, efektivitas proses, kualitas partisipasi, penyebab varians, dan pelajaran untuk periode berikutnya. Dengan demikian, penganggaran menjadi proses belajar organisasi.

8. Anggaran Kas dan Pengelolaan Likuiditas

Anggaran kas merupakan salah satu bagian terpenting dalam perencanaan keuangan. Banyak organisasi mengalami masalah bukan karena tidak memiliki laba, tetapi karena tidak memiliki kas tepat waktu. Kas adalah darah organisasi. Tanpa kas, perusahaan tidak dapat membayar gaji, pemasok, pajak, bunga, atau kewajiban lain.

Anggaran kas membantu manajemen memproyeksikan kapan kas masuk dan keluar. Misalnya, penjualan kredit bulan Januari mungkin baru diterima bulan Maret. Pembelian bahan baku bulan Januari mungkin harus dibayar bulan Februari. Gaji dibayar setiap bulan. Pajak dibayar pada jadwal tertentu. Cicilan utang memiliki tanggal jatuh tempo. Dengan anggaran kas, manajemen dapat melihat apakah akan terjadi surplus atau defisit kas.

Jika terjadi defisit kas, perusahaan dapat menyiapkan solusi lebih awal. Solusi dapat berupa mempercepat penagihan piutang, menunda pengeluaran yang tidak mendesak, mencari fasilitas kredit, menjual aset tidak produktif, memperbaiki siklus persediaan, atau menegosiasikan termin pembayaran pemasok. Jika terjadi surplus kas, perusahaan dapat menempatkan dana pada instrumen likuid, membayar utang lebih cepat, atau mendanai investasi.

Anggaran kas harus disusun dengan frekuensi yang sesuai. Perusahaan yang stabil mungkin cukup menyusun anggaran kas bulanan. Perusahaan dengan volatilitas tinggi mungkin perlu anggaran kas mingguan atau bahkan harian. UMKM yang memiliki margin tipis dan ketergantungan pada pembayaran pelanggan besar perlu sangat disiplin dalam menyusun anggaran kas.

Dalam era digital, anggaran kas dapat didukung oleh dashboard kas, integrasi rekening bank, sistem penagihan otomatis, dan analisis umur piutang. Namun, teknologi hanya membantu jika data transaksi dicatat secara akurat dan disiplin.

9. Anggaran Operasional

Anggaran operasional mencakup seluruh rencana pendapatan dan biaya yang berkaitan dengan aktivitas utama organisasi. Dalam perusahaan dagang, anggaran operasional mencakup penjualan, pembelian barang dagang, biaya pemasaran, biaya administrasi, dan distribusi. Dalam perusahaan manufaktur, anggaran operasional mencakup penjualan, produksi, bahan baku, tenaga kerja langsung, overhead, dan biaya operasional. Dalam organisasi jasa, anggaran operasional mencakup pendapatan jasa, biaya tenaga profesional, biaya fasilitas, teknologi, dan layanan pelanggan.

Anggaran operasional harus disusun berdasarkan aktivitas. Pendekatan berbasis aktivitas membantu manajemen memahami apa yang menyebabkan biaya. Misalnya, biaya layanan pelanggan tidak hanya bergantung pada jumlah pelanggan, tetapi juga kompleksitas layanan, jumlah keluhan, kanal komunikasi, dan tingkat otomatisasi. Dengan memahami pemicu biaya, organisasi dapat mengelola efisiensi lebih baik.

Anggaran operasional juga harus membedakan biaya tetap dan biaya variabel. Biaya tetap tidak berubah secara langsung dengan volume aktivitas dalam jangka pendek, seperti sewa, gaji tetap, dan penyusutan. Biaya variabel berubah sesuai volume, seperti bahan baku, komisi penjualan, dan biaya pengiriman. Pemahaman biaya tetap dan variabel penting untuk analisis titik impas, margin kontribusi, dan fleksibilitas anggaran.

Dalam organisasi yang menghadapi ketidakpastian tinggi, anggaran operasional sebaiknya disusun dalam beberapa skenario. Skenario optimistis, moderat, dan pesimistis membantu manajemen menyiapkan respons. Jika penjualan lebih rendah dari target, biaya apa yang dapat dikurangi? Jika permintaan melonjak, kapasitas apa yang perlu ditambah? Jika harga bahan baku naik, apakah harga jual dapat disesuaikan? Skenario membuat anggaran menjadi alat adaptasi, bukan sekadar dokumen statis.

10. Anggaran Modal

Anggaran modal berkaitan dengan rencana investasi jangka panjang. Keputusan anggaran modal biasanya bersifat strategis karena memerlukan dana besar, memiliki umur manfaat panjang, dan sulit dibalik. Contohnya adalah pembangunan pabrik, pembelian mesin, pembukaan cabang, implementasi ERP, akuisisi perusahaan, pengembangan produk baru, atau pembangunan fasilitas pendidikan.

Dalam anggaran modal, manajemen harus mengevaluasi kelayakan investasi dengan memperhitungkan arus kas masa depan dan biaya modal. Metode yang umum digunakan adalah NPV, IRR, *payback period*, dan *profitability index*. NPV dianggap sangat penting karena menunjukkan nilai tambah ekonomi setelah memperhitungkan waktu dan risiko.

Anggaran modal harus memperhitungkan investasi awal, biaya instalasi, kebutuhan modal kerja tambahan, penghematan biaya, tambahan pendapatan, pajak, penyusutan, nilai sisa, dan risiko. Kesalahan estimasi dapat berdampak besar. Jika investasi terlalu optimistis, perusahaan dapat terjebak dalam aset tidak produktif. Jika terlalu konservatif, perusahaan dapat kehilangan peluang pertumbuhan.

Anggaran modal juga harus dikaitkan dengan strategi. Tidak semua proyek dengan NPV positif harus langsung dijalankan jika sumber daya terbatas. Manajemen harus memilih portofolio proyek yang paling selaras dengan tujuan jangka panjang. Misalnya, proyek digitalisasi mungkin memiliki NPV finansial yang tidak langsung besar, tetapi dapat meningkatkan kapasitas data, efisiensi, dan daya saing jangka panjang. Sebaliknya, proyek yang tampak menguntungkan jangka pendek dapat bertentangan dengan arah strategis.

Dalam organisasi publik dan nirlaba, anggaran modal juga penting. Pembangunan gedung sekolah, laboratorium, rumah sakit, atau fasilitas

pelayanan publik perlu dianalisis bukan hanya dari sisi laba, tetapi juga manfaat sosial, keberlanjutan operasional, dan kemampuan pendanaan.

11. Proyeksi Laporan Keuangan

Perencanaan keuangan yang baik biasanya menghasilkan proyeksi laporan keuangan. Proyeksi ini mencakup laporan laba rugi, laporan posisi keuangan, dan laporan arus kas. Tujuannya adalah melihat dampak rencana organisasi secara menyeluruh.

Proyeksi laporan laba rugi menunjukkan pendapatan, beban, dan laba yang diharapkan. Proyeksi ini membantu menilai profitabilitas. Namun, laba tidak sama dengan kas. Oleh karena itu, proyeksi laba rugi harus dilengkapi dengan proyeksi arus kas.

Proyeksi laporan posisi keuangan menunjukkan aset, liabilitas, dan ekuitas yang diharapkan pada akhir periode. Jika penjualan meningkat, piutang dan persediaan mungkin meningkat. Jika investasi dilakukan, aset tetap meningkat. Jika pendanaan menggunakan utang, liabilitas meningkat. Proyeksi neraca membantu manajemen menilai kebutuhan dana dan struktur modal.

Proyeksi arus kas menunjukkan kas masuk dan keluar dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. Proyeksi ini membantu menilai apakah organisasi mampu membiayai rencana tanpa mengalami kekurangan kas. Jika terjadi defisit, manajemen perlu menentukan sumber pendanaan.

Salah satu metode sederhana dalam proyeksi keuangan adalah metode persentase penjualan. Dalam metode ini, beberapa akun diasumsikan bergerak sejalan dengan penjualan, seperti piutang, persediaan, dan biaya variabel. Namun, metode ini harus digunakan hati-hati karena tidak semua akun berubah proporsional. Biaya tetap, investasi kapasitas, kebijakan kredit, dan efisiensi operasional dapat membuat hubungan tersebut tidak linear.

Proyeksi laporan keuangan juga berguna untuk analisis rasio. Manajemen dapat memperkirakan current ratio, debt to equity ratio, net profit margin, ROA, ROE, dan rasio kas. Jika proyeksi menunjukkan rasio utang terlalu tinggi atau likuiditas terlalu rendah, rencana harus disesuaikan.

12. Analisis Varians

Analisis varians adalah proses membandingkan realisasi dengan anggaran untuk mengetahui penyimpangan dan penyebabnya. Varians dapat bersifat menguntungkan atau tidak menguntungkan. Misalnya, pendapatan aktual lebih tinggi dari anggaran disebut varians pendapatan yang menguntungkan. Biaya aktual lebih tinggi dari anggaran disebut varians biaya yang tidak menguntungkan.

Namun, analisis varians tidak boleh berhenti pada label menguntungkan atau tidak. Manajemen harus memahami penyebab. Pendapatan lebih tinggi dapat terjadi karena volume penjualan naik, harga jual naik, atau penjualan produk margin rendah meningkat. Biaya lebih tinggi dapat terjadi karena harga bahan baku naik, penggunaan bahan tidak efisien, kualitas buruk, lembur meningkat, atau volume produksi lebih tinggi.

Analisis varians yang baik membedakan varians harga dan varians kuantitas. Dalam bahan baku, varians harga menunjukkan perbedaan antara harga aktual dan harga standar. Varians kuantitas menunjukkan perbedaan antara jumlah bahan aktual dan jumlah standar. Dengan membedakan keduanya, manajemen dapat mengetahui apakah masalah berasal dari bagian pembelian, produksi, kualitas, atau perencanaan.

Analisis varians juga harus mempertimbangkan faktor yang dapat dikendalikan. Jika biaya listrik naik karena tarif pemerintah, manajer unit mungkin tidak sepenuhnya bertanggung jawab. Namun, jika konsumsi listrik naik karena mesin tidak efisien, manajer operasional harus bertindak.

Keadilan dalam evaluasi penting agar sistem anggaran tidak menimbulkan resistensi.

Varians harus ditindaklanjuti. Jika penyimpangan kecil dan wajar, mungkin tidak perlu tindakan besar. Jika penyimpangan signifikan dan berulang, perlu investigasi. Tindakan korektif dapat berupa revisi proses, negosiasi harga, pelatihan karyawan, pengendalian persediaan, perubahan pemasok, perbaikan sistem, atau revisi anggaran.

13. Flexible Budget

Anggaran fleksibel adalah anggaran yang disesuaikan dengan tingkat aktivitas aktual. Anggaran ini lebih adil untuk evaluasi kinerja karena biaya dan pendapatan dibandingkan pada volume aktivitas yang sama.

Misalnya, perusahaan menganggarkan produksi 10.000 unit dengan biaya variabel Rp20.000 per unit dan biaya tetap Rp100 juta. Jika produksi aktual 12.000 unit, maka biaya variabel yang wajar adalah Rp240 juta, bukan Rp200 juta. Jika menggunakan anggaran statis, biaya aktual akan tampak melebihi anggaran, padahal sebagian kenaikan biaya disebabkan volume produksi yang lebih tinggi. Anggaran fleksibel mengoreksi hal ini.

Anggaran fleksibel sangat berguna untuk organisasi dengan volume aktivitas yang berubah-ubah. Dalam rumah sakit, jumlah pasien dapat berubah. Dalam perguruan tinggi, jumlah mahasiswa baru dapat berbeda dari target. Dalam perusahaan logistik, volume pengiriman dapat fluktuatif. Dengan anggaran fleksibel, evaluasi kinerja menjadi lebih akurat.

Namun, anggaran fleksibel membutuhkan pemahaman struktur biaya. Manajemen harus mengetahui biaya mana yang variabel, semi-variabel, dan tetap. Jika klasifikasi biaya salah, analisis fleksibel juga akan keliru.

14. Zero-Based Budgeting

Zero-based budgeting atau ZBB adalah pendekatan penganggaran yang memulai setiap periode dari nol. Setiap biaya harus dibenarkan kembali, bukan sekadar menambah atau mengurangi anggaran tahun sebelumnya. Pendekatan ini berbeda dari penganggaran inkremental yang menggunakan anggaran tahun lalu sebagai dasar.

ZBB memiliki kelebihan. Pertama, ia mendorong efisiensi karena setiap pengeluaran harus memiliki alasan. Kedua, ia membantu mengidentifikasi kegiatan yang tidak lagi relevan. Ketiga, ia mengurangi pemborosan yang tersembunyi dalam anggaran historis. Keempat, ia menyelaraskan biaya dengan prioritas strategis.

Namun, ZBB juga memiliki kelemahan. Prosesnya dapat memakan waktu dan membutuhkan data detail. Jika diterapkan terlalu ekstrem, ZBB dapat menimbulkan beban administratif dan ketidakpastian bagi unit kerja. Karena itu, banyak organisasi menggunakan ZBB secara selektif, misalnya untuk biaya diskresioner, proyek khusus, atau area yang dicurigai tidak efisien.

Dalam era digital, ZBB dapat didukung oleh data analytics. Organisasi dapat mengidentifikasi pola pengeluaran, biaya yang tidak produktif, duplikasi aktivitas, atau kontrak yang tidak efisien. Namun, keputusan pemotongan biaya tetap harus mempertimbangkan dampak strategis. Tidak semua biaya yang tampak besar harus dipotong. Biaya pelatihan, riset, kualitas, dan teknologi mungkin besar, tetapi penting bagi masa depan organisasi.

15. Rolling Forecast

Rolling forecast adalah pendekatan peramalan keuangan yang diperbarui secara berkala, misalnya setiap bulan atau kuartal, dengan horizon yang tetap bergulir. Misalnya, organisasi selalu membuat proyeksi 12 bulan ke

depan. Ketika satu bulan berlalu, satu bulan baru ditambahkan ke akhir horizon. Dengan demikian, manajemen selalu memiliki pandangan ke depan yang terkini.

Rolling forecast muncul sebagai respons terhadap kelemahan anggaran tahunan yang terlalu kaku. Dalam lingkungan yang cepat berubah, anggaran yang dibuat pada akhir tahun sebelumnya dapat menjadi tidak relevan setelah beberapa bulan. Perubahan harga bahan baku, kurs, permintaan, suku bunga, atau teknologi dapat membuat asumsi awal tidak lagi tepat.

Rolling forecast tidak selalu menggantikan anggaran. Banyak organisasi menggunakan keduanya. Anggaran tetap digunakan untuk komitmen sumber daya dan evaluasi, sedangkan rolling forecast digunakan untuk pembaruan prediksi dan adaptasi. Dengan demikian, anggaran memberi disiplin, sementara rolling forecast memberi fleksibilitas.

Rolling forecast yang baik harus fokus pada variabel penggerak utama, bukan terlalu detail. Variabel tersebut dapat mencakup volume penjualan, harga jual, margin, biaya bahan baku, kurs, piutang, persediaan, dan kas. Jika forecast terlalu detail, proses menjadi berat dan kehilangan kecepatan.

Dalam organisasi digital, rolling forecast dapat dipadukan dengan dashboard real-time dan AI analytics. Namun, forecast tetap membutuhkan interpretasi manusia. Model dapat membaca pola masa lalu, tetapi manajer harus memahami perubahan strategis, perilaku pelanggan, regulasi, dan risiko yang belum tercermin dalam data historis.

16. Beyond Budgeting

Beyond budgeting adalah pendekatan yang mengkritik anggaran tradisional karena dianggap terlalu kaku, terlalu birokratis, dan dapat mendorong perilaku disfungsional. Pendekatan ini tidak selalu berarti meniadakan semua bentuk perencanaan keuangan, tetapi mendorong

organisasi untuk mengganti kontrol berbasis target tetap dengan sistem yang lebih adaptif, desentralistik, dan berbasis nilai relatif.

Dalam pendekatan beyond budgeting, organisasi lebih menekankan target relatif, benchmarking, rolling forecast, pengambilan keputusan yang lebih dekat dengan pelanggan, dan budaya akuntabilitas. Tujuannya adalah membuat organisasi lebih lincah dalam menghadapi perubahan.

Pendekatan ini relevan terutama bagi organisasi yang bergerak di lingkungan sangat dinamis.

Namun, beyond budgeting tidak mudah diterapkan. Organisasi tetap membutuhkan disiplin sumber daya, pengendalian biaya, dan akuntabilitas. Dalam banyak kasus, yang diperlukan bukan menghapus anggaran, tetapi memperbaiki cara anggaran digunakan. Anggaran harus menjadi alat belajar dan koordinasi, bukan alat tekanan yang mendorong manipulasi.

Pendekatan yang seimbang adalah menggunakan anggaran secara cerdas. Anggaran tahunan dapat tetap digunakan untuk alokasi sumber daya, tetapi dilengkapi dengan rolling forecast, indikator nonkeuangan, analisis skenario, dan evaluasi berbasis konteks. Dengan demikian, organisasi memperoleh manfaat kontrol tanpa kehilangan fleksibilitas.

17. Partisipasi dalam Penyusunan Anggaran

Partisipasi anggaran berarti melibatkan manajer atau unit kerja dalam proses penyusunan anggaran. Partisipasi penting karena manajer unit biasanya memiliki informasi operasional yang lebih detail daripada manajemen puncak. Mereka memahami kapasitas tim, kondisi pelanggan, kendala proses, kebutuhan sumber daya, dan risiko lapangan.

Partisipasi dapat meningkatkan komitmen. Jika manajer terlibat dalam penyusunan target, mereka lebih merasa memiliki anggaran tersebut. Partisipasi juga dapat meningkatkan kualitas informasi karena asumsi lebih realistis. Selain itu, partisipasi dapat memperbaiki koordinasi antarunit.

Namun, partisipasi juga memiliki risiko. Manajer dapat menciptakan *budgetary slack*, yaitu memasukkan biaya lebih tinggi atau target pendapatan lebih rendah agar lebih mudah mencapai target. Slack dapat terjadi karena informasi asimetris antara manajemen puncak dan unit kerja. Oleh karena itu, partisipasi harus disertai review, benchmarking, data historis, dan dialog kritis.

Partisipasi yang sehat bukan berarti semua usulan diterima. Manajemen puncak tetap harus menantang asumsi, menilai prioritas, dan memastikan konsistensi dengan strategi. Proses anggaran yang baik adalah proses negosiasi rasional, bukan sekadar penjatahan dana.

Budaya organisasi sangat memengaruhi efektivitas partisipasi. Jika budaya organisasi penuh ketakutan, manajer cenderung menyembunyikan informasi. Jika budaya terlalu longgar, target dapat menjadi tidak disiplin. Budaya yang ideal adalah budaya keterbukaan, akuntabilitas, dan pembelajaran.

18. Budgetary Slack dan Perilaku Disfungsional

Budgetary slack adalah selisih sengaja antara estimasi terbaik dan angka anggaran yang diajukan agar target lebih mudah dicapai. Misalnya, manajer memperkirakan penjualan realistis Rp20 miliar, tetapi mengusulkan target Rp17 miliar agar tampak berhasil. Atau manajer memperkirakan biaya Rp5 miliar, tetapi mengusulkan Rp6 miliar untuk menciptakan ruang aman.

Slack dapat muncul karena sistem evaluasi yang terlalu menekan. Jika bonus, promosi, atau reputasi manajer sangat bergantung pada pencapaian anggaran, manajer memiliki insentif untuk membuat target mudah dicapai. Slack juga dapat muncul karena ketidakpastian tinggi. Manajer menambah ruang aman untuk melindungi unitnya dari risiko.

Selain slack, perilaku disfungsional lain adalah *use it or lose it*, yaitu menghabiskan sisa anggaran di akhir periode agar anggaran tahun depan tidak dipotong. Ada juga manipulasi waktu pengeluaran atau pendapatan, seperti menunda biaya penting, mempercepat penjualan secara tidak sehat, atau mengorbankan kualitas demi mencapai target.

Masalah perilaku ini menunjukkan bahwa anggaran bukan sekadar alat teknis, tetapi juga sistem sosial. Cara organisasi menggunakan anggaran dapat membentuk perilaku. Jika anggaran digunakan sebagai alat hukuman, manajer akan defensif. Jika anggaran digunakan sebagai alat pembelajaran, manajer lebih terbuka.

Untuk mengurangi perilaku disfungsional, organisasi perlu melakukan beberapa hal. Pertama, menggunakan target yang realistis dan menantang. Kedua, memisahkan fungsi perencanaan dari fungsi evaluasi secara proporsional. Ketiga, menggunakan indikator kinerja yang beragam, bukan hanya angka anggaran. Keempat, memperkuat budaya etika. Kelima, melakukan review berbasis data dan benchmarking. Keenam, memberi ruang penyesuaian ketika kondisi eksternal berubah drastis.

19. Anggaran dan Pengendalian Manajemen

Anggaran merupakan bagian dari sistem pengendalian manajemen. Pengendalian manajemen adalah proses memastikan bahwa sumber daya organisasi digunakan secara efektif dan efisien untuk mencapai tujuan. Dalam sistem ini, anggaran menyediakan standar, realisasi menyediakan data aktual, dan analisis varians menyediakan umpan balik.

Pengendalian anggaran harus dibedakan dari kontrol sempit. Kontrol sempit hanya mencari kesalahan dan menghukum penyimpangan. Pengendalian manajemen yang baik memahami penyimpangan sebagai informasi. Jika realisasi berbeda dari anggaran, pertanyaan utamanya

bukan “siapa yang salah?”, tetapi “apa yang terjadi, mengapa terjadi, dan apa yang perlu dilakukan?”

Anggaran juga harus dikaitkan dengan tanggung jawab. Dalam akuntansi pertanggungjawaban, unit kerja dinilai berdasarkan hal-hal yang berada dalam kendalinya. Pusat biaya dinilai berdasarkan efisiensi biaya. Pusat pendapatan dinilai berdasarkan pendapatan. Pusat laba dinilai berdasarkan laba. Pusat investasi dinilai berdasarkan pengembalian atas aset atau modal yang digunakan. Pendekatan ini membantu evaluasi menjadi lebih adil.

Namun, organisasi harus hati-hati agar pusat tanggung jawab tidak menciptakan silo. Unit yang hanya mengejar target sendiri dapat merugikan organisasi secara keseluruhan. Misalnya, bagian pembelian menekan harga bahan baku tetapi mengorbankan kualitas, sehingga bagian produksi mengalami banyak cacat. Atau bagian penjualan mengejar volume dengan diskon besar sehingga margin turun. Oleh karena itu, anggaran harus dilengkapi koordinasi lintas fungsi.

20. Digitalisasi Perencanaan Keuangan dan Anggaran

Digitalisasi mengubah cara organisasi menyusun dan mengelola anggaran. Sistem ERP, cloud accounting, dashboard keuangan, business intelligence, data analytics, dan AI memungkinkan proses anggaran menjadi lebih cepat, terintegrasi, dan berbasis data.

Dulu, banyak organisasi menyusun anggaran dengan spreadsheet terpisah. Cara ini fleksibel tetapi rawan kesalahan, versi ganda, dan keterlambatan konsolidasi. Dengan sistem digital, data penjualan, persediaan, biaya, kas, dan piutang dapat terhubung secara otomatis. Manajemen dapat melihat realisasi terhadap anggaran secara real-time atau mendekati real-time.

Digitalisasi juga mendukung skenario dan simulasi. Manajemen dapat menguji dampak kenaikan harga bahan baku, perubahan kurs, penurunan

penjualan, kenaikan upah, atau perubahan suku bunga terhadap laba dan kas. Dengan demikian, anggaran menjadi alat analisis, bukan sekadar dokumen statis.

AI dapat membantu membuat forecast berdasarkan pola historis dan variabel eksternal. Misalnya, AI dapat memprediksi permintaan berdasarkan tren penjualan, musim, promosi, cuaca, atau data pelanggan. Namun, AI tidak boleh digunakan tanpa pengawasan. Model dapat bias, data dapat salah, dan kondisi masa depan dapat berbeda dari pola historis. Manajer tetap harus menilai kewajaran hasil.

Digitalisasi juga menuntut tata kelola data. Data anggaran harus akurat, aman, dan memiliki otorisasi jelas. Perubahan anggaran harus memiliki jejak audit. Akses sistem harus dikendalikan. Keamanan siber menjadi bagian dari pengendalian keuangan. Dengan demikian, digital finance bukan hanya soal efisiensi, tetapi juga soal integritas dan risiko.

21. Perencanaan Keuangan dalam Kondisi Ketidakpastian

Ketidakpastian adalah realitas bisnis modern. Perubahan ekonomi, politik, teknologi, sosial, dan lingkungan dapat membuat rencana cepat usang. Karena itu, perencanaan keuangan harus adaptif.

Salah satu cara menghadapi ketidakpastian adalah analisis skenario. Organisasi menyusun beberapa kemungkinan masa depan: optimistis, moderat, dan pesimistis. Untuk setiap skenario, organisasi menghitung pendapatan, biaya, kas, kebutuhan dana, dan tindakan respons. Skenario bukan ramalan pasti, tetapi latihan kesiapan.

Cara lain adalah membangun cadangan kas. Organisasi yang terlalu efisien secara kas tetapi tidak memiliki buffer dapat rentan terhadap krisis. Cadangan kas memberikan ruang bernapas ketika pendapatan turun atau biaya mendadak naik. Namun, kas berlebih juga memiliki biaya kesempatan. Manajemen harus menentukan tingkat kas optimal.

Organisasi juga perlu memiliki fleksibilitas biaya. Biaya tetap yang terlalu besar membuat organisasi sulit menyesuaikan diri saat pendapatan turun. Kontrak yang fleksibel, outsourcing selektif, teknologi scalable, dan struktur biaya variabel dapat meningkatkan ketahanan. Namun, fleksibilitas tidak boleh mengorbankan kapabilitas inti.

Dalam perencanaan keuangan, risiko harus diintegrasikan sejak awal. Anggaran tidak hanya berisi target, tetapi juga asumsi risiko. Misalnya, jika kurs melemah 10 persen, apa dampaknya? Jika penjualan turun 15 persen, biaya apa yang harus disesuaikan? Jika pelanggan utama terlambat membayar, bagaimana kas dijaga? Pertanyaan-pertanyaan ini membuat anggaran lebih tangguh.

22. Studi Kasus Naratif: Anggaran pada UMKM Kuliner

Sebuah UMKM kuliner di Bogor bernama “Dapur Rasa Lokal” mengalami pertumbuhan penjualan pesat setelah aktif di platform digital. Pemilik merasa bisnis berkembang baik karena pesanan meningkat. Namun, kas sering menipis, bahan baku sering terbuang, dan keuntungan tidak jelas. Setelah ditelusuri, ternyata usaha tersebut tidak memiliki anggaran yang sistematis.

Pemilik kemudian menyusun anggaran sederhana. Pertama, ia membuat anggaran penjualan berdasarkan rata-rata pesanan harian, musim liburan, dan kampanye promosi. Kedua, ia menyusun anggaran bahan baku berdasarkan menu yang paling laku. Ketiga, ia membuat anggaran tenaga kerja untuk jam sibuk dan jam sepi. Keempat, ia menyusun anggaran kas mingguan untuk memastikan pembayaran pemasok dan gaji tidak terganggu.

Setelah tiga bulan, hasilnya terlihat. Persediaan bahan baku lebih terkendali. Pembelian dilakukan berdasarkan proyeksi pesanan, bukan perkiraan kasar. Promosi digital dievaluasi berdasarkan biaya per pesanan.

Menu yang margin-nya rendah direvisi. Piutang dari pelanggan catering mulai ditagih dengan jadwal lebih disiplin. Pemilik juga menyadari bahwa penjualan tinggi tidak selalu berarti laba tinggi jika diskon terlalu besar.

Kasus ini menunjukkan bahwa anggaran bukan hanya untuk perusahaan besar. UMKM pun membutuhkan anggaran agar pertumbuhan tidak berubah menjadi kekacauan. Anggaran membantu pemilik melihat hubungan antara penjualan, biaya, kas, dan laba.

23. Studi Kasus Naratif: Anggaran Transformasi Digital Perguruan Tinggi

Sebuah perguruan tinggi merencanakan transformasi digital akademik. Rencana tersebut mencakup sistem pembelajaran daring, digital library, dashboard akademik, pelatihan dosen, keamanan data, dan integrasi administrasi. Pada awalnya, rencana ini hanya berupa daftar keinginan. Setelah dibahas oleh pimpinan, bagian keuangan diminta menyusun anggaran.

Proses anggaran menunjukkan bahwa biaya tidak hanya berupa pembelian perangkat lunak. Ada biaya pelatihan, migrasi data, pemeliharaan, lisensi tahunan, dukungan teknis, keamanan siber, dan perubahan proses kerja. Selain itu, manfaat finansial tidak langsung muncul dalam bentuk pendapatan, tetapi dalam efisiensi administrasi, peningkatan mutu layanan, kepuasan mahasiswa, dan reputasi institusi.

Perguruan tinggi kemudian menyusun anggaran bertahap tiga tahun. Tahun pertama fokus pada infrastruktur dasar dan pelatihan. Tahun kedua fokus pada integrasi sistem dan digitalisasi layanan mahasiswa. Tahun ketiga fokus pada analitik akademik dan peningkatan kualitas pembelajaran. Anggaran juga disertai KPI: tingkat penggunaan sistem, waktu layanan administrasi, kepuasan mahasiswa, jumlah dosen terlatih, dan efisiensi proses.

Kasus ini menunjukkan bahwa perencanaan keuangan dan anggaran membantu organisasi pendidikan menerjemahkan visi transformasi menjadi program nyata. Tanpa anggaran, transformasi digital mudah menjadi slogan. Dengan anggaran, prioritas, sumber daya, jadwal, dan pengukuran menjadi lebih jelas.

24. Etika dan Tata Kelola Anggaran

Anggaran memiliki dimensi etika karena menyangkut alokasi sumber daya. Keputusan anggaran menentukan siapa mendapat dana, program apa yang berjalan, biaya apa yang dipotong, dan prioritas apa yang didukung. Karena itu, proses anggaran harus transparan, adil, dan bertanggung jawab.

Masalah etika dalam anggaran dapat muncul dalam berbagai bentuk. Ada manipulasi target, penggelembungan biaya, menyembunyikan informasi, konflik kepentingan, penggunaan anggaran untuk kepentingan pribadi, atau pengeluaran yang tidak sesuai tujuan. Dalam organisasi publik dan nirlaba, etika anggaran semakin penting karena dana sering berasal dari masyarakat, donor, mahasiswa, pasien, atau pemerintah.

Tata kelola anggaran yang baik memerlukan beberapa prinsip. Pertama, kejelasan otorisasi. Siapa yang boleh mengusulkan, menyetujui, mengubah, dan menggunakan anggaran harus jelas. Kedua, transparansi asumsi. Asumsi penjualan, biaya, inflasi, dan risiko harus terdokumentasi. Ketiga, akuntabilitas realisasi. Penggunaan dana harus dilaporkan dan dievaluasi. Keempat, audit dan pengawasan. Sistem harus dapat mendeteksi penyimpangan. Kelima, integritas budaya. Anggaran harus digunakan untuk mencapai tujuan organisasi, bukan sebagai alat permainan politik internal.

Etika anggaran juga berkaitan dengan keberlanjutan. Pemotongan biaya yang merusak keselamatan, kualitas, lingkungan, atau kesejahteraan

karyawan dapat menghemat uang jangka pendek tetapi merusak nilai jangka panjang. Oleh karena itu, anggaran harus mempertimbangkan dampak ekonomi, sosial, dan lingkungan.

25. Indikator Kinerja dalam Anggaran

Agar anggaran efektif, organisasi perlu mengaitkannya dengan indikator kinerja. Indikator keuangan dapat berupa pendapatan, laba kotor, laba operasi, margin, arus kas operasi, ROI, ROA, ROE, dan efisiensi biaya. Namun, indikator keuangan saja tidak cukup. Organisasi juga perlu indikator nonkeuangan seperti kualitas layanan, kepuasan pelanggan, produktivitas karyawan, waktu proses, tingkat cacat, inovasi, dan keberlanjutan.

Balanced scorecard dapat digunakan untuk menghubungkan anggaran dengan empat perspektif: keuangan, pelanggan, proses internal, serta pembelajaran dan pertumbuhan. Misalnya, anggaran pelatihan SDM tidak langsung meningkatkan laba, tetapi dapat meningkatkan kompetensi, kualitas proses, kepuasan pelanggan, dan akhirnya kinerja keuangan.

Indikator kinerja harus dipilih dengan hati-hati. Terlalu banyak indikator membuat fokus hilang. Terlalu sedikit indikator dapat menciptakan perilaku sempit. Indikator juga harus dapat diukur, relevan, dan berada dalam pengaruh unit yang dinilai.

Dalam anggaran modern, KPI harus didukung oleh data. Jika organisasi tidak memiliki sistem untuk mengukur KPI, indikator hanya menjadi formalitas. Oleh karena itu, sistem informasi manajemen menjadi bagian penting dari penganggaran.

26. Integrasi Perencanaan Keuangan, Risiko, dan Strategi

Perencanaan keuangan tidak boleh terpisah dari manajemen risiko. Setiap anggaran mengandung asumsi, dan setiap asumsi mengandung risiko. Jika asumsi berubah, anggaran harus dievaluasi. Karena itu, proses anggaran perlu mencakup identifikasi risiko utama.

Risiko dalam anggaran dapat berupa risiko pendapatan, risiko biaya, risiko kas, risiko kredit, risiko kurs, risiko suku bunga, risiko operasional, risiko teknologi, dan risiko regulasi. Setiap risiko harus memiliki pemilik, indikator peringatan dini, dan rencana respons.

Misalnya, perusahaan yang menggunakan bahan baku impor harus memasukkan risiko kurs dalam anggaran. Jika rupiah melemah, biaya bahan baku naik. Perusahaan dapat merespons dengan hedging, penyesuaian harga jual, substitusi pemasok lokal, atau efisiensi biaya lain. Tanpa integrasi risiko, anggaran dapat menjadi terlalu optimistis.

Strategi juga harus diuji melalui anggaran. Jika strategi memerlukan dana besar tetapi arus kas tidak mendukung, organisasi harus mencari pendanaan, menunda proyek, atau mengubah prioritas. Jika strategi menuntut inovasi tetapi anggaran R&D terlalu kecil, strategi tidak realistis. Jika strategi menuntut pelayanan unggul tetapi anggaran pelatihan dipotong, strategi akan gagal.

Dengan demikian, anggaran adalah tempat bertemunya strategi, risiko, dan sumber daya.

27. Praktik Baik dalam Perencanaan Keuangan dan Anggaran

Beberapa praktik baik dapat meningkatkan kualitas penganggaran. Pertama, mulai dari strategi, bukan dari angka tahun lalu. Anggaran harus mencerminkan prioritas masa depan, bukan sekadar kelanjutan kebiasaan.

Kedua, gunakan data historis dan data eksternal. Data internal membantu melihat tren, sedangkan data eksternal membantu memahami pasar, inflasi, suku bunga, dan kompetisi.

Ketiga, libatkan unit kerja secara selektif dan terarah. Partisipasi meningkatkan kualitas informasi, tetapi harus disertai review kritis.

Keempat, dokumentasikan asumsi. Jika asumsi tidak ditulis, sulit mengevaluasi mengapa anggaran meleset.

Kelima, gunakan skenario. Satu angka proyeksi tidak cukup dalam lingkungan tidak pasti.

Keenam, pisahkan biaya yang wajib, strategis, dan diskresioner. Biaya wajib harus dipenuhi, biaya strategis harus dilindungi, dan biaya diskresioner dapat disesuaikan.

Ketujuh, pantau realisasi secara berkala. Anggaran yang hanya dibaca akhir tahun tidak banyak membantu.

Kedelapan, gunakan analisis varians sebagai pembelajaran. Jangan hanya menghukum penyimpangan.

Kesembilan, kombinasikan anggaran dengan rolling forecast. Anggaran memberi disiplin, forecast memberi adaptasi.

Kesepuluh, bangun budaya integritas. Sistem anggaran terbaik akan gagal jika budaya organisasi mendorong manipulasi.

28. Ringkasan Bab

Perencanaan keuangan dan anggaran merupakan alat penting dalam manajemen keuangan. Perencanaan keuangan membantu organisasi menentukan kebutuhan dana, sumber dana, penggunaan dana, dan pengendalian dana. Anggaran menerjemahkan rencana tersebut ke dalam angka yang dapat dilaksanakan dan dievaluasi.

Anggaran memiliki fungsi perencanaan, koordinasi, komunikasi, motivasi, pengendalian, evaluasi, dan alokasi sumber daya. Jenis anggaran meliputi anggaran penjualan, produksi, bahan baku, tenaga kerja, overhead, biaya operasional, kas, modal, dan laporan keuangan pro forma.

Proses penyusunan anggaran meliputi penetapan asumsi, target strategis, penyusunan usulan unit, review, konsolidasi, persetujuan, implementasi, monitoring, dan evaluasi. Anggaran kas penting untuk menjaga likuiditas. Anggaran modal penting untuk investasi jangka panjang. Analisis varians penting untuk memahami penyimpangan antara rencana dan realisasi.

Dalam praktik modern, organisasi perlu menggunakan flexible budget, zero-based budgeting, rolling forecast, dan analisis skenario. Anggaran harus cukup disiplin untuk mengendalikan sumber daya, tetapi cukup fleksibel untuk menghadapi perubahan. Digitalisasi memperkuat proses anggaran melalui data real-time, dashboard, dan analitik, tetapi tetap memerlukan penilaian manajerial.

Anggaran juga memiliki dimensi etika. Proses anggaran harus mencegah slack, manipulasi, pemborosan, dan konflik kepentingan. Dengan tata kelola yang baik, anggaran menjadi alat penciptaan nilai, bukan sekadar prosedur administratif.

29. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa perencanaan keuangan dan anggaran merupakan fondasi penting dalam *financial management*. Perencanaan keuangan memberi arah, sedangkan anggaran memberi struktur tindakan. Keduanya membantu organisasi menghubungkan strategi dengan sumber daya, mengendalikan risiko, menjaga likuiditas, mengevaluasi kinerja, dan menciptakan nilai.

Anggaran yang baik bukan hanya dokumen angka, melainkan proses dialog strategis. Melalui anggaran, organisasi menentukan prioritas,

menyelaraskan unit kerja, mengukur kinerja, dan belajar dari penyimpangan. Namun, anggaran harus digunakan secara bijaksana. Jika terlalu kaku, anggaran dapat menghambat adaptasi. Jika terlalu longgar, anggaran dapat kehilangan fungsi pengendalian. Jika dikaitkan secara keliru dengan insentif, anggaran dapat memicu perilaku disfungsional.

Dalam era digital dan ketidakpastian tinggi, anggaran harus berkembang. Organisasi perlu menggabungkan anggaran tahunan dengan rolling forecast, flexible budget, analisis skenario, dashboard keuangan, dan data analytics. Tetapi inti dari penganggaran tetap sama: memastikan bahwa setiap sumber daya digunakan untuk tujuan yang benar, pada waktu yang tepat, dengan akuntabilitas yang jelas.

Pada akhirnya, perencanaan keuangan dan anggaran adalah seni mengelola masa depan secara bertanggung jawab. Ia menuntut kemampuan analitis, disiplin data, pemahaman strategi, komunikasi organisasi, integritas etis, dan keberanian mengambil keputusan. Organisasi yang mampu merencanakan dan menganggarkan dengan baik akan lebih siap menghadapi perubahan, menjaga stabilitas, dan membangun pertumbuhan berkelanjutan.

Glossarium

Anggaran

Rencana keuangan yang dinyatakan dalam angka untuk periode tertentu dan digunakan sebagai dasar pelaksanaan serta pengendalian.

Anggaran Fleksibel

Anggaran yang disesuaikan dengan tingkat aktivitas aktual sehingga evaluasi kinerja menjadi lebih adil.

Anggaran Kas

Proyeksi penerimaan dan pengeluaran kas dalam periode tertentu untuk menjaga likuiditas organisasi.

Anggaran Modal

Rencana investasi jangka panjang seperti pembelian mesin, pembangunan fasilitas, sistem teknologi, atau ekspansi.

Anggaran Operasional

Anggaran yang mencakup pendapatan dan biaya kegiatan utama organisasi.

Anggaran Penjualan

Rencana pendapatan berdasarkan estimasi volume penjualan, harga jual, segmen pelanggan, dan wilayah pasar.

Analisis Skenario

Teknik perencanaan yang menguji beberapa kemungkinan kondisi masa depan, seperti optimistis, moderat, dan pesimistis.

Analisis Varians

Proses membandingkan realisasi dengan anggaran untuk mengetahui penyimpangan dan penyebabnya.

Budgetary Control

Sistem pengendalian manajemen yang menggunakan anggaran sebagai standar evaluasi realisasi.

Budgetary Slack

Kecenderungan membuat target pendapatan terlalu rendah atau biaya terlalu tinggi agar anggaran mudah dicapai.

Beyond Budgeting

Pendekatan manajemen yang mengkritik anggaran tradisional dan mendorong sistem perencanaan yang lebih adaptif dan desentralistik.

Capital Budgeting

Proses mengevaluasi dan memilih investasi jangka panjang berdasarkan arus kas, risiko, dan biaya modal.

Cash Flow Forecast

Peramalan arus kas masuk dan keluar untuk mengantisipasi surplus atau defisit kas.

Flexible Budget

Anggaran yang menyesuaikan angka biaya dan pendapatan dengan tingkat aktivitas aktual.

Forecasting

Proses memperkirakan kondisi masa depan berdasarkan data historis, asumsi, dan analisis lingkungan.

KPI

Key Performance Indicator, yaitu indikator utama untuk mengukur pencapaian tujuan organisasi.

Perencanaan Keuangan

Proses merumuskan kebutuhan dana, sumber dana, alokasi dana, dan pengendalian dana untuk mencapai tujuan organisasi.

Pro Forma Financial Statements

Laporan keuangan proyeksi yang menunjukkan estimasi laba rugi, posisi keuangan, dan arus kas masa depan.

Rolling Forecast

Peramalan yang diperbarui secara berkala dengan horizon waktu yang terus bergulir.

Top-Down Budgeting

Pendekatan penganggaran ketika target ditetapkan oleh manajemen puncak dan diturunkan ke unit kerja.

Bottom-Up Budgeting

Pendekatan penganggaran ketika unit kerja menyusun usulan anggaran berdasarkan kebutuhan operasional.

Zero-Based Budgeting

Pendekatan penganggaran yang mengharuskan setiap biaya dibenarkan kembali dari nol, bukan hanya berdasarkan anggaran tahun sebelumnya.

Daftar Pustaka

Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2007). *Management control systems* (12th ed.). McGraw-Hill. DOI tidak tersedia.

Bhimani, A., Horngren, C. T., Datar, S. M., & Rajan, M. V. (2019). *Management and cost accounting* (7th ed.). Pearson. DOI tidak tersedia.

Bogsnes, B. (2016). *Implementing beyond budgeting: Unlocking the performance potential* (2nd ed.). Wiley. DOI tidak tersedia.

Drury, C. (2018). *Management and cost accounting* (10th ed.). Cengage Learning. DOI tidak tersedia.

Hansen, S. C. (2011). A theoretical analysis of the impact of adopting rolling budgets, activity-based budgeting and beyond budgeting. *European Accounting Review*, 20(2), 289–319. doi:10.1080/09638180.2010.496260

Hansen, S. C., Otley, D. T., & Van der Stede, W. A. (2003). Practice developments in budgeting: An overview and research perspective. *Journal of Management Accounting Research*, 15(1), 95–116. doi:10.2308/jmar.2003.15.1.95

Henttu-Aho, T. (2018). The role of rolling forecasting in budgetary control systems: Reactive and proactive types of planning. *Journal of Management Control*, 29, 327–360. doi:10.1007/s00187-018-00273-6

Hope, J., & Fraser, R. (2003). *Beyond budgeting: How managers can break free from the annual performance trap*. Harvard Business School Press. DOI tidak tersedia.

Jensen, M. C. (2003). Paying people to lie: The truth about the budgeting process. *European Financial Management*, 9(3), 379–406. doi:10.1111/1468-036X.00226

Libby, T., & Lindsay, R. M. (2010). Beyond budgeting or budgeting reconsidered? A survey of North-American budgeting practice. *Management Accounting Research*, 21(1), 56–75. doi:10.1016/j.mar.2009.10.003

Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2017). *Management control systems: Performance measurement, evaluation and incentives* (4th ed.). Pearson. DOI tidak tersedia.

Shields, J. F., & Shields, M. D. (1998). Antecedents of participative budgeting. *Accounting, Organizations and Society*, 23(1), 49–76. doi:10.1016/S0361-3682(97)00014-7

Van der Stede, W. A. (2000). The relationship between two consequences of budgetary controls: Budgetary slack creation and managerial short-term orientation. *Accounting, Organizations and Society*, 25(6), 609–622. doi:10.1016/S0361-3682(99)00058-6

Wallander, J. (1999). Budgeting—An unnecessary evil. *Scandinavian Journal of Management*, 15(4), 405–421. doi:10.1016/S0956-5221(98)00032-3

Zimmerman, J. L. (2017). *Accounting for decision making and control* (9th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Daftar pustaka memadukan buku teks standar yang umumnya tidak memiliki DOI dan artikel jurnal yang memiliki DOI. Untuk rujukan perkembangan budgeting modern, DOI Hansen et al. dan Henttu-Aho sangat relevan; untuk kritik perilaku dalam proses anggaran, Jensen menjadi rujukan utama; sedangkan Libby & Lindsay memberi perspektif bahwa banyak organisasi tidak meninggalkan anggaran, melainkan memperbaiki praktiknya.

BAB 6

CAPITAL BUDGETING DAN KEPUTUSAN INVESTASI

Infografik Satu Halaman

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

Menilai proyek jangka panjang untuk menciptakan nilai perusahaan

1 Apa itu Capital Budgeting?

- Proses merencanakan, mengevaluasi, memilih, dan mengendalikan investasi jangka panjang.
- Fokus utama: apakah proyek menambah nilai ekonomi organisasi?



PABRIK



MESIN



TEKNOLOGI



PERTUMBUHAN

2 Mengapa Penting?



Dana besar



Jangka panjang



Sulit dibalik



Risiko tinggi



Keputusan investasi memengaruhi pertumbuhan, efisiensi, inovasi, dan daya saing.

3 Arus Kas Relevan



- Gunakan incremental cash flow
- Abaikan sunk cost
- Masukkan opportunity cost
- Perhitungkan pajak, modal kerja, dan nilai sisa

4 Metode Evaluasi Utama

1 NPV
(Net Present Value)



Metode utama; menerima proyek jika NPV > 0

2 IRR



Terima proyek jika IRR > biaya modal

3 Payback Period



Mengukur kecepatan balik modal

4 Discounted Payback



Payback dengan nilai waktu uang

5 Profitability Index



Berguna saat modal terbatas

5 Kriteria Keputusan

- NPV positif = proyek menciptakan nilai
- Biaya modal = tingkat diskonto yang relevan
- Pilih proyek yang selaras dengan strategi
- Perhatikan likuiditas dan kapasitas implementasi

6 Analisis Risiko



Sensitivitas



Skenario



Break-even



Simulasi / Real Options



Semakin tinggi ketidakpastian, semakin penting analisis risiko dan fleksibilitas manajerial.

7 Contoh Investasi



Pembelian mesin baru



Pembukaan cabang



Investasi ERP / AI / digitalisasi



Proyek efisiensi energi & ESG

8 Prinsip Praktis

- Jangan hanya melihat laba akuntansi
- Utamakan arus kas dan nilai waktu uang
- Gunakan NPV sebagai kompas utama
- Lakukan post-audit setelah proyek berjalan
- Gabungkan analisis kuantitatif dan pertimbangan strategis

Ilustrasi Cash Flow & Diskonto (DCF)



Rumus NPV:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{SV}{(1+r)^n}$$



Inti Bab 6: *Capital budgeting* membantu organisasi memilih investasi yang layak, mengelola risiko, dan memaksimalkan nilai jangka panjang.

Bab 6. Capital Budgeting dan Keputusan

Investasi

Rujukan utama yang digunakan dalam bab ini mencakup survei Graham & Harvey tentang praktik *capital budgeting* dan biaya modal, referensi Brealey–Myers–Allen mengenai prinsip NPV dan arus kas, serta literatur *real options* dari Dixit & Pindyck dan Myers tentang nilai fleksibilitas investasi di bawah ketidakpastian. Graham & Harvey menemukan bahwa perusahaan besar banyak menggunakan teknik *present value* dan CAPM, sedangkan perusahaan kecil relatif lebih sering menggunakan *payback criterion*. ([SSRN](#)) Dixit & Pindyck menekankan bahwa keputusan investasi sering bersifat tidak dapat dibalik dan dilakukan dalam kondisi ketidakpastian, sehingga nilai menunggu dapat menjadi penting. ([JSTOR](#))

Abstrak

Capital budgeting merupakan proses perencanaan, evaluasi, pemilihan, dan pengendalian investasi jangka panjang yang berdampak strategis terhadap nilai perusahaan. Dalam manajemen keuangan, keputusan investasi termasuk keputusan paling penting karena menyangkut komitmen dana dalam jumlah besar, jangka waktu panjang, risiko tinggi, dan konsekuensi yang sulit dibalik. Kesalahan dalam keputusan investasi dapat menyebabkan aset tidak produktif, tekanan kas, struktur biaya yang berat, dan hilangnya daya saing. Sebaliknya, keputusan investasi yang tepat dapat memperkuat kapasitas produksi, memperluas pasar, meningkatkan efisiensi, mempercepat digitalisasi, dan menciptakan nilai ekonomi berkelanjutan.

Bab ini membahas konsep *capital budgeting* dan keputusan investasi secara komprehensif. Pembahasan dimulai dari pengertian *capital*

budgeting, karakteristik investasi modal, perbedaan antara pengeluaran modal dan pengeluaran operasional, hubungan keputusan investasi dengan nilai perusahaan, serta prinsip dasar arus kas relevan. Selanjutnya, bab ini menguraikan metode evaluasi investasi, meliputi *Payback Period*, *Discounted Payback Period*, *Net Present Value* atau NPV, *Internal Rate of Return* atau IRR, *Modified Internal Rate of Return* atau MIRR, dan *Profitability Index*. Bab ini juga membahas risiko proyek, analisis sensitivitas, analisis skenario, *break-even analysis*, simulasi, dan pendekatan *real options*.

Dalam perspektif *financial management*, metode NPV menjadi alat utama karena mengukur kontribusi proyek terhadap peningkatan nilai perusahaan. Namun, keputusan investasi tidak dapat hanya bergantung pada satu angka. Manajer perlu memahami kualitas proyeksi arus kas, ketepatan biaya modal, risiko operasional, risiko pasar, risiko teknologi, risiko regulasi, serta aspek strategis dan etis. Di era digital, keputusan investasi semakin kompleks karena proyek teknologi, data analytics, AI, transformasi proses bisnis, dan keberlanjutan sering menghasilkan manfaat yang tidak sepenuhnya tampak dalam arus kas jangka pendek. Karena itu, *capital budgeting* modern harus menggabungkan disiplin kuantitatif, pertimbangan strategis, fleksibilitas manajerial, dan tata kelola yang baik.

Kata Kunci: *capital budgeting, keputusan investasi, net present value, internal rate of return, payback period, profitability index, discounted cash flow, biaya modal, arus kas relevan, real options, analisis sensitivitas, manajemen keuangan.*

1. Pendahuluan

Setiap organisasi yang ingin bertumbuh harus membuat keputusan investasi. Perusahaan manufaktur harus memutuskan apakah perlu

membeli mesin baru. Perusahaan ritel harus menentukan apakah perlu membuka cabang. Rumah sakit harus menilai apakah pembelian alat kesehatan bernilai miliaran rupiah layak dilakukan. Perguruan tinggi harus memutuskan apakah investasi pada sistem pembelajaran digital akan meningkatkan mutu akademik dan efisiensi layanan. Perusahaan logistik harus menentukan apakah perlu membeli kendaraan baru atau menggunakan jasa pihak ketiga. Bahkan UMKM pun harus memutuskan apakah perlu memperluas dapur produksi, membeli mesin pengemas, atau membuka kanal penjualan daring.

Semua keputusan tersebut memiliki kesamaan: organisasi harus mengeluarkan dana hari ini untuk memperoleh manfaat di masa depan. Manfaat masa depan tersebut belum pasti. Permintaan dapat berubah, biaya dapat meningkat, teknologi dapat usang, pesaing dapat masuk, regulasi dapat berubah, dan kondisi makroekonomi dapat memburuk. Karena itu, keputusan investasi memerlukan proses analisis yang cermat. Proses inilah yang disebut *capital budgeting*.

Capital budgeting adalah proses mengevaluasi dan memilih proyek investasi jangka panjang yang diharapkan menciptakan nilai bagi organisasi. Kata "capital" menunjukkan bahwa keputusan ini menyangkut modal atau aset jangka panjang, sedangkan "budgeting" menunjukkan adanya proses perencanaan dan alokasi sumber daya. Dengan demikian, *capital budgeting* bukan hanya perhitungan teknis, melainkan proses manajerial yang menghubungkan strategi, risiko, arus kas, biaya modal, dan penciptaan nilai.

Dalam *financial management*, keputusan investasi merupakan salah satu dari tiga keputusan utama selain keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Keputusan investasi menjawab pertanyaan: aset atau proyek apa yang harus dimiliki organisasi? Keputusan pendanaan menjawab pertanyaan: dari mana dana diperoleh? Keputusan dividen menjawab pertanyaan: bagaimana hasil usaha dibagikan atau ditahan untuk pertumbuhan? Di antara ketiganya, keputusan investasi sering dianggap

sebagai titik awal penciptaan nilai. Jika organisasi berinvestasi pada proyek yang salah, pendanaan murah sekalipun tidak akan menyelamatkan nilai perusahaan.

Bab ini membahas *capital budgeting* secara akademik-praktis. Tujuannya adalah memberi pemahaman bahwa keputusan investasi harus dilihat bukan hanya dari besar kecilnya laba, tetapi dari nilai kini arus kas masa depan setelah memperhitungkan risiko dan biaya modal. Bab ini juga menekankan bahwa keputusan investasi tidak bersifat mekanis. Rumus NPV, IRR, dan payback sangat penting, tetapi keputusan akhir membutuhkan penilaian strategis, etika, tata kelola, dan kemampuan membaca ketidakpastian.

2. Pengertian Capital Budgeting

Capital budgeting adalah proses sistematis untuk mengidentifikasi, mengevaluasi, memilih, membiayai, melaksanakan, dan mengendalikan proyek investasi jangka panjang. Investasi jangka panjang tersebut dapat berupa pembelian aset tetap, pengembangan teknologi, pembangunan fasilitas, ekspansi pasar, akuisisi, penelitian dan pengembangan, penggantian mesin, pengurangan biaya melalui otomasi, atau proyek keberlanjutan lingkungan.

Dalam arti sempit, *capital budgeting* sering dipahami sebagai teknik menghitung kelayakan investasi menggunakan NPV, IRR, payback, dan metode lain. Namun, dalam arti luas, *capital budgeting* mencakup seluruh siklus keputusan investasi: mulai dari pencarian ide proyek, penyaringan awal, estimasi arus kas, penilaian risiko, pemilihan proyek, penganggaran modal, persetujuan, implementasi, monitoring, hingga evaluasi setelah proyek berjalan.

Keputusan *capital budgeting* memiliki beberapa karakteristik khusus. Pertama, keputusan ini biasanya membutuhkan dana besar. Pembelian

mesin, pembangunan pabrik, sistem ERP, atau pembukaan cabang tidak dapat dilakukan dengan biaya kecil. Kedua, manfaatnya berlangsung dalam jangka panjang. Proyek investasi dapat memengaruhi perusahaan selama bertahun-tahun. Ketiga, keputusan ini sering sulit dibatalkan. Setelah pabrik dibangun atau mesin dibeli, perusahaan tidak mudah kembali ke kondisi semula tanpa menanggung kerugian. Keempat, keputusan ini mengandung ketidakpastian. Arus kas masa depan hanya dapat diproyeksikan, bukan dipastikan. Kelima, keputusan ini berkaitan langsung dengan strategi organisasi.

Karena karakteristik tersebut, *capital budgeting* membutuhkan disiplin analitis yang tinggi. Perusahaan tidak boleh menyetujui proyek hanya karena tampak menarik, mengikuti tren, atau didorong ambisi manajerial. Setiap proyek harus diuji: apakah sesuai strategi? Apakah arus kasnya cukup? Apakah risikonya dapat diterima? Apakah biaya modalnya tepat? Apakah proyek menciptakan nilai? Apakah organisasi memiliki kapasitas melaksanakannya?

Dalam praktik, proses *capital budgeting* juga bersifat politis dan sosial. Unit kerja dapat bersaing memperoleh dana. Manajer dapat terlalu optimistis terhadap proyek yang ia usulkan. Direksi dapat memiliki preferensi strategis tertentu. Pemilik dapat mendorong ekspansi cepat. Karena itu, proses evaluasi investasi memerlukan tata kelola yang transparan, data yang dapat diuji, dan mekanisme persetujuan yang obyektif.

3. Pengeluaran Modal dan Pengeluaran Operasional

Untuk memahami *capital budgeting*, perlu dibedakan antara pengeluaran modal dan pengeluaran operasional. Pengeluaran modal atau *capital expenditure* adalah pengeluaran untuk memperoleh atau meningkatkan aset jangka panjang yang manfaatnya melampaui satu periode akuntansi. Contohnya adalah pembelian mesin, pembangunan gedung, pembelian

kendaraan, instalasi sistem informasi, pengembangan fasilitas produksi, atau investasi teknologi.

Pengeluaran operasional atau *operating expenditure* adalah pengeluaran yang digunakan untuk menjalankan aktivitas sehari-hari dan manfaatnya biasanya habis dalam satu periode. Contohnya adalah gaji, listrik, sewa bulanan, biaya pemasaran, bahan habis pakai, biaya perawatan rutin, dan administrasi.

Perbedaan ini penting karena pengeluaran modal tidak langsung dibebankan seluruhnya pada periode berjalan. Dalam akuntansi, aset tersebut dicatat sebagai aset dan kemudian disusutkan atau diamortisasi selama umur manfaatnya. Namun, dalam analisis *capital budgeting*, fokus utamanya bukan pada beban penyusutan akuntansi, melainkan pada arus kas aktual yang dikeluarkan dan diterima.

Misalnya, perusahaan membeli mesin Rp1 miliar dengan umur manfaat 5 tahun. Dalam laporan laba rugi, biaya mesin mungkin diakui sebagai penyusutan Rp200 juta per tahun. Tetapi dalam analisis investasi, arus kas keluar Rp1 miliar terjadi pada awal proyek. Penyusutan bukan arus kas, meskipun berpengaruh pada pajak. Oleh karena itu, manajer keuangan harus membedakan antara laba akuntansi dan arus kas.

Dalam era digital, batas antara pengeluaran modal dan operasional kadang menjadi lebih kompleks. Dulu, perusahaan membeli server fisik sebagai aset tetap. Kini, banyak perusahaan menggunakan layanan cloud berbasis langganan yang dicatat sebagai biaya operasional. Keputusan antara membeli aset sendiri atau menyewa layanan menjadi bagian dari analisis investasi. Perusahaan harus membandingkan biaya, fleksibilitas, risiko teknologi, keamanan data, dan skalabilitas.

4. Capital Budgeting dan Tujuan Memaksimalkan Nilai

Tujuan utama *financial management* adalah menciptakan nilai bagi pemilik dan pemangku kepentingan secara berkelanjutan. Dalam konteks *capital budgeting*, nilai tercipta jika proyek menghasilkan arus kas yang nilai kininya lebih besar daripada investasi awal dan biaya modal yang ditanggung. Dengan kata lain, proyek harus menghasilkan NPV positif.

Hubungan antara *capital budgeting* dan nilai perusahaan sangat langsung. Nilai perusahaan pada dasarnya dapat dipahami sebagai nilai kini arus kas masa depan yang diharapkan. Jika perusahaan menerima proyek dengan NPV positif, nilai perusahaan meningkat sebesar NPV proyek tersebut. Jika perusahaan menerima proyek dengan NPV negatif, nilai perusahaan menurun. Karena itu, keputusan investasi adalah mekanisme utama penciptaan atau perusakan nilai.

Namun, nilai tidak selalu identik dengan pertumbuhan ukuran. Perusahaan dapat tumbuh dalam penjualan tetapi merusak nilai jika pertumbuhan tersebut membutuhkan investasi besar dengan pengembalian rendah. Perusahaan dapat membuka banyak cabang tetapi menghadapi margin tipis, arus kas negatif, dan biaya tetap tinggi. Perusahaan dapat membeli teknologi mahal tetapi tidak memperoleh efisiensi atau peningkatan pendapatan. Dalam kasus seperti ini, ekspansi tidak sama dengan penciptaan nilai.

Prinsip *capital budgeting* mengajarkan bahwa setiap rupiah modal memiliki biaya kesempatan. Dana yang digunakan untuk proyek A tidak dapat digunakan untuk proyek B. Jika perusahaan menginvestasikan dana pada proyek berpengembalian rendah, perusahaan kehilangan kesempatan menggunakan dana pada proyek yang lebih bernilai. Oleh karena itu, keputusan investasi harus didasarkan pada prioritas nilai, bukan sekadar keinginan tumbuh.

Dalam organisasi nirlaba, konsep nilai juga tetap relevan meskipun tidak selalu berupa laba. Rumah sakit dapat menilai investasi alat medis berdasarkan manfaat pelayanan, efisiensi, peningkatan kapasitas, dan keberlanjutan finansial. Perguruan tinggi dapat menilai investasi

laboratorium berdasarkan mutu pembelajaran, reputasi akademik, daya tarik mahasiswa, dan kemampuan operasional. Pemerintah dapat menilai proyek infrastruktur berdasarkan manfaat sosial-ekonomi. Dalam semua kasus, organisasi tetap harus membandingkan manfaat masa depan dengan biaya hari ini.

5. Tahapan Proses Capital Budgeting

Proses *capital budgeting* umumnya melalui beberapa tahap.

Tahap pertama adalah identifikasi peluang investasi. Ide proyek dapat berasal dari kebutuhan operasional, strategi pertumbuhan, tekanan pasar, perkembangan teknologi, regulasi, keluhan pelanggan, atau inisiatif efisiensi. Misalnya, mesin lama sering rusak sehingga muncul ide penggantian mesin. Permintaan pasar meningkat sehingga muncul ide ekspansi kapasitas. Regulasi lingkungan berubah sehingga muncul ide investasi teknologi ramah lingkungan.

Tahap kedua adalah penyaringan awal. Tidak semua ide perlu dianalisis mendalam. Organisasi perlu menyaring berdasarkan kesesuaian strategi, ukuran investasi, urgensi, risiko, dan ketersediaan dana. Proyek yang jelas tidak sesuai strategi atau tidak mungkin didanai dapat dihentikan lebih awal.

Tahap ketiga adalah estimasi arus kas. Ini merupakan tahap paling penting sekaligus paling sulit. Manajemen harus memperkirakan investasi awal, pendapatan tambahan, penghematan biaya, biaya operasional, pajak, kebutuhan modal kerja, nilai sisa, dan arus kas terminal. Estimasi harus didasarkan pada data, asumsi realistis, dan masukan lintas fungsi.

Tahap keempat adalah penilaian risiko dan biaya modal. Proyek dengan risiko berbeda harus menggunakan tingkat diskonto berbeda. Risiko dapat berasal dari pasar, teknologi, operasional, regulasi, nilai tukar, suku bunga, atau lingkungan sosial.

Tahap kelima adalah evaluasi menggunakan metode *capital budgeting*, seperti NPV, IRR, MIRR, payback, discounted payback, dan profitability index. Setiap metode memberikan perspektif berbeda. NPV menunjukkan nilai tambah absolut. IRR menunjukkan tingkat pengembalian. Payback menunjukkan kecepatan pengembalian modal. Profitability index menunjukkan nilai per unit investasi.

Tahap keenam adalah keputusan dan prioritas. Jika dana terbatas, perusahaan tidak selalu dapat menerima semua proyek NPV positif. Manajemen harus menyusun prioritas berdasarkan nilai, risiko, strategi, dan keterbatasan modal.

Tahap ketujuh adalah implementasi proyek. Proyek yang disetujui harus dikelola dengan baik agar biaya, waktu, kualitas, dan manfaat sesuai rencana. Banyak proyek gagal bukan karena analisis awal buruk, tetapi karena implementasi lemah.

Tahap kedelapan adalah *post-audit* atau evaluasi setelah proyek berjalan. Manajemen membandingkan arus kas aktual dengan proyeksi, menilai penyebab perbedaan, dan mengambil pelajaran untuk proyek berikutnya. *Post-audit* penting untuk meningkatkan akurasi estimasi dan akuntabilitas.

6. Prinsip Arus Kas Relevan

Dalam *capital budgeting*, yang dianalisis adalah arus kas relevan, bukan laba akuntansi. Arus kas relevan adalah arus kas tambahan atau *incremental cash flow* yang terjadi karena proyek diterima. Jika suatu arus kas tetap terjadi meskipun proyek tidak diterima, maka arus kas tersebut tidak relevan untuk keputusan proyek.

Prinsip pertama adalah menggunakan arus kas tambahan. Misalnya, perusahaan mempertimbangkan membuka cabang baru. Pendapatan cabang baru relevan, tetapi jika cabang baru mengambil sebagian pelanggan dari cabang lama, kehilangan pendapatan cabang lama juga

harus diperhitungkan sebagai kanibalisasi. Jika tidak diperhitungkan, manfaat proyek akan terlalu tinggi.

Prinsip kedua adalah mengabaikan sunk cost. *Sunk cost* adalah biaya yang sudah terjadi dan tidak dapat diubah oleh keputusan saat ini. Misalnya, perusahaan telah mengeluarkan Rp200 juta untuk studi awal proyek. Biaya tersebut tidak relevan untuk keputusan apakah proyek dilanjutkan, karena sudah terjadi. Yang relevan adalah arus kas masa depan jika proyek diterima atau ditolak.

Prinsip ketiga adalah memasukkan opportunity cost. Jika proyek menggunakan aset yang sudah dimiliki perusahaan, aset tersebut tetap memiliki biaya kesempatan. Misalnya, perusahaan memiliki tanah kosong yang dapat dijual Rp5 miliar. Jika tanah digunakan untuk proyek, maka Rp5 miliar adalah opportunity cost, meskipun tidak ada kas keluar baru.

Prinsip keempat adalah memperhitungkan modal kerja. Banyak proyek membutuhkan tambahan persediaan, piutang, dan kas operasional. Kebutuhan modal kerja merupakan arus kas keluar pada awal atau selama proyek. Pada akhir proyek, modal kerja sering dapat dilepaskan kembali sebagai arus kas masuk.

Prinsip kelima adalah memperhitungkan pajak. Pajak memengaruhi arus kas bersih. Penyusutan bukan arus kas, tetapi penyusutan mengurangi laba kena pajak dan menciptakan penghematan pajak. Penghematan pajak dari penyusutan disebut *depreciation tax shield*.

Prinsip keenam adalah menggunakan arus kas setelah pajak. Keputusan investasi harus melihat kas bersih yang benar-benar tersedia bagi perusahaan setelah kewajiban pajak.

Prinsip ketujuh adalah konsistensi inflasi. Jika arus kas diproyeksikan secara nominal, tingkat diskonto harus nominal. Jika arus kas diproyeksikan secara riil, tingkat diskonto harus riil. Mencampur keduanya akan menghasilkan keputusan keliru.

7. Komponen Arus Kas Proyek

Arus kas proyek biasanya dibagi menjadi tiga bagian: investasi awal, arus kas operasi, dan arus kas terminal.

7.1 Investasi Awal

Investasi awal mencakup seluruh kas keluar yang diperlukan agar proyek dapat berjalan. Komponen ini dapat meliputi harga beli aset, biaya pengiriman, biaya instalasi, pelatihan awal, pengujian, perizinan, dan tambahan modal kerja. Jika proyek mengganti aset lama, hasil penjualan aset lama dan pajak terkait juga harus diperhitungkan.

Misalnya, mesin baru berharga Rp2 miliar. Biaya instalasi Rp200 juta. Tambahan modal kerja Rp300 juta. Mesin lama dapat dijual Rp400 juta. Maka investasi awal bersih adalah Rp2,1 miliar jika tidak ada dampak pajak: Rp2 miliar + Rp200 juta + Rp300 juta – Rp400 juta.

7.2 Arus Kas Operasi

Arus kas operasi adalah kas bersih yang dihasilkan proyek selama umur ekonomisnya. Arus kas ini dapat berasal dari tambahan pendapatan, penghematan biaya, atau kombinasi keduanya. Rumus sederhana arus kas operasi dapat ditulis:

$$\text{Operating Cash Flow} = \text{EBIT}(1 - T) + \text{Depresiasi}$$

Rumus ini digunakan karena EBIT setelah pajak menunjukkan laba operasi setelah pajak, sedangkan depresiasi ditambahkan kembali karena bukan arus kas keluar.

Untuk proyek penghematan biaya, arus kas operasi dapat berupa penghematan biaya setelah pajak ditambah manfaat pajak dari depresiasi. Misalnya, mesin baru menghemat biaya Rp500 juta per tahun, depresiasi

Rp300 juta per tahun, dan tarif pajak 22%. Arus kas operasi dapat dihitung berdasarkan penghematan setelah pajak dan tax shield.

7.3 Arus Kas Terminal

Arus kas terminal terjadi pada akhir umur proyek. Komponen ini dapat meliputi nilai sisa aset, pelepasan modal kerja, biaya penutupan, biaya pemulihan lingkungan, atau pajak atas penjualan aset. Nilai terminal sering signifikan, terutama untuk proyek properti, infrastruktur, atau mesin dengan nilai jual kembali besar.

Dalam analisis yang baik, seluruh komponen arus kas harus disusun dalam timeline yang jelas. Kesalahan waktu penerimaan atau pengeluaran dapat memengaruhi NPV karena nilai waktu uang.

8. Payback Period

Payback period adalah waktu yang diperlukan untuk mengembalikan investasi awal dari arus kas proyek. Metode ini sederhana dan mudah dipahami.

Misalnya, proyek membutuhkan investasi Rp1 miliar dan menghasilkan arus kas Rp250 juta per tahun. Payback period adalah 4 tahun. Jika perusahaan menetapkan batas maksimum payback 5 tahun, proyek diterima.

Kelebihan payback adalah mudah digunakan, menekankan likuiditas, dan membantu menilai risiko pengembalian modal. Dalam lingkungan tidak pasti, proyek yang cepat balik modal dapat lebih disukai karena modal kembali lebih cepat.

Namun, payback memiliki kelemahan besar. Pertama, payback tradisional mengabaikan nilai waktu uang. Kedua, payback mengabaikan arus kas setelah periode pengembalian. Proyek A yang balik modal 3 tahun tetapi menghasilkan arus kas kecil setelahnya dapat tampak lebih baik daripada

proyek B yang balik modal 4 tahun tetapi menghasilkan arus kas besar selama 10 tahun. Ketiga, batas payback sering bersifat subjektif.

Karena kelemahan tersebut, payback sebaiknya digunakan sebagai alat tambahan, bukan metode utama. Payback berguna untuk melihat likuiditas dan risiko awal, tetapi tidak mengukur penciptaan nilai secara penuh.

9. Discounted Payback Period

Discounted payback period memperbaiki payback tradisional dengan mendiskontokan arus kas masa depan. Metode ini menghitung berapa lama investasi awal kembali berdasarkan nilai kini arus kas.

Misalnya, investasi awal Rp1 miliar menghasilkan arus kas Rp300 juta per tahun selama 5 tahun. Jika tingkat diskonto 10%, arus kas tahun pertama bernilai kini Rp272,7 juta, tahun kedua Rp247,9 juta, tahun ketiga Rp225,4 juta, tahun keempat Rp204,9 juta, dan tahun kelima Rp186,3 juta. Total nilai kini setelah empat tahun sekitar Rp950,9 juta, belum menutup investasi awal. Setelah sebagian tahun kelima, investasi kembali.

Metode ini lebih baik daripada payback biasa karena memperhitungkan nilai waktu uang. Namun, discounted payback tetap mengabaikan arus kas setelah periode pengembalian. Karena itu, metode ini juga tidak dapat menggantikan NPV.

Dalam praktik, discounted payback berguna untuk proyek yang menghadapi risiko teknologi cepat usang atau ketidakpastian tinggi. Manajemen dapat mengetahui apakah modal kembali sebelum teknologi berubah atau pasar bergeser.

10. Net Present Value

Net Present Value atau NPV adalah metode utama dalam *capital budgeting*. NPV menghitung selisih antara nilai kini arus kas masuk masa depan dengan investasi awal. Rumus umumnya adalah:

$$\text{NPV} = \sum [\text{CF}_t / (1 + r)^t] - \text{C}_0$$

Keterangan:

- **CF_t** = arus kas pada periode *t*
- **r** = tingkat diskonto atau biaya modal
- **t** = periode waktu
- **C₀** = investasi awal

Aturan keputusan NPV adalah:

- Jika NPV > 0, proyek diterima karena menciptakan nilai.
- Jika NPV = 0, proyek menghasilkan return sama dengan biaya modal.
- Jika NPV < 0, proyek ditolak karena merusak nilai.

Kekuatan NPV terletak pada kemampuannya mengukur nilai tambah absolut. Jika proyek memiliki NPV Rp500 juta, secara teoritis nilai perusahaan meningkat Rp500 juta. NPV juga memperhitungkan seluruh arus kas, nilai waktu uang, dan risiko melalui tingkat diskonto.

Contoh: perusahaan mempertimbangkan investasi Rp3 miliar. Proyek menghasilkan arus kas Rp900 juta per tahun selama 5 tahun. Biaya modal 12%.

Faktor anuitas 5 tahun pada 12% adalah sekitar 3,6048. Nilai kini arus kas adalah:

$$\text{PV} = \text{Rp}900 \text{ juta} \times 3,6048$$

$$\text{PV} = \text{Rp}3,24432 \text{ miliar}$$

NPV = Rp3,24432 miliar – Rp3 miliar

NPV = Rp244,32 juta

Karena NPV positif, proyek layak secara finansial.

Namun, NPV juga memiliki tantangan. Hasil NPV sangat bergantung pada estimasi arus kas dan tingkat diskonto. Jika proyeksi terlalu optimistis, NPV dapat tampak positif padahal proyek sebenarnya rapuh. Karena itu, NPV harus dilengkapi dengan analisis sensitivitas, skenario, dan penilaian risiko.

11. Internal Rate of Return

Internal Rate of Return atau IRR adalah tingkat diskonto yang membuat NPV proyek sama dengan nol. IRR menunjukkan tingkat pengembalian internal proyek.

Aturan keputusan IRR adalah:

- Jika $IRR > \text{biaya modal}$, proyek diterima.
- Jika $IRR = \text{biaya modal}$, proyek berada pada titik impas ekonomi.
- Jika $IRR < \text{biaya modal}$, proyek ditolak.

IRR populer karena dinyatakan dalam persentase sehingga mudah dikomunikasikan. Manajer sering lebih mudah memahami “proyek menghasilkan IRR 18%” daripada “proyek memiliki NPV Rp600 juta.”

Namun, IRR memiliki kelemahan. Pertama, jika arus kas proyek tidak konvensional, yaitu terdapat beberapa perubahan tanda positif-negatif, proyek dapat memiliki lebih dari satu IRR. Kedua, IRR mengasumsikan bahwa arus kas interim dapat diinvestasikan kembali pada tingkat IRR, yang sering tidak realistis. Ketiga, IRR dapat memberi keputusan berbeda dari NPV pada proyek yang saling eksklusif, terutama jika skala investasi atau pola arus kas berbeda.

Misalnya, proyek kecil dapat memiliki IRR 40% tetapi NPV Rp50 juta. Proyek besar memiliki IRR 18% tetapi NPV Rp1 miliar. Jika perusahaan ingin memaksimalkan nilai, proyek besar lebih baik meskipun IRR lebih rendah. Karena itu, NPV biasanya lebih unggul sebagai dasar keputusan, sedangkan IRR digunakan sebagai indikator tambahan.

12. Modified Internal Rate of Return

Modified Internal Rate of Return atau MIRR dikembangkan untuk mengatasi sebagian kelemahan IRR. MIRR menggunakan asumsi reinvestasi arus kas positif pada biaya modal atau tingkat reinvestasi yang realistis, bukan pada IRR proyek. MIRR juga mengurangi masalah multiple IRR pada arus kas tidak konvensional.

Secara konsep, MIRR menghitung tingkat pengembalian yang menyamakan nilai kini arus kas keluar dengan nilai masa depan arus kas masuk yang direinvestasikan pada tingkat tertentu. MIRR memberikan ukuran persentase yang lebih realistis dibanding IRR biasa.

MIRR berguna ketika manajemen tetap ingin menggunakan ukuran persentase tetapi menginginkan asumsi yang lebih konservatif. Dalam komunikasi manajerial, MIRR dapat menjadi jembatan antara NPV yang secara teoritis kuat dan IRR yang populer.

Namun, seperti metode lain, MIRR tetap bergantung pada asumsi tingkat reinvestasi dan biaya modal. Oleh karena itu, MIRR tidak menggantikan kebutuhan memahami arus kas proyek secara mendalam.

13. Profitability Index

Profitability Index atau PI adalah rasio antara nilai kini arus kas masuk masa depan dengan investasi awal. Rumusnya adalah:

PI = PV of Future Cash Flows / Initial Investment

Jika $PI > 1$, proyek memiliki NPV positif. Jika $PI = 1$, proyek berada pada titik impas. Jika $PI < 1$, proyek memiliki NPV negatif.

Contoh: proyek membutuhkan investasi Rp2 miliar dan nilai kini arus kas masa depannya Rp2,5 miliar. Maka:

$$PI = \text{Rp2,5 miliar} / \text{Rp2 miliar}$$

$$PI = 1,25$$

Artinya, setiap Rp1 investasi menghasilkan nilai kini Rp1,25. Proyek layak.

PI sangat berguna ketika perusahaan menghadapi keterbatasan modal atau *capital rationing*. Jika dana terbatas, manajemen dapat memilih kombinasi proyek yang menghasilkan nilai tertinggi per unit investasi. Namun, PI juga memiliki kelemahan ketika proyek bersifat saling eksklusif dan skalanya berbeda. Proyek dengan PI tinggi tetapi investasi kecil mungkin menciptakan nilai absolut lebih rendah daripada proyek besar dengan PI sedikit lebih rendah.

Karena itu, PI sebaiknya digunakan bersama NPV. PI membantu efisiensi alokasi modal, sedangkan NPV menunjukkan penciptaan nilai absolut.

14. Perbandingan Metode Capital Budgeting

Setiap metode *capital budgeting* memiliki kegunaan dan keterbatasan.

Payback mudah digunakan dan menekankan likuiditas, tetapi mengabaikan nilai waktu uang dan arus kas setelah payback. Discounted payback memperhitungkan nilai waktu uang, tetapi tetap mengabaikan arus kas setelah periode pengembalian. NPV paling kuat karena langsung mengukur nilai tambah bagi perusahaan. IRR mudah dikomunikasikan sebagai persentase, tetapi dapat menyesatkan pada proyek tidak konvensional atau proyek saling eksklusif. MIRR memperbaiki asumsi reinvestasi IRR. PI berguna ketika modal terbatas.

Dalam praktik yang baik, manajemen tidak perlu memilih hanya satu metode. NPV dapat menjadi metode utama, sedangkan IRR, MIRR, payback, dan PI digunakan sebagai pelengkap. Misalnya, perusahaan menerima proyek hanya jika NPV positif, IRR melebihi biaya modal, payback tidak terlalu lama, dan risiko dapat diterima.

Perbedaan hasil antar-metode harus menjadi bahan diskusi, bukan kebingungan. Jika NPV dan IRR memberi sinyal berbeda, manajemen perlu melihat skala proyek, pola arus kas, umur proyek, dan asumsi reinvestasi. Jika payback cepat tetapi NPV negatif, proyek mungkin baik dari sisi likuiditas tetapi buruk dari sisi nilai. Jika NPV positif tetapi payback sangat lama, proyek mungkin bernilai tetapi membutuhkan ketahanan modal.

15. Mutually Exclusive Projects dan Independent Projects

Dalam *capital budgeting*, proyek dapat bersifat independen atau saling eksklusif. Proyek independen adalah proyek yang keputusan penerimaannya tidak memengaruhi proyek lain. Jika perusahaan memiliki dana cukup, semua proyek NPV positif dapat diterima. Contohnya, mengganti lampu hemat energi di gudang dan membeli software akuntansi mungkin tidak saling menghalangi.

Proyek saling eksklusif adalah proyek yang hanya satu dapat dipilih karena memiliki fungsi yang sama atau menggunakan sumber daya yang sama. Misalnya, perusahaan memilih antara mesin A dan mesin B. Keduanya tidak dapat dibeli sekaligus karena melayani kebutuhan yang sama. Dalam kasus ini, manajemen harus memilih proyek yang menciptakan nilai lebih tinggi, biasanya berdasarkan NPV.

Konflik antara NPV dan IRR sering muncul pada proyek saling eksklusif. Mesin A mungkin memiliki IRR lebih tinggi tetapi NPV lebih rendah. Mesin B memiliki IRR lebih rendah tetapi NPV lebih tinggi karena skala investasi

lebih besar atau arus kas lebih besar. Jika tujuan adalah memaksimalkan nilai, NPV lebih tepat.

Pada proyek saling eksklusif dengan umur berbeda, manajemen juga perlu berhati-hati. Misalnya, mesin A umur 3 tahun, mesin B umur 6 tahun. NPV biasa dapat bias jika proyek akan diganti terus-menerus. Dalam kasus seperti ini, pendekatan *equivalent annual annuity* dapat digunakan untuk membandingkan manfaat tahunan ekuivalen.

16. Capital Rationing

Capital rationing terjadi ketika perusahaan memiliki dana terbatas sehingga tidak dapat menerima semua proyek NPV positif. Keterbatasan modal dapat terjadi karena akses pendanaan terbatas, kebijakan manajemen, risiko leverage, atau kondisi pasar modal.

Dalam kondisi capital rationing, perusahaan harus memilih kombinasi proyek yang memberikan nilai terbesar dalam batas dana yang tersedia. Profitability index dapat membantu karena menunjukkan nilai per unit investasi. Namun, jika proyek tidak dapat dibagi, pemilihan kombinasi memerlukan analisis lebih cermat.

Misalnya, perusahaan memiliki dana Rp10 miliar dan tiga proyek:

- Proyek A: investasi Rp6 miliar, NPV Rp1,5 miliar.
- Proyek B: investasi Rp5 miliar, NPV Rp1,3 miliar.
- Proyek C: investasi Rp4 miliar, NPV Rp900 juta.

Jika memilih berdasarkan NPV terbesar, perusahaan memilih A dan sisa dana Rp4 miliar dapat memilih C, total NPV Rp2,4 miliar. Jika memilih B dan C, investasi Rp9 miliar, total NPV Rp2,2 miliar. Maka kombinasi A+C lebih baik. Namun, dalam kasus lain, kombinasi proyek kecil dapat menghasilkan total NPV lebih tinggi daripada satu proyek besar.

Capital rationing juga sering terjadi pada UMKM dan organisasi nirlaba. Dana terbatas membuat pilihan investasi harus sangat disiplin. Tidak semua ide baik dapat dijalankan sekaligus. Prioritas harus mempertimbangkan nilai, urgensi, risiko, dan kapasitas implementasi.

17. Risiko dalam Keputusan Investasi

Setiap proyek investasi mengandung risiko. Risiko dapat muncul dari estimasi pendapatan, biaya, waktu implementasi, teknologi, regulasi, persaingan, nilai tukar, suku bunga, dan faktor sosial. Karena itu, keputusan investasi harus memasukkan analisis risiko.

Risiko pendapatan terjadi ketika penjualan lebih rendah dari proyeksi atau harga jual tidak sesuai rencana. Risiko biaya terjadi ketika biaya bahan baku, tenaga kerja, konstruksi, atau pemeliharaan lebih tinggi. Risiko waktu terjadi ketika proyek terlambat selesai sehingga manfaat tertunda dan biaya meningkat. Risiko teknologi terjadi ketika teknologi yang dipilih cepat usang atau gagal diintegrasikan. Risiko regulasi terjadi ketika izin, pajak, tarif, atau standar berubah. Risiko nilai tukar terjadi ketika proyek menggunakan komponen impor atau pendapatan dalam mata uang berbeda.

Risiko dapat dimasukkan ke analisis investasi melalui beberapa cara. Cara pertama adalah menyesuaikan tingkat diskonto. Proyek lebih berisiko menggunakan tingkat diskonto lebih tinggi. Cara kedua adalah menyesuaikan arus kas, misalnya menggunakan arus kas harapan berdasarkan probabilitas. Cara ketiga adalah analisis sensitivitas dan skenario. Cara keempat adalah simulasi. Cara kelima adalah real options, yaitu menilai fleksibilitas manajerial untuk menunda, memperluas, menghentikan, atau mengubah proyek.

Penting untuk diingat bahwa risiko tidak selalu harus dihindari. Risiko harus dipahami dan diberi kompensasi. Proyek berisiko dapat diterima jika NPV

positif setelah risiko diperhitungkan dan organisasi mampu mengelolanya. Sebaliknya, proyek tampak aman tetapi NPV negatif tetap tidak layak secara ekonomi.

18. Analisis Sensitivitas

Analisis sensitivitas menguji bagaimana perubahan satu variabel memengaruhi hasil proyek, terutama NPV. Variabel yang sering diuji adalah volume penjualan, harga jual, biaya bahan baku, biaya tenaga kerja, investasi awal, tingkat diskonto, umur proyek, nilai sisa, dan kebutuhan modal kerja.

Misalnya, proyek memiliki NPV Rp500 juta berdasarkan asumsi penjualan 100.000 unit per tahun. Manajemen menguji jika penjualan turun 10%, 20%, atau naik 10%. Jika penurunan penjualan 10% membuat NPV menjadi negatif, maka proyek sangat sensitif terhadap volume. Manajemen harus memastikan strategi pemasaran, kontrak pelanggan, dan kapasitas distribusi kuat sebelum menerima proyek.

Kelebihan analisis sensitivitas adalah sederhana dan membantu mengidentifikasi variabel kritis. Manajemen dapat mengetahui faktor mana yang paling memengaruhi nilai proyek. Variabel kritis kemudian dapat dipantau atau dikelola secara khusus.

Namun, analisis sensitivitas memiliki keterbatasan karena biasanya mengubah satu variabel pada satu waktu. Dalam kenyataan, beberapa variabel dapat berubah bersamaan. Misalnya, ketika ekonomi melemah, volume penjualan turun, harga jual tertekan, piutang melambat, dan biaya modal naik. Karena itu, analisis sensitivitas perlu dilengkapi dengan analisis skenario.

19. Analisis Skenario

Analisis skenario mengevaluasi proyek berdasarkan beberapa kombinasi asumsi. Umumnya digunakan tiga skenario: optimistis, moderat, dan pesimistis.

Skenario optimistis menggambarkan kondisi terbaik yang masih masuk akal: penjualan tinggi, biaya terkendali, proyek selesai tepat waktu, dan pasar mendukung. Skenario moderat menggambarkan asumsi dasar yang paling mungkin. Skenario pesimistis menggambarkan kondisi buruk: penjualan rendah, biaya meningkat, keterlambatan proyek, dan biaya modal naik.

Analisis skenario membantu manajemen memahami rentang kemungkinan hasil. Jika proyek tetap memiliki NPV positif dalam skenario pesimistis, proyek sangat kuat. Jika proyek hanya positif dalam skenario optimistis, proyek rapuh. Jika proyek negatif dalam skenario dasar tetapi positif dalam skenario strategis tertentu, manajemen perlu mempertimbangkan apakah manfaat nonkeuangan cukup kuat.

Skenario juga membantu komunikasi. Direksi dan pemilik dapat melihat bukan hanya satu angka NPV, tetapi peta risiko. Dalam lingkungan yang volatil, skenario lebih berguna daripada proyeksi tunggal.

20. Break-Even Analysis dalam Capital Budgeting

Break-even analysis dalam investasi bertujuan mengetahui titik minimum yang harus dicapai agar proyek tidak merugikan. Titik impas dapat dihitung berdasarkan volume penjualan, harga, margin, atau NPV.

Dalam konteks NPV, manajemen dapat bertanya: berapa penjualan minimum agar $NPV = 0$? Berapa harga jual minimum? Berapa biaya maksimum yang masih dapat diterima? Pertanyaan ini sangat berguna karena memberi batas kewaspadaan.

Misalnya, proyek ekspansi toko membutuhkan investasi Rp2 miliar. Berdasarkan proyeksi, toko harus menjual minimal 50.000 unit per tahun agar NPV nol. Jika riset pasar menunjukkan permintaan realistis hanya 40.000 unit, proyek tidak layak kecuali harga atau margin dapat ditingkatkan.

Break-even analysis juga membantu negosiasi dan mitigasi risiko. Jika proyek sangat bergantung pada volume, perusahaan dapat mencari kontrak pembelian minimum. Jika proyek sensitif pada biaya bahan baku, perusahaan dapat membuat kontrak harga dengan pemasok. Jika proyek sensitif pada kurs, perusahaan dapat melakukan lindung nilai.

21. Simulasi dalam Evaluasi Investasi

Simulasi adalah teknik analisis risiko yang menggunakan banyak kombinasi nilai variabel untuk menghasilkan distribusi kemungkinan hasil. Salah satu metode populer adalah simulasi Monte Carlo. Dalam simulasi, variabel seperti harga, volume, biaya, dan tingkat diskonto diberi distribusi probabilitas. Komputer kemudian menjalankan ribuan percobaan untuk menghasilkan distribusi NPV.

Kelebihan simulasi adalah mampu menangkap ketidakpastian banyak variabel sekaligus. Hasilnya bukan hanya satu angka NPV, tetapi distribusi kemungkinan: probabilitas NPV positif, probabilitas rugi besar, nilai rata-rata, dan rentang risiko. Ini sangat berguna untuk proyek besar dan kompleks.

Namun, simulasi membutuhkan data dan asumsi distribusi yang baik. Jika asumsi distribusi tidak realistis, hasil simulasi juga menyesatkan. Simulasi juga dapat memberi ilusi presisi. Grafik dan angka yang kompleks tampak ilmiah, tetapi tetap bergantung pada kualitas input. Karena itu, simulasi harus digunakan sebagai alat bantu, bukan pengganti penilaian manajerial.

Di era digital, simulasi semakin mudah dilakukan dengan spreadsheet, software statistik, dan platform analitik. Perusahaan dapat menggabungkan data historis, data pasar, dan asumsi manajerial untuk mengevaluasi risiko investasi secara lebih matang.

22. Real Options dalam Capital Budgeting

Pendekatan NPV tradisional sering mengasumsikan bahwa proyek diterima atau ditolak sekarang, lalu berjalan pasif sesuai proyeksi. Dalam kenyataan, manajer memiliki fleksibilitas. Manajer dapat menunda proyek, memperluas proyek jika sukses, menghentikan proyek jika gagal, mengganti teknologi, atau mengubah skala operasi. Fleksibilitas ini memiliki nilai. Pendekatan *real options* mencoba menilai nilai fleksibilitas tersebut.

Beberapa jenis real options adalah:

1. **Option to defer:** hak untuk menunda investasi sampai informasi lebih jelas.
2. **Option to expand:** hak untuk memperbesar proyek jika permintaan tinggi.
3. **Option to abandon:** hak untuk menghentikan proyek jika tidak menguntungkan.
4. **Option to switch:** hak untuk mengganti input, output, atau teknologi.
5. **Option to stage:** hak untuk menjalankan investasi bertahap.

Contoh: perusahaan mempertimbangkan membangun pabrik besar. NPV proyek saat ini sedikit negatif karena permintaan belum pasti. Namun, jika perusahaan dapat memulai dengan pabrik kecil dan memperluas kapasitas

jika pasar tumbuh, proyek dapat menjadi lebih bernilai. Investasi bertahap mengurangi risiko dan menjaga fleksibilitas.

Real options sangat relevan untuk proyek teknologi, tambang, energi, infrastruktur, riset dan pengembangan, startup, dan ekspansi pasar baru. Dalam proyek seperti ini, ketidakpastian tinggi dan fleksibilitas manajerial penting. NPV tradisional dapat meremehkan nilai proyek karena tidak memasukkan nilai opsi.

Namun, real options juga kompleks. Penilaian kuantitatifnya memerlukan asumsi volatilitas, waktu, nilai aset dasar, dan probabilitas. Dalam praktik, real options sering digunakan secara kualitatif untuk memperkaya diskusi strategi, meskipun tidak selalu dihitung secara formal.

23. Keputusan Investasi Penggantian Aset

Salah satu aplikasi umum *capital budgeting* adalah keputusan mengganti aset lama. Perusahaan harus menentukan apakah mesin lama tetap digunakan atau diganti dengan mesin baru. Keputusan ini tidak hanya membandingkan harga mesin baru, tetapi juga arus kas tambahan.

Arus kas relevan dalam keputusan penggantian mencakup:

1. Harga mesin baru.
2. Biaya instalasi.
3. Hasil penjualan mesin lama.
4. Pajak atas penjualan mesin lama.
5. Penghematan biaya operasi.
6. Perbedaan penyusutan dan manfaat pajaknya.
7. Perubahan modal kerja.
8. Nilai sisa mesin baru.

9. Risiko gangguan implementasi.

Misalnya, mesin lama masih dapat digunakan tetapi boros energi dan sering rusak. Mesin baru mahal tetapi menghemat biaya listrik dan perawatan. Jika nilai kini penghematan melebihi investasi bersih mesin baru, penggantian layak dilakukan. Namun, manajemen juga perlu menilai risiko pelatihan operator, ketersediaan suku cadang, dan kompatibilitas dengan proses produksi.

Kesalahan umum adalah mempertahankan aset lama hanya karena “belum rusak” atau “nilai bukunya belum habis.” Nilai buku akuntansi bukan dasar utama. Yang relevan adalah arus kas masa depan jika mempertahankan aset lama dibanding mengganti dengan aset baru.

24. Keputusan Ekspansi

Keputusan ekspansi mencakup pembukaan cabang, peningkatan kapasitas produksi, masuk ke pasar baru, atau pengembangan produk baru. Ekspansi sering menarik karena menjanjikan pertumbuhan, tetapi juga membawa risiko.

Dalam keputusan ekspansi, manajemen harus memperhatikan kanibalisasi. Jika cabang baru mengambil pelanggan cabang lama, tambahan pendapatan bersih lebih kecil daripada pendapatan cabang baru.

Manajemen juga harus menghitung biaya pemasaran, distribusi, pelatihan, persediaan awal, modal kerja, dan kemungkinan keterlambatan mencapai target penjualan.

Ekspansi geografis juga membawa risiko lokal. Pasar baru dapat memiliki budaya konsumen berbeda, regulasi berbeda, biaya logistik berbeda, dan persaingan berbeda. Karena itu, proyek ekspansi perlu didukung riset pasar dan skenario.

Dalam konteks Indonesia, ekspansi antardaerah dapat menghadapi tantangan infrastruktur, biaya transportasi, perbedaan daya beli, dan karakteristik lokal. Perusahaan yang sukses di Jawa belum tentu otomatis sukses di luar Jawa tanpa adaptasi produk, harga, dan distribusi.

25. Investasi Digital dan Teknologi

Keputusan investasi digital semakin penting. Perusahaan berinvestasi dalam ERP, CRM, e-commerce, cloud computing, cybersecurity, data analytics, AI, otomasi proses, dan platform digital. Investasi ini sering sulit dinilai karena manfaatnya tidak selalu langsung berupa pendapatan.

Manfaat investasi digital dapat berupa efisiensi proses, pengurangan kesalahan, peningkatan kecepatan layanan, data yang lebih akurat, pengalaman pelanggan lebih baik, keamanan lebih kuat, dan kemampuan inovasi. Sebagian manfaat ini dapat dikonversi ke arus kas, tetapi sebagian bersifat strategis.

Misalnya, investasi ERP dapat mengurangi biaya administrasi, mempercepat closing laporan, meningkatkan kontrol persediaan, dan memperbaiki pengambilan keputusan. Namun, manfaat ini baru muncul jika sistem diimplementasikan dengan baik dan pengguna dilatih. Banyak proyek digital gagal karena resistensi organisasi, data buruk, scope creep, dan kurangnya dukungan manajemen.

Dalam capital budgeting digital, manajemen harus memperhitungkan total cost of ownership: lisensi, implementasi, integrasi, migrasi data, pelatihan, pemeliharaan, keamanan, upgrade, dan perubahan proses. Manajemen juga harus menilai risiko vendor lock-in, keamanan siber, privasi data, dan ketergantungan teknologi.

26. Investasi Keberlanjutan dan ESG

Investasi keberlanjutan semakin penting karena tekanan regulasi, tuntutan investor, kesadaran konsumen, dan risiko lingkungan. Perusahaan dapat berinvestasi pada efisiensi energi, pengurangan emisi, pengolahan limbah, energi terbarukan, sertifikasi lingkungan, keselamatan kerja, atau praktik rantai pasok berkelanjutan.

Investasi ESG kadang tampak kurang menarik jika hanya dihitung dari arus kas langsung jangka pendek. Namun, manfaatnya dapat mencakup pengurangan risiko denda, peningkatan reputasi, akses pembiayaan hijau, loyalitas pelanggan, efisiensi energi, dan ketahanan jangka panjang. Karena itu, capital budgeting modern perlu memasukkan risiko dan manfaat keberlanjutan.

Misalnya, pabrik dapat memasang sistem pengolahan limbah. Proyek ini mungkin tidak meningkatkan penjualan langsung, tetapi mengurangi risiko sanksi, menjaga izin operasi, meningkatkan hubungan masyarakat, dan memperkuat reputasi. Jika manfaat risiko tidak diperhitungkan, proyek dapat terlihat kurang layak padahal strategis.

Dalam beberapa kasus, manfaat ESG dapat diukur melalui penghematan biaya energi, penurunan premi asuransi, akses pinjaman berbunga lebih rendah, atau peningkatan harga jual produk hijau. Namun, sebagian manfaat tetap perlu dinilai secara kualitatif. Keputusan investasi yang baik menggabungkan aspek finansial dan nonfinansial.

27. Tata Kelola dalam Capital Budgeting

Karena keputusan investasi melibatkan dana besar, tata kelola sangat penting. Tata kelola *capital budgeting* mencakup aturan, proses, otorisasi, dokumentasi, review, dan akuntabilitas dalam pengambilan keputusan investasi.

Prinsip pertama adalah pemisahan peran. Pengusul proyek tidak boleh menjadi satu-satunya pihak yang menilai kelayakan. Bagian keuangan, operasional, risiko, hukum, dan manajemen puncak perlu memberi review sesuai kapasitasnya.

Prinsip kedua adalah dokumentasi asumsi. Setiap proyek harus memiliki asumsi tertulis tentang penjualan, biaya, tingkat diskonto, umur proyek, nilai sisa, pajak, modal kerja, dan risiko. Dokumentasi memungkinkan evaluasi dan pembelajaran.

Prinsip ketiga adalah ambang persetujuan. Proyek kecil dapat disetujui manajer unit. Proyek besar harus disetujui direksi atau dewan. Semakin besar nilai dan risiko proyek, semakin tinggi tingkat persetujuan.

Prinsip keempat adalah post-audit. Setelah proyek berjalan, realisasi harus dibandingkan dengan proyeksi. Jika proyek gagal, organisasi harus memahami penyebabnya: apakah asumsi salah, implementasi buruk, pasar berubah, atau risiko tidak teridentifikasi?

Prinsip kelima adalah etika. Manajer dapat tergoda memperindah proyeksi agar proyek disetujui. Ini berbahaya karena keputusan investasi berbasis data yang dimanipulasi dapat merugikan organisasi. Budaya integritas sangat penting.

28. Studi Kasus Naratif: Pembelian Mesin Pengemas UMKM

Sebuah UMKM makanan ringan di Bogor mempertimbangkan membeli mesin pengemas otomatis seharga Rp350 juta. Mesin tersebut diperkirakan mengurangi biaya tenaga kerja dan produk rusak sebesar Rp110 juta per tahun selama 5 tahun. Biaya perawatan tahunan Rp10 juta. Nilai sisa mesin pada akhir tahun kelima diperkirakan Rp40 juta. UMKM menggunakan biaya modal 14%.

Arus kas bersih tahunan adalah penghematan Rp110 juta dikurangi perawatan Rp10 juta, yaitu Rp100 juta. Nilai kini anuitas Rp100 juta selama 5 tahun pada 14% memiliki faktor sekitar 3,433. Maka nilai kini arus kas operasi sekitar Rp343,3 juta. Nilai kini nilai sisa Rp40 juta pada tahun kelima sekitar Rp20,8 juta. Total nilai kini manfaat sekitar Rp364,1 juta. NPV adalah Rp364,1 juta dikurangi investasi Rp350 juta, yaitu Rp14,1 juta.

Secara finansial, proyek memiliki NPV positif tetapi tipis. Manajemen tidak boleh langsung puas. Analisis sensitivitas perlu dilakukan. Jika penghematan hanya Rp90 juta per tahun, NPV dapat menjadi negatif. Jika mesin sering rusak, biaya perawatan naik. Jika permintaan meningkat, manfaat mesin dapat lebih besar. Jika teknologi pengemasan berubah, mesin dapat cepat usang.

Keputusan yang bijak adalah melakukan negosiasi garansi, memastikan pelatihan operator, memeriksa ketersediaan suku cadang, dan mungkin mencari skema leasing agar tekanan kas berkurang. Kasus ini menunjukkan bahwa NPV memberi dasar keputusan, tetapi manajemen tetap harus membaca risiko implementasi.

29. Studi Kasus Naratif: Investasi Sistem ERP Perguruan Tinggi

Sebuah perguruan tinggi ingin mengimplementasikan sistem ERP akademik dan keuangan. Investasi awal diperkirakan Rp5 miliar, mencakup lisensi, integrasi, migrasi data, pelatihan, dan perangkat pendukung. Manfaat finansial langsung berupa efisiensi administrasi diperkirakan Rp900 juta per tahun selama 7 tahun. Selain itu, sistem diharapkan meningkatkan kualitas layanan mahasiswa, mempercepat laporan manajemen, dan memperkuat akreditasi.

Jika hanya menghitung penghematan Rp900 juta per tahun pada biaya modal 12%, nilai kini manfaat 7 tahun sekitar Rp4,11 miliar. NPV finansial

langsung negatif sekitar Rp890 juta. Jika keputusan hanya berbasis NPV finansial sempit, proyek tampak tidak layak.

Namun, proyek ERP memiliki manfaat strategis yang sulit diukur: data akademik lebih akurat, layanan mahasiswa lebih cepat, reputasi meningkat, keputusan pimpinan lebih berbasis data, dan risiko kesalahan administrasi menurun. Manajemen kemudian membuat analisis tambahan. Jika sistem meningkatkan retensi mahasiswa atau menarik mahasiswa baru, tambahan pendapatan dapat signifikan. Jika risiko audit dan kesalahan data menurun, manfaat juga bertambah. Jika sistem menjadi fondasi pembelajaran digital, nilai strategis meningkat.

Kasus ini menunjukkan bahwa capital budgeting untuk proyek digital perlu memperluas cara membaca manfaat. NPV tetap penting, tetapi manajemen harus menyusun skenario manfaat strategis dan indikator nonkeuangan. Keputusan investasi digital harus menggabungkan analisis finansial, kesiapan organisasi, risiko implementasi, dan arah strategis jangka panjang.

30. Kesalahan Umum dalam Capital Budgeting

Beberapa kesalahan umum sering terjadi dalam keputusan investasi.

Pertama, terlalu optimistis terhadap proyeksi pendapatan. Pengusul proyek sering melebihkan ukuran pasar atau kecepatan adopsi pelanggan. Ini menyebabkan NPV tampak lebih tinggi dari kenyataan.

Kedua, meremehkan biaya. Biaya instalasi, pelatihan, perawatan, downtime, integrasi sistem, dan modal kerja sering terlupakan. Akibatnya, investasi terlihat lebih murah daripada sebenarnya.

Ketiga, mengabaikan risiko implementasi. Proyek yang baik di atas kertas dapat gagal karena manajemen proyek buruk, resistensi karyawan, vendor tidak kompeten, atau koordinasi lemah.

Keempat, menggunakan tingkat diskonto yang salah. Proyek berisiko tinggi tidak boleh didiskontokan dengan WACC perusahaan yang lebih rendah jika risikonya berbeda.

Kelima, memasukkan sunk cost. Biaya masa lalu yang tidak dapat diubah tidak boleh memengaruhi keputusan masa depan.

Keenam, mengabaikan opportunity cost. Aset yang sudah dimiliki tetap memiliki nilai alternatif.

Ketujuh, hanya menggunakan payback. Payback cepat tidak selalu menciptakan nilai. NPV harus menjadi acuan utama.

Kedelapan, tidak melakukan post-audit. Tanpa evaluasi setelah proyek, organisasi tidak belajar dari kesalahan.

Kesembilan, mengabaikan manfaat strategis. Beberapa proyek penting seperti digitalisasi, keamanan siber, dan keberlanjutan mungkin memiliki manfaat jangka panjang yang tidak langsung tampak.

Kesepuluh, membiarkan politik internal mendominasi. Proyek harus dipilih berdasarkan nilai dan strategi, bukan kekuatan lobi unit tertentu.

31. Capital Budgeting di Era Digital dan AI

Era digital mengubah praktik *capital budgeting*. Data yang lebih banyak, sistem yang lebih cepat, dan AI analytics memungkinkan manajemen membuat proyeksi, simulasi, dan monitoring proyek dengan lebih baik. Namun, digitalisasi juga membuat keputusan investasi lebih kompleks.

AI dapat membantu memprediksi permintaan, mengestimasi biaya, menganalisis risiko, dan menjalankan simulasi. Dashboard dapat memantau realisasi proyek secara real-time. Sistem ERP dapat menghubungkan data keuangan, operasional, persediaan, dan penjualan. Dengan teknologi ini, capital budgeting menjadi lebih berbasis data.

Namun, AI tidak menggantikan penilaian manusia. Model AI belajar dari data historis, sementara proyek investasi sering menyangkut masa depan yang berbeda dari masa lalu. Jika terjadi perubahan teknologi, regulasi, atau perilaku konsumen, pola lama dapat menyesatkan. Selain itu, AI dapat bias jika data input buruk.

Capital budgeting digital juga menuntut tata kelola data. Keputusan investasi yang didasarkan pada data salah akan menghasilkan keputusan salah. Organisasi perlu memastikan kualitas data, keamanan, audit trail, dan transparansi model. Manajer juga harus mampu menjelaskan asumsi model kepada pengambil keputusan.

Dengan demikian, teknologi memperkuat capital budgeting, tetapi tidak menghapus kebutuhan integritas, strategi, dan kebijaksanaan manajerial.

32. Implikasi Manajerial

Bagi manajer keuangan, *capital budgeting* memiliki beberapa implikasi penting.

Pertama, keputusan investasi harus berbasis arus kas tambahan, bukan laba akuntansi semata. Arus kas menentukan nilai ekonomi.

Kedua, NPV harus menjadi alat utama karena langsung mengukur penciptaan nilai. Metode lain seperti IRR, payback, dan PI tetap berguna sebagai pelengkap.

Ketiga, risiko proyek harus dianalisis secara eksplisit. Proyek dengan risiko berbeda membutuhkan tingkat diskonto dan pengujian skenario berbeda.

Keempat, keputusan investasi harus selaras dengan strategi. Proyek yang NPV-nya positif tetapi tidak mendukung arah strategis perlu dipertimbangkan hati-hati.

Kelima, modal kerja tidak boleh diabaikan. Banyak proyek gagal karena kebutuhan kas operasional lebih besar dari perkiraan.

Keenam, implementasi sama pentingnya dengan analisis. Proyek yang layak dapat gagal jika dikelola buruk.

Ketujuh, organisasi harus melakukan post-audit. Evaluasi pasca-proyek meningkatkan disiplin dan pembelajaran.

Kedelapan, manfaat nonkeuangan perlu dinilai, terutama untuk proyek digital, ESG, pendidikan, kesehatan, dan pelayanan publik.

Kesembilan, tata kelola harus mencegah bias, manipulasi, dan konflik kepentingan dalam pengajuan proyek.

Kesepuluh, capital budgeting harus menjadi proses pembelajaran strategis, bukan sekadar ritual pengisian spreadsheet.

33. Ringkasan Bab

Capital budgeting adalah proses mengevaluasi dan memilih investasi jangka panjang yang menciptakan nilai. Keputusan investasi penting karena melibatkan dana besar, jangka waktu panjang, risiko tinggi, dan dampak strategis.

Analisis *capital budgeting* harus menggunakan arus kas relevan, yaitu arus kas tambahan yang terjadi karena proyek diterima. Sunk cost harus diabaikan, opportunity cost harus dimasukkan, modal kerja harus diperhitungkan, pajak harus diperhatikan, dan arus kas harus konsisten dengan tingkat diskonto.

Metode evaluasi investasi mencakup payback period, discounted payback period, NPV, IRR, MIRR, dan profitability index. NPV merupakan metode utama karena mengukur nilai tambah proyek terhadap perusahaan. IRR dan MIRR membantu melihat tingkat pengembalian. Payback membantu melihat likuiditas. PI membantu dalam kondisi keterbatasan modal.

Risiko proyek perlu dianalisis melalui sensitivitas, skenario, break-even, simulasi, dan real options. Real options penting karena manajer sering memiliki fleksibilitas untuk menunda, memperluas, menghentikan, atau mengubah proyek.

Dalam era digital, capital budgeting semakin kompleks karena investasi teknologi dan data menghasilkan manfaat finansial dan strategis. Karena itu, manajemen harus menggabungkan analisis kuantitatif, strategi, tata kelola, etika, dan kemampuan adaptif.

34. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa *capital budgeting* merupakan inti dari keputusan investasi dalam *financial management*. Melalui proses ini, organisasi menentukan proyek mana yang layak didanai, aset mana yang perlu dimiliki, teknologi apa yang perlu diadopsi, dan strategi pertumbuhan mana yang benar-benar menciptakan nilai.

Keputusan investasi yang baik tidak hanya menjawab pertanyaan “berapa laba yang dihasilkan?”, tetapi “berapa nilai kini arus kas masa depan setelah memperhitungkan risiko dan biaya modal?” Pertanyaan ini penting karena laba akuntansi tidak selalu sama dengan nilai ekonomi. Proyek yang tampak menguntungkan dapat merusak nilai jika arus kasnya lemah atau risikonya tinggi. Sebaliknya, proyek yang tampak mahal dapat bernilai jika menghasilkan manfaat strategis dan arus kas jangka panjang.

NPV harus menjadi kompas utama dalam *capital budgeting*, tetapi tidak boleh digunakan secara buta. NPV bergantung pada kualitas asumsi. Oleh karena itu, manajer perlu melakukan analisis sensitivitas, skenario, simulasi, dan evaluasi risiko. Dalam proyek yang mengandung ketidakpastian besar, pendekatan real options membantu menilai nilai fleksibilitas.

Pada akhirnya, *capital budgeting* bukan sekadar teknik perhitungan investasi. Ia adalah disiplin manajerial untuk mengalokasikan sumber daya

langkah ke masa depan yang paling bernilai. Organisasi yang mampu membuat keputusan investasi dengan cermat akan lebih siap bertumbuh, beradaptasi, dan menciptakan nilai berkelanjutan di tengah perubahan ekonomi, teknologi, dan sosial.

Glossarium

Analisis Skenario

Teknik mengevaluasi proyek berdasarkan beberapa kombinasi asumsi, seperti skenario optimistis, moderat, dan pesimistis.

Analisis Sensitivitas

Teknik menguji pengaruh perubahan satu variabel terhadap hasil proyek, terutama NPV.

Arus Kas Relevan

Arus kas tambahan yang terjadi karena proyek diterima dan relevan untuk keputusan investasi.

Break-Even Analysis

Analisis untuk menentukan titik minimum volume, harga, atau arus kas agar proyek tidak merugikan.

Capital Budgeting

Proses perencanaan, evaluasi, pemilihan, dan pengendalian investasi jangka panjang.

Capital Expenditure

Pengeluaran modal untuk memperoleh atau meningkatkan aset jangka panjang.

Capital Rationing

Kondisi ketika perusahaan memiliki dana terbatas sehingga tidak dapat menerima semua proyek NPV positif.

Discounted Payback Period

Waktu yang diperlukan untuk mengembalikan investasi awal berdasarkan arus kas yang telah didiskontokan.

Incremental Cash Flow

Arus kas tambahan yang muncul sebagai akibat langsung dari keputusan menerima proyek.

Internal Rate of Return

Tingkat diskonto yang membuat NPV proyek sama dengan nol.

Modified Internal Rate of Return

Pengembangan IRR yang menggunakan asumsi reinvestasi arus kas pada tingkat yang lebih realistis.

Net Present Value

Selisih antara nilai kini arus kas masa depan dan investasi awal.

Operating Cash Flow

Arus kas operasi yang dihasilkan proyek selama umur ekonomisnya.

Opportunity Cost

Manfaat yang dikorbankan karena sumber daya digunakan untuk satu alternatif dan bukan alternatif lain.

Payback Period

Waktu yang diperlukan untuk mengembalikan investasi awal dari arus kas proyek.

Post-Audit

Evaluasi setelah proyek berjalan untuk membandingkan realisasi dengan proyeksi awal.

Profitability Index

Rasio antara nilai kini arus kas masa depan dan investasi awal.

Real Options

Pendekatan yang menilai nilai fleksibilitas manajerial dalam keputusan investasi.

Sunk Cost

Biaya yang sudah terjadi dan tidak dapat diubah oleh keputusan saat ini.

Terminal Cash Flow

Arus kas yang terjadi pada akhir umur proyek, seperti nilai sisa aset dan pelepasan modal kerja.

Weighted Average Cost of Capital

Rata-rata tertimbang biaya modal dari berbagai sumber pendanaan perusahaan.

Daftar Pustaka

Bierman, H., Jr., & Smidt, S. (2012). *The capital budgeting decision: Economic analysis of investment projects* (9th ed.). Routledge. DOI tidak tersedia.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on capital budgeting, capital structure, and agency issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 49–57. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00203.x>

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Edmans, A. (2025). *Principles of corporate finance*. McGraw Hill. DOI tidak tersedia.

Copeland, T. E., & Antikarov, V. (2001). *Real options: A practitioner's guide*. Texere. DOI tidak tersedia.

Dixit, A. K., & Pindyck, R. S. (1994). *Investment under uncertainty*. Princeton University Press. DOI tidak tersedia.

Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

Klammer, T. P. (1972). Empirical evidence of the adoption of sophisticated capital budgeting techniques. *The Journal of Business*, 45(3), 387–397. <https://doi.org/10.1086/295467>

McDonald, R., & Siegel, D. (1986). The value of waiting to invest. *The Quarterly Journal of Economics*, 101(4), 707–727. <https://doi.org/10.2307/1884175>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. DOI tidak tersedia.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

Pike, R. H. (1983). The capital budgeting behaviour and corporate characteristics of capital-constrained firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(4), 663–671. DOI perlu diverifikasi.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2022). *Corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Siziba, S., & Hall, J. H. (2021). The evolution of the application of capital budgeting techniques in enterprises. *Global Finance Journal*, 47, 100504. DOI perlu diverifikasi.

Sokolov, M. V. (2023). NPV, IRR, PI, PP, and DPP: A unified view. *Finance Research Letters*, 55, 103826. DOI perlu diverifikasi.

Trigeorgis, L. (1996). *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*. MIT Press. DOI tidak tersedia.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Pearson Education. DOI tidak tersedia.

Saya mencantumkan "DOI tidak tersedia" untuk buku teks dan "DOI perlu diverifikasi" untuk beberapa artikel yang metadata DOI-nya tidak dapat saya pastikan dari hasil pencarian terbuka. Rujukan paling kuat untuk bab ini adalah Graham & Harvey untuk praktik *capital budgeting*, Klammer untuk adopsi teknik *capital budgeting*, McDonald & Siegel serta Dixit & Pindyck untuk *real options*, dan Myers untuk hubungan keputusan investasi dengan struktur pendanaan.

BAB 7

STRUKTUR MODAL DAN PENDANAAN PERUSAHAAN

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

1 PENGERTIAN

Struktur modal adalah kombinasi pendanaan jangka panjang perusahaan, terutama utang dan ekuitas, untuk membiayai aset dan pertumbuhan usaha.



2 SUMBER PENDANAAN

INTERNAL

- Laba ditahan
- Efisiensi modal kerja
- Penjualan aset nonproduktif



EKSTERNAL

- Pinjaman bank
- Obligasi / sukuk
- Saham biasa / preferen
- Leasing
- Modal ventura / private equity



3 UTANG VS EKUITAS

UTANG

- Biaya relatif lebih rendah
- Ada *tax shield*
- Meningkatkan *leverage*
- Ada kewajiban bunga & pokok

VS

EKUITAS

- Lebih fleksibel
- Tidak ada kewajiban pembayaran tetap
- Biaya lebih tinggi
- Berpotensi dilusi kepemilikan

4 TEORI UTAMA STRUKTUR MODAL



Modigliani-Miller
Dalam pasar sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan.



Trade-Off Theory
Menyeimbangkan manfaat pajak utang dan biaya *financial distress*.



Pecking Order Theory
Preferensi dana internal, lalu utang, lalu ekuitas.



Agency Theory
Struktur modal memengaruhi konflik manajer, pemegang saham, dan kreditor.



Signaling / Market Timing
Keputusan pendanaan memberi sinyal dan dipengaruhi kondisi pasar.

5 INDIKATOR KUNCI



DER (Debt to Equity Ratio):
Utang dibanding ekuitas



Debt Ratio:
Proporsi aset yang dibiayai utang



Interest Coverage:
Kemampuan laba operasi membayar bunga



WACC:
Rata-rata tertimbang biaya modal

RUMUS WACC

$$WACC = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - T))$$

E = Ekuitas, D = Utang, V = E + D, Re = Biaya ekuitas, Rd = Biaya utang, T = Tarif pajak

6 FAKTOR PENENTU STRUKTUR MODAL



Profitabilitas



Stabilitas arus kas



Struktur aset



Ukuran perusahaan



Peluang pertumbuhan



Pajak



Risiko bisnis



Likuiditas



Tata kelola



Kondisi pasar

7 PRINSIP PRAKTIS MANAJERIAL



- 1 Selaraskan pendanaan dengan strategi perusahaan
- 2 Cocokkan jangka waktu aset dan sumber dana
- 3 Jaga keseimbangan risiko dan fleksibilitas
- 4 Uji skenario penjualan, bunga, dan kurs
- 5 Kendalikan *leverage* agar biaya modal tetap sehat

8 INTI BAB

Struktur modal yang baik bukan sekadar mencari utang termurah, tetapi membangun kombinasi pendanaan yang efisien, fleksibel, dan berkelanjutan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.



Bab 7. Struktur Modal dan Pendanaan Perusahaan

Tulisan ini memverifikasi rujukan teori struktur modal utama: Modigliani–Miller sebagai fondasi teori irrelevansi struktur modal; Kraus–Litzenberger, Myers, dan Bradley–Jarrell–Kim untuk *trade-off theory*; Myers–Majluf untuk *pecking order* dan asimetri informasi; Jensen–Meckling untuk biaya keagenan; serta Rajan–Zingales, Titman–Wessels, Harris–Raviv, dan Baker–Wurgler untuk determinan serta perkembangan empiris struktur modal. ([JSTOR](#))

Abstrak

Struktur modal dan pendanaan perusahaan merupakan salah satu tema sentral dalam *financial management* karena menentukan bagaimana perusahaan membiayai aset, proyek investasi, pertumbuhan, inovasi, dan keberlanjutan usahanya. Struktur modal menjelaskan komposisi sumber pendanaan jangka panjang perusahaan, terutama kombinasi antara utang dan ekuitas. Keputusan pendanaan tidak hanya berkaitan dengan memilih sumber dana yang paling murah, tetapi juga menyangkut risiko keuangan, fleksibilitas manajerial, kontrol kepemilikan, biaya modal, nilai perusahaan, dan kemampuan bertahan dalam kondisi ketidakpastian. Perusahaan yang terlalu konservatif dalam menggunakan utang mungkin kehilangan peluang pertumbuhan, sedangkan perusahaan yang terlalu agresif berutang dapat menghadapi tekanan likuiditas, risiko gagal bayar, dan penurunan kepercayaan investor.

Bab ini membahas secara komprehensif konsep struktur modal dan pendanaan perusahaan dalam kerangka manajemen keuangan modern. Pembahasan dimulai dari pengertian struktur modal, sumber pendanaan

internal dan eksternal, perbedaan antara utang dan ekuitas, serta hubungan struktur modal dengan biaya modal dan nilai perusahaan. Selanjutnya, bab ini menguraikan teori-teori utama struktur modal, meliputi proposisi Modigliani dan Miller, *trade-off theory*, *pecking order theory*, *agency theory*, *signaling theory*, *market timing theory*, serta pendekatan dinamis terhadap struktur modal. Bab ini juga membahas instrumen pendanaan seperti pinjaman bank, obligasi, saham biasa, saham preferen, laba ditahan, leasing, sukuk, modal ventura, dan pendanaan hibrida.

Dalam konteks manajerial, keputusan pendanaan harus mempertimbangkan profitabilitas, stabilitas arus kas, struktur aset, kebutuhan modal kerja, risiko bisnis, risiko suku bunga, risiko nilai tukar, pajak, tata kelola, tahap siklus hidup perusahaan, serta kondisi pasar keuangan. Tidak ada struktur modal optimal yang berlaku universal untuk semua perusahaan. Perusahaan utilitas dengan arus kas stabil dapat menanggung utang lebih tinggi dibandingkan perusahaan teknologi yang arus kasnya belum stabil. UMKM memiliki tantangan akses pendanaan yang berbeda dari perusahaan publik. Perusahaan keluarga mempertimbangkan kontrol kepemilikan, sedangkan perusahaan terbuka mempertimbangkan persepsi pasar modal.

Bab ini menekankan bahwa struktur modal adalah keputusan strategis, bukan sekadar keputusan teknis bagian keuangan. Komposisi utang dan ekuitas memengaruhi kebebasan bertindak, biaya modal, risiko kebangkrutan, insentif manajemen, dan kemampuan perusahaan menciptakan nilai jangka panjang. Oleh karena itu, pendanaan perusahaan harus dikelola secara disiplin, fleksibel, etis, dan selaras dengan strategi organisasi.

Kata Kunci: *struktur modal, pendanaan perusahaan, utang, ekuitas, leverage, WACC, biaya modal, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, market timing, financial distress, corporate finance.*

1. Pendahuluan

Setiap perusahaan membutuhkan dana. Dana diperlukan untuk memulai usaha, membeli aset, membiayai operasional, mengembangkan produk, memperluas pasar, membangun pabrik, membeli mesin, mengembangkan teknologi, meningkatkan kompetensi SDM, dan menghadapi risiko. Tanpa dana yang cukup, strategi bisnis hanya akan menjadi rencana di atas kertas. Namun, dana tidak pernah benar-benar gratis. Setiap sumber dana memiliki biaya, risiko, konsekuensi kepemilikan, dan implikasi manajerial.

Dalam manajemen keuangan, pertanyaan tentang pendanaan perusahaan tidak hanya berbunyi: "Dari mana uang diperoleh?" Pertanyaan yang lebih strategis adalah: "Kombinasi sumber dana seperti apa yang paling mendukung nilai perusahaan, menjaga risiko pada tingkat yang dapat diterima, memberi fleksibilitas, dan memungkinkan pertumbuhan berkelanjutan?" Pertanyaan inilah yang membawa kita pada konsep struktur modal.

Struktur modal adalah komposisi pendanaan jangka panjang perusahaan, terutama antara utang dan ekuitas. Utang adalah dana yang diperoleh dari kreditur dan harus dibayar kembali beserta bunga. Ekuitas adalah dana yang berasal dari pemilik atau pemegang saham, baik melalui setoran modal, penerbitan saham, maupun laba ditahan. Utang memberikan manfaat karena biaya bunga sering lebih rendah daripada biaya ekuitas dan dapat memberikan manfaat pajak. Namun, utang juga meningkatkan risiko keuangan karena perusahaan wajib membayar bunga dan pokok pinjaman meskipun kondisi bisnis memburuk. Ekuitas memberi fleksibilitas lebih besar karena tidak memiliki kewajiban pembayaran tetap, tetapi biaya ekuitas biasanya lebih tinggi dan dapat menyebabkan dilusi kepemilikan.

Keputusan struktur modal menjadi penting karena memengaruhi biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

WACC menjadi tingkat pengembalian minimum yang harus dicapai proyek investasi. Jika perusahaan mampu menurunkan WACC tanpa meningkatkan risiko secara berlebihan, nilai perusahaan dapat meningkat. Sebaliknya, jika struktur pendanaan terlalu berisiko, WACC dapat naik karena investor dan kreditur meminta kompensasi risiko lebih tinggi.

Namun, mencari struktur modal optimal bukan pekerjaan sederhana. Teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa dalam pasar sempurna tanpa pajak, biaya kebangkrutan, biaya transaksi, dan asimetri informasi, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Tetapi dunia nyata tidak sempurna. Pajak, biaya kesulitan keuangan, biaya keagenan, informasi asimetris, sinyal pasar, regulasi, dan perilaku manajerial membuat struktur modal menjadi relevan. Karena itu, teori dan praktik keuangan berkembang untuk menjelaskan mengapa perusahaan memilih utang atau ekuitas dalam proporsi tertentu.

Bab ini membahas struktur modal dan pendanaan perusahaan secara sistematis. Fokus utamanya adalah memahami bagaimana perusahaan memilih sumber dana, bagaimana leverage memengaruhi risiko dan return, bagaimana teori struktur modal menjelaskan pilihan pendanaan, dan bagaimana manajer menerapkan prinsip tersebut dalam keputusan nyata.

2. Pengertian Struktur Modal

Struktur modal adalah kombinasi sumber pendanaan jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk membiayai aset dan kegiatan bisnisnya. Secara umum, struktur modal terdiri atas utang jangka panjang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan. Dalam arti yang lebih luas, struktur modal juga dapat mencakup instrumen hibrida seperti obligasi konversi, leasing jangka panjang, sukuk, pinjaman subordinasi, dan bentuk pembiayaan lain yang memiliki karakter campuran antara utang dan ekuitas.

Struktur modal berbeda dari struktur keuangan. Struktur keuangan mencakup seluruh sisi kanan neraca, yaitu semua liabilitas jangka pendek, liabilitas jangka panjang, dan ekuitas. Struktur modal lebih sempit karena berfokus pada sumber pendanaan jangka panjang. Namun, dalam praktik, keputusan modal kerja dan pendanaan jangka pendek tetap terkait dengan struktur modal karena ketidakseimbangan pendanaan jangka pendek dan jangka panjang dapat menimbulkan risiko likuiditas.

Misalnya, perusahaan yang membiayai aset tetap jangka panjang dengan pinjaman jangka pendek dapat menghadapi risiko pembiayaan ulang. Ketika pinjaman jatuh tempo, perusahaan harus memperpanjang pinjaman atau mencari sumber dana baru. Jika kondisi pasar memburuk, pembiayaan ulang dapat menjadi mahal atau tidak tersedia. Oleh karena itu, struktur pendanaan harus memperhatikan kesesuaian jangka waktu antara aset dan sumber dana.

Struktur modal dapat diukur dengan berbagai rasio. Rasio yang paling umum adalah *debt to equity ratio* atau DER, yaitu total utang dibagi ekuitas. Rasio lainnya adalah *debt to asset ratio*, *long-term debt to capital ratio*, *interest coverage ratio*, dan *debt service coverage ratio*. Setiap rasio memberi sudut pandang berbeda. DER menunjukkan keseimbangan dana kreditur dan pemilik. Debt to asset menunjukkan proporsi aset yang dibiayai utang. Interest coverage menunjukkan kemampuan laba operasi membayar bunga. Debt service coverage menunjukkan kemampuan arus kas membayar pokok dan bunga.

Namun, struktur modal tidak boleh dinilai hanya dari angka rasio. Rasio utang yang tinggi dapat aman bagi perusahaan dengan arus kas stabil dan aset berwujud kuat. Rasio utang yang sama dapat berbahaya bagi perusahaan dengan pendapatan fluktuatif. Oleh karena itu, analisis struktur modal harus dikaitkan dengan karakter bisnis, industri, siklus ekonomi, kualitas aset, tata kelola, dan strategi pertumbuhan.

3. Sumber Pendanaan Perusahaan

Sumber pendanaan perusahaan dapat dikelompokkan menjadi pendanaan internal dan pendanaan eksternal.

3.1 Pendanaan Internal

Pendanaan internal berasal dari dalam perusahaan. Sumber utamanya adalah laba ditahan, penyusutan sebagai sumber kas tidak langsung, efisiensi modal kerja, dan penjualan aset tidak produktif. Laba ditahan merupakan bagian laba yang tidak dibagikan sebagai dividen, melainkan digunakan kembali untuk membiayai pertumbuhan.

Pendanaan internal memiliki beberapa keunggulan. Pertama, tidak menimbulkan kewajiban bunga. Kedua, tidak menyebabkan dilusi kepemilikan. Ketiga, tidak memerlukan proses penerbitan efek yang mahal dan panjang. Keempat, lebih fleksibel karena perusahaan tidak perlu memenuhi banyak persyaratan kreditur atau investor eksternal. Karena itu, banyak perusahaan lebih menyukai pendanaan internal jika tersedia.

Namun, pendanaan internal juga memiliki keterbatasan. Jumlahnya bergantung pada profitabilitas. Perusahaan yang masih merugi atau sedang tumbuh cepat sering tidak memiliki laba ditahan cukup.

Menggunakan terlalu banyak laba ditahan juga dapat mengurangi dividen dan menimbulkan ketidakpuasan pemegang saham tertentu. Selain itu, laba ditahan bukan dana gratis. Ia memiliki biaya kesempatan karena pemegang saham seharusnya dapat menerima dana tersebut sebagai dividen dan menginvestasikannya sendiri.

3.2 Pendanaan Eksternal

Pendanaan eksternal berasal dari luar perusahaan. Bentuknya dapat berupa pinjaman bank, obligasi, penerbitan saham, modal ventura, private equity, leasing, factoring, crowdfunding, sukuk, dan pembiayaan hibrida.

Pendanaan eksternal diperlukan ketika kebutuhan dana melebihi kapasitas internal.

Pendanaan eksternal memberi peluang mempercepat pertumbuhan. Dengan utang atau ekuitas baru, perusahaan dapat menjalankan proyek besar yang tidak mungkin dibiayai hanya dari laba ditahan. Namun, pendanaan eksternal memiliki biaya dan konsekuensi. Utang menimbulkan kewajiban bunga dan pokok. Ekuitas menimbulkan dilusi kepemilikan dan tuntutan return pemegang saham. Modal ventura dan private equity sering meminta hak kontrol tertentu. Obligasi memerlukan rating, disclosure, dan disiplin pembayaran kupon. Leasing memberi akses aset tetapi menciptakan komitmen pembayaran.

Keputusan memilih sumber pendanaan harus mempertimbangkan biaya, risiko, fleksibilitas, kontrol, waktu, dan kesesuaian dengan strategi. Tidak ada sumber pendanaan yang selalu terbaik. Sumber pendanaan terbaik adalah yang paling sesuai dengan kebutuhan, kapasitas, risiko, dan tahap perkembangan perusahaan.

4. Utang dan Ekuitas: Perbedaan Fundamental

Utang dan ekuitas memiliki karakteristik yang sangat berbeda. Utang adalah klaim tetap terhadap perusahaan. Kreditur berhak menerima pembayaran bunga dan pokok sesuai jadwal. Jika perusahaan gagal membayar, kreditur dapat menuntut, menyita jaminan, atau memaksa restrukturisasi. Dalam likuidasi, kreditur memiliki prioritas lebih tinggi daripada pemegang saham.

Ekuitas adalah klaim residual. Pemegang saham memperoleh hasil setelah seluruh kewajiban kepada kreditur dipenuhi. Jika perusahaan sukses, pemegang saham menikmati kenaikan nilai dan dividen. Jika perusahaan gagal, pemegang saham dapat kehilangan sebagian atau seluruh investasinya. Karena risiko ekuitas lebih tinggi, biaya ekuitas biasanya lebih tinggi daripada biaya utang.

Utang memiliki keuntungan disiplin. Kewajiban bunga memaksa manajemen lebih efisien dalam menggunakan kas. Utang juga dapat mengurangi potensi pemborosan dana bebas karena manajemen harus menyediakan kas untuk pembayaran. Namun, utang yang berlebihan dapat membuat perusahaan terlalu fokus pada jangka pendek, mengurangi investasi produktif, dan meningkatkan risiko kebangkrutan.

Ekuitas memberi fleksibilitas karena perusahaan tidak wajib membayar dividen. Dalam masa sulit, perusahaan dapat menahan dividen untuk menjaga kas. Namun, ekuitas dapat menimbulkan dilusi kepemilikan dan kontrol. Pemilik lama mungkin kehilangan sebagian pengaruh jika perusahaan menerbitkan saham baru. Selain itu, investor ekuitas menuntut transparansi, tata kelola, dan prospek pertumbuhan.

Dalam praktik, perusahaan sering menggunakan kombinasi utang dan ekuitas. Kombinasi tersebut memungkinkan perusahaan memperoleh manfaat utang sekaligus menjaga fleksibilitas ekuitas. Tantangannya adalah menentukan proporsi yang sehat.

5. Leverage Keuangan

Leverage keuangan adalah penggunaan dana berbiaya tetap, terutama utang, untuk meningkatkan potensi pengembalian kepada pemegang saham. Jika perusahaan menggunakan utang untuk membiayai aset yang menghasilkan return lebih tinggi daripada biaya utang, pemegang saham memperoleh manfaat. Namun, jika return aset lebih rendah daripada biaya utang, leverage memperburuk kerugian.

Contoh sederhana: perusahaan memiliki aset Rp10 miliar. Jika seluruh aset dibiayai ekuitas dan menghasilkan laba operasi Rp1,5 miliar, return terhadap ekuitas sebelum pajak adalah 15%. Jika perusahaan membiayai separuh aset dengan utang berbunga 8%, maka ekuitas hanya Rp5 miliar dan bunga Rp400 juta. Laba setelah bunga menjadi Rp1,1 miliar. Return

terhadap ekuitas menjadi 22%. Dalam kondisi ini, leverage meningkatkan ROE.

Namun, jika laba operasi turun menjadi Rp500 juta, perusahaan tanpa utang masih memperoleh return 5% terhadap ekuitas Rp10 miliar.

Perusahaan dengan utang harus membayar bunga Rp400 juta, sehingga laba setelah bunga hanya Rp100 juta. Return terhadap ekuitas Rp5 miliar menjadi 2%. Jika laba operasi lebih rendah dari bunga, pemegang saham mengalami kerugian. Dengan demikian, leverage memperbesar hasil baik dan hasil buruk.

Leverage keuangan harus dianalisis bersama leverage operasi. Perusahaan dengan biaya tetap operasi tinggi sudah memiliki risiko bisnis tinggi. Jika ditambah utang tinggi, risiko total meningkat tajam. Oleh karena itu, perusahaan dengan pendapatan fluktuatif dan biaya tetap besar harus lebih berhati-hati dalam berutang.

Rasio yang sering digunakan untuk mengukur leverage adalah DER, debt ratio, interest coverage ratio, dan debt service coverage ratio. Interest coverage ratio dihitung sebagai EBIT dibagi beban bunga. Semakin tinggi rasio ini, semakin aman kemampuan perusahaan membayar bunga.

Namun, rasio berbasis laba harus dilengkapi analisis arus kas karena bunga dibayar dengan kas, bukan laba akuntansi.

6. Biaya Modal dan WACC

Keputusan struktur modal sangat terkait dengan biaya modal. Biaya modal adalah tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan perusahaan untuk memuaskan penyedia dana. Jika perusahaan menggunakan utang dan ekuitas, biaya modal keseluruhan dihitung sebagai WACC.

Rumus sederhana WACC adalah:

$$\text{WACC} = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - T))$$

Keterangan:

- **E** = nilai pasar ekuitas
- **D** = nilai pasar utang
- **V** = $E + D$
- **Re** = biaya ekuitas
- **Rd** = biaya utang sebelum pajak
- **T** = tarif pajak

Biaya utang disesuaikan pajak karena bunga sering dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Oleh karena itu, utang memiliki manfaat pajak atau *tax shield*. Namun, manfaat ini tidak boleh membuat perusahaan berutang tanpa batas. Ketika utang meningkat, risiko gagal bayar meningkat. Kreditur meminta bunga lebih tinggi. Pemegang saham juga menuntut return lebih tinggi karena risiko ekuitas meningkat. Akibatnya, WACC dapat naik kembali.

Secara konseptual, struktur modal optimal adalah kombinasi utang dan ekuitas yang meminimalkan WACC dan memaksimalkan nilai perusahaan. Namun, dalam praktik, perusahaan biasanya tidak memiliki satu titik optimal yang pasti. Lebih realistis berbicara tentang rentang struktur modal yang sehat. Selama leverage berada dalam rentang tersebut, perusahaan dapat menjaga biaya modal, fleksibilitas, dan risiko pada tingkat yang dapat diterima.

WACC juga harus digunakan dengan hati-hati. WACC perusahaan cocok sebagai tingkat diskonto untuk proyek yang risikonya sama dengan risiko bisnis perusahaan. Jika proyek lebih berisiko, tingkat diskonto harus lebih tinggi. Jika proyek lebih aman, tingkat diskonto dapat lebih rendah. Kesalahan menggunakan WACC rata-rata untuk semua proyek dapat menyebabkan keputusan investasi yang keliru.

7. Proposisi Modigliani dan Miller

Modigliani dan Miller mengajukan teori fundamental yang mengubah cara ilmuwan keuangan memahami struktur modal. Dalam kondisi pasar sempurna tanpa pajak, biaya transaksi, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh komposisi utang dan ekuitas. Nilai perusahaan ditentukan oleh arus kas operasi dan risiko asetnya, bukan oleh cara aset tersebut dibiayai.

Proposisi ini dikenal sebagai teori irrelevansi struktur modal. Dalam dunia sempurna, investor dapat membuat leverage sendiri melalui pinjaman pribadi. Jika perusahaan berutang atau tidak berutang, investor dapat menyesuaikan portofolio mereka sehingga nilai perusahaan tidak berubah. Dengan demikian, struktur modal hanya membagi klaim atas arus kas, bukan menciptakan nilai baru.

Namun, proposisi Modigliani dan Miller bukan berarti struktur modal tidak penting dalam dunia nyata. Justru kekuatan teori ini terletak pada kemampuannya menjadi titik awal. Jika dalam dunia sempurna struktur modal tidak relevan, maka relevansi struktur modal dalam dunia nyata harus berasal dari ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan tersebut meliputi pajak, biaya kebangkrutan, biaya keagenan, informasi asimetris, biaya emisi sekuritas, regulasi, dan perilaku manajerial.

Ketika pajak perusahaan dimasukkan, utang menjadi bernilai karena bunga utang mengurangi pajak. Dalam model sederhana dengan pajak perusahaan, nilai perusahaan berutang lebih tinggi daripada perusahaan tanpa utang sebesar nilai kini manfaat pajak bunga. Namun, jika hanya pajak yang diperhatikan, teori akan menyarankan utang sebanyak mungkin. Kenyataannya, perusahaan tidak berutang tanpa batas karena terdapat biaya kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan. Dari sinilah berkembang *trade-off theory*.

8. Trade-Off Theory

Trade-off theory menyatakan bahwa perusahaan menentukan struktur modal dengan menyeimbangkan manfaat pajak utang dan biaya kesulitan keuangan. Manfaat utama utang adalah *tax shield*. Biaya utama utang adalah peningkatan risiko kebangkrutan, biaya restrukturisasi, biaya kehilangan pelanggan, biaya kehilangan pemasok, biaya hukum, biaya reputasi, dan fleksibilitas yang menurun.

Dalam teori ini, perusahaan memiliki struktur modal target. Jika utang terlalu rendah, perusahaan mungkin belum memanfaatkan manfaat pajak secara optimal. Jika utang terlalu tinggi, biaya kesulitan keuangan meningkat. Struktur modal optimal tercapai ketika manfaat marginal tambahan utang sama dengan biaya marginal tambahan utang.

Biaya kesulitan keuangan tidak hanya muncul saat perusahaan benar-benar bangkrut. Bahkan sebelum bangkrut, perusahaan yang terlalu banyak utang dapat mengalami masalah. Pelanggan mungkin ragu membeli produk jangka panjang karena takut perusahaan tidak bertahan. Pemasok dapat memperketat syarat pembayaran. Karyawan berbakat dapat pindah. Bank dapat memperketat kredit. Manajemen dapat menunda investasi penting karena kas terserap untuk membayar bunga. Semua ini adalah biaya financial distress.

Trade-off theory membantu menjelaskan mengapa perusahaan dengan aset berwujud tinggi dan arus kas stabil cenderung mampu menanggung utang lebih besar. Aset berwujud dapat dijadikan jaminan, dan arus kas stabil membantu membayar bunga. Sebaliknya, perusahaan dengan aset tak berwujud, pertumbuhan tinggi, dan arus kas tidak stabil cenderung menggunakan utang lebih rendah.

Namun, trade-off theory tidak selalu menjelaskan semua perilaku perusahaan. Banyak perusahaan sangat menguntungkan justru memiliki

utang rendah, padahal mereka mampu memanfaatkan tax shield.

Fenomena ini dijelaskan lebih baik oleh pecking order theory.

9. Pecking Order Theory

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi pendanaan. Pertama, perusahaan lebih menyukai pendanaan internal. Kedua, jika dana internal tidak cukup, perusahaan menggunakan utang. Ketiga, penerbitan saham baru menjadi pilihan terakhir.

Alasan utama teori ini adalah asimetri informasi. Manajemen biasanya mengetahui kondisi dan prospek perusahaan lebih baik daripada investor luar. Ketika perusahaan menerbitkan saham baru, pasar dapat menafsirkan bahwa manajemen menganggap saham perusahaan sedang mahal atau perusahaan kekurangan dana. Akibatnya, harga saham dapat turun. Untuk menghindari sinyal negatif dan biaya informasi, perusahaan lebih memilih laba ditahan dan utang sebelum menerbitkan saham.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan sering memiliki utang rendah. Mereka tidak perlu berutang karena memiliki dana internal cukup. Sebaliknya, perusahaan yang kurang menghasilkan kas tetapi memiliki kebutuhan investasi besar dapat berutang lebih banyak. Dalam teori ini, rasio utang bukan semata-mata hasil target leverage optimal, melainkan akumulasi kebutuhan pendanaan eksternal dari waktu ke waktu.

Teori ini sangat relevan untuk perusahaan keluarga dan UMKM. Banyak pemilik usaha lebih suka menggunakan laba ditahan karena tidak ingin kehilangan kontrol atau menghadapi prosedur kredit yang rumit. Jika dana internal tidak cukup, mereka memilih pinjaman. Menjual saham kepada investor luar sering menjadi pilihan terakhir karena menyangkut kontrol dan kepercayaan.

Namun, pecking order theory juga memiliki keterbatasan. Perusahaan tidak selalu menghindari ekuitas. Perusahaan teknologi atau startup sering menerbitkan ekuitas karena arus kas belum stabil dan utang terlalu berisiko. Perusahaan publik dapat menerbitkan saham ketika valuasi pasar tinggi. Hal ini dijelaskan oleh market timing theory.

10. Agency Theory dan Struktur Modal

Agency theory menjelaskan konflik kepentingan antara pemilik, manajer, dan kreditur. Dalam perusahaan modern, pemilik sering tidak mengelola perusahaan secara langsung. Manajer diberi mandat untuk mengelola sumber daya. Namun, manajer dapat memiliki kepentingan pribadi yang berbeda dari pemegang saham. Misalnya, manajer dapat mengejar pertumbuhan ukuran perusahaan untuk meningkatkan kekuasaan, gaji, atau reputasi, meskipun proyek tersebut tidak menciptakan nilai.

Utang dapat berperan sebagai mekanisme disiplin karena memaksa manajemen menghasilkan kas untuk membayar bunga. Dengan kewajiban utang, manajer memiliki ruang lebih kecil untuk menggunakan dana bebas secara tidak produktif. Dalam konteks ini, utang dapat mengurangi agency cost antara manajer dan pemegang saham.

Namun, utang juga menciptakan konflik antara pemegang saham dan kreditur. Setelah perusahaan memperoleh pinjaman, pemegang saham dapat terdorong mengambil proyek berisiko tinggi karena keuntungan besar dinikmati pemegang saham, sedangkan kerugian sebagian ditanggung kreditur. Ini disebut *asset substitution problem*. Pemegang saham juga dapat menolak proyek aman dengan NPV positif jika manfaatnya lebih banyak mengalir kepada kreditur melalui peningkatan keamanan utang. Ini disebut *underinvestment problem*.

Untuk mengurangi konflik, kreditur menggunakan covenant atau perjanjian pembatasan. Covenant dapat membatasi tambahan utang, pembagian

dividen, penjualan aset, atau rasio keuangan tertentu. Covenant membantu melindungi kreditur, tetapi juga mengurangi fleksibilitas manajemen.

Dengan demikian, struktur modal tidak hanya memengaruhi biaya modal, tetapi juga insentif dan perilaku. Keputusan pendanaan adalah bagian dari tata kelola perusahaan.

11. Signaling Theory

Signaling theory menyatakan bahwa keputusan pendanaan dapat menjadi sinyal kepada pasar. Karena manajemen memiliki informasi lebih baik tentang prospek perusahaan, tindakan manajemen dapat ditafsirkan investor sebagai sinyal.

Penerbitan utang dapat dianggap sebagai sinyal positif jika pasar menilai bahwa manajemen yakin terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas. Perusahaan tidak akan berani menambah utang jika prospeknya buruk. Namun, utang juga dapat dianggap negatif jika leverage sudah tinggi dan pasar khawatir terhadap risiko gagal bayar.

Penerbitan saham baru sering ditafsirkan sebagai sinyal negatif, terutama jika investor menduga manajemen menerbitkan saham karena harga saham sedang terlalu tinggi atau perusahaan kekurangan kas. Namun, penerbitan saham tidak selalu buruk. Jika dana digunakan untuk proyek pertumbuhan yang jelas dan kredibel, pasar dapat merespons positif.

Dividen dan pembelian kembali saham juga dapat menjadi sinyal. Dividen stabil dapat menandakan keyakinan terhadap arus kas masa depan.

Buyback dapat menandakan bahwa manajemen menganggap saham undervalued. Namun, sinyal hanya kredibel jika didukung kinerja dan tata kelola. Sinyal tanpa substansi dapat merusak reputasi.

Dalam praktik, manajer harus memahami bahwa keputusan pendanaan tidak hanya berdampak pada neraca, tetapi juga pada persepsi pasar.

Komunikasi yang jelas, transparansi penggunaan dana, dan rekam jejak manajemen sangat penting.

12. Market Timing Theory

Market timing theory menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih waktu penerbitan sekuritas berdasarkan kondisi pasar. Perusahaan menerbitkan saham ketika valuasi saham tinggi dan menerbitkan utang ketika biaya utang rendah. Dalam pandangan ini, struktur modal merupakan hasil kumulatif dari upaya perusahaan memanfaatkan kondisi pasar yang menguntungkan.

Misalnya, ketika pasar saham sedang optimistis dan harga saham perusahaan tinggi, manajemen dapat menerbitkan saham baru dengan dilusi lebih kecil. Ketika suku bunga rendah, perusahaan dapat menerbitkan obligasi atau mengambil pinjaman jangka panjang. Ketika pasar utang ketat, perusahaan mungkin menunda investasi atau menggunakan dana internal.

Market timing masuk akal secara praktis karena biaya modal berubah dari waktu ke waktu. Namun, market timing juga berisiko. Jika perusahaan terlalu fokus memanfaatkan pasar, struktur modal dapat menyimpang dari kapasitas fundamentalnya. Menerbitkan utang murah tetap berbahaya jika arus kas tidak cukup membayar bunga. Menerbitkan saham saat valuasi tinggi dapat menguntungkan, tetapi jika tidak ada proyek produktif, dana dapat digunakan tidak efisien.

Karena itu, market timing sebaiknya menjadi pertimbangan taktis, bukan satu-satunya dasar struktur modal. Struktur modal tetap harus selaras dengan strategi, risiko, dan kemampuan arus kas.

13. Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal

Penelitian empiris menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh banyak faktor. Faktor-faktor tersebut dapat berbeda antarindustri, negara, dan tahap perkembangan perusahaan.

13.1 Profitabilitas

Perusahaan yang lebih menguntungkan sering memiliki utang lebih rendah karena memiliki dana internal yang cukup. Ini sesuai dengan pecking order theory. Namun, dari sudut trade-off theory, perusahaan yang menguntungkan juga memiliki kapasitas utang lebih besar karena mampu memanfaatkan tax shield. Perbedaan ini menunjukkan bahwa hubungan profitabilitas dan leverage bergantung pada konteks.

13.2 Struktur Aset

Perusahaan dengan aset berwujud tinggi cenderung lebih mudah memperoleh utang karena aset dapat dijadikan jaminan. Perusahaan manufaktur, properti, atau infrastruktur biasanya memiliki kapasitas utang lebih besar dibanding perusahaan jasa berbasis aset tak berwujud.

13.3 Ukuran Perusahaan

Perusahaan besar biasanya memiliki akses pendanaan lebih baik, reputasi lebih kuat, diversifikasi lebih luas, dan risiko kebangkrutan relatif lebih rendah. Karena itu, perusahaan besar sering mampu menggunakan utang lebih besar dengan biaya lebih rendah.

13.4 Peluang Pertumbuhan

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi sering menggunakan lebih banyak ekuitas karena arus kas masa depan belum pasti dan asetnya mungkin sulit dijaminkan. Utang tinggi dapat membatasi fleksibilitas investasi dan menciptakan risiko underinvestment.

13.5 Stabilitas Arus Kas

Perusahaan dengan arus kas stabil mampu menanggung utang lebih tinggi. Perusahaan dengan pendapatan musiman atau volatil harus lebih berhati-hati karena kewajiban bunga tetap harus dibayar meskipun pendapatan turun.

13.6 Pajak

Semakin tinggi tarif pajak efektif, semakin besar manfaat pajak bunga utang. Namun, jika perusahaan tidak menghasilkan laba kena pajak cukup, manfaat tax shield menjadi terbatas.

13.7 Risiko Bisnis

Risiko bisnis tinggi mengurangi kapasitas utang. Perusahaan yang menghadapi ketidakpastian permintaan, teknologi, atau biaya sebaiknya menjaga leverage lebih rendah.

13.8 Likuiditas

Perusahaan dengan likuiditas kuat lebih aman menggunakan utang karena memiliki buffer kas. Namun, likuiditas tinggi juga dapat mengurangi kebutuhan utang.

13.9 Tata Kelola

Tata kelola yang baik dapat menurunkan biaya modal karena meningkatkan kepercayaan kreditur dan investor. Sebaliknya, tata kelola lemah meningkatkan premi risiko.

13.10 Kondisi Pasar

Suku bunga, sentimen investor, nilai tukar, inflasi, dan akses pasar modal memengaruhi pilihan pendanaan. Kondisi pasar yang berubah membuat struktur modal perlu dikelola secara dinamis.

14. Pendanaan Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Pendanaan perusahaan tidak hanya dibedakan antara utang dan ekuitas, tetapi juga antara jangka pendek dan jangka panjang. Pendanaan jangka pendek digunakan untuk kebutuhan modal kerja, seperti persediaan, piutang, dan kas operasional. Sumbernya dapat berupa utang dagang, kredit modal kerja, overdraft, factoring, dan pinjaman jangka pendek.

Pendanaan jangka panjang digunakan untuk aset tetap dan investasi strategis. Sumbernya dapat berupa pinjaman investasi, obligasi, leasing jangka panjang, ekuitas, atau laba ditahan.

Prinsip dasar pendanaan adalah mencocokkan umur aset dengan umur sumber dana. Aset lancar musiman dapat dibiayai dengan utang jangka pendek. Aset tetap sebaiknya dibiayai dengan dana jangka panjang. Jika aset jangka panjang dibiayai utang jangka pendek, perusahaan menghadapi risiko refinancing. Jika aset jangka pendek dibiayai dana jangka panjang terlalu besar, biaya modal dapat menjadi tidak efisien.

Namun, prinsip ini tidak mutlak. Beberapa perusahaan sengaja menggunakan pendanaan jangka pendek karena lebih murah. Strategi ini disebut agresif, tetapi meningkatkan risiko likuiditas. Strategi konservatif menggunakan lebih banyak dana jangka panjang, lebih aman tetapi biaya lebih tinggi. Strategi moderat menyeimbangkan keduanya.

Manajemen keuangan harus memilih strategi sesuai karakter bisnis. Perusahaan dengan arus kas stabil dapat lebih agresif. Perusahaan yang rentan terhadap fluktuasi permintaan sebaiknya lebih konservatif.

15. Instrumen Utang

Utang dapat berbentuk berbagai instrumen.

15.1 Pinjaman Bank

Pinjaman bank merupakan sumber pendanaan umum. Pinjaman dapat berupa kredit modal kerja, kredit investasi, revolving credit, atau term loan.

Bank biasanya meminta jaminan, laporan keuangan, proyeksi kas, dan covenant. Keunggulan pinjaman bank adalah fleksibilitas dan hubungan langsung dengan kreditur. Kelemahannya adalah ketergantungan pada bank, biaya bunga, jaminan, dan pembatasan kontraktual.

15.2 Obligasi

Obligasi adalah surat utang yang diterbitkan perusahaan kepada investor. Perusahaan membayar kupon secara periodik dan pokok saat jatuh tempo. Obligasi cocok untuk perusahaan besar dengan reputasi dan kapasitas pelaporan yang baik. Keunggulan obligasi adalah dapat memperoleh dana besar dan memperluas sumber pendanaan. Kelemahannya adalah biaya penerbitan, kebutuhan rating, disclosure, dan kewajiban kupon.

15.3 Sukuk

Sukuk adalah instrumen pembiayaan syariah yang mewakili kepemilikan manfaat atas aset atau proyek tertentu. Sukuk tidak menggunakan bunga, tetapi imbal hasil berdasarkan akad tertentu. Bagi perusahaan yang ingin mengakses investor syariah, sukuk dapat menjadi alternatif penting. Namun, penerbitan sukuk memerlukan kepatuhan syariah, struktur aset, dan dokumentasi khusus.

15.4 Leasing

Leasing memungkinkan perusahaan menggunakan aset tanpa membeli secara langsung. Leasing dapat mengurangi kebutuhan kas awal dan memberi fleksibilitas. Dalam beberapa kasus, leasing juga membantu perusahaan mengakses teknologi yang cepat berubah. Namun, leasing tetap menciptakan kewajiban pembayaran dan harus dianalisis sebagai bagian dari struktur pendanaan.

15.5 Utang Subordinasi dan Mezzanine Financing

Utang subordinasi memiliki prioritas lebih rendah daripada utang senior. Karena lebih berisiko, biayanya lebih tinggi. Mezzanine financing sering memiliki karakter campuran antara utang dan ekuitas, misalnya disertai

opsi konversi. Instrumen ini berguna untuk perusahaan yang membutuhkan dana tetapi tidak ingin langsung menerbitkan saham biasa.

16. Instrumen Ekuitas

Ekuitas adalah dana pemilik yang menanggung risiko residual.

16.1 Saham Biasa

Saham biasa memberikan hak kepemilikan, hak suara, dan hak atas dividen jika dibagikan. Penerbitan saham biasa meningkatkan ekuitas dan menurunkan leverage, tetapi menyebabkan dilusi kepemilikan. Perusahaan publik dapat menerbitkan saham melalui IPO, rights issue, private placement, atau secondary offering.

16.2 Saham Preferen

Saham preferen memiliki karakter campuran. Pemegang saham preferen biasanya menerima dividen tetap dan memiliki prioritas lebih tinggi daripada saham biasa dalam pembagian dividen atau likuidasi, tetapi hak suara terbatas. Biaya saham preferen sering lebih tinggi daripada utang karena dividen tidak selalu mengurangi pajak.

16.3 Laba Ditahan

Laba ditahan merupakan sumber ekuitas internal. Ia sering menjadi sumber pendanaan paling disukai karena tidak menimbulkan biaya emisi dan tidak menyebabkan dilusi. Namun, laba ditahan memiliki biaya kesempatan bagi pemegang saham. Jika perusahaan menahan laba, manajemen harus mampu menghasilkan return yang setara atau lebih tinggi daripada return yang dapat diperoleh pemegang saham di luar perusahaan.

16.4 Private Equity dan Modal Ventura

Private equity dan modal ventura menyediakan ekuitas bagi perusahaan yang belum atau tidak ingin masuk pasar modal publik. Modal ventura

sangat relevan untuk startup dan perusahaan inovatif dengan pertumbuhan tinggi tetapi arus kas belum stabil. Keunggulannya adalah dana dan dukungan strategis. Kelemahannya adalah dilusi dan kemungkinan masuknya investor dalam pengambilan keputusan.

17. Struktur Modal dan Siklus Hidup Perusahaan

Struktur modal berubah sesuai tahap siklus hidup perusahaan. Pada tahap awal, perusahaan biasanya mengandalkan modal pendiri, keluarga, angel investor, modal ventura, atau laba ditahan kecil. Utang bank sulit diperoleh karena belum ada arus kas stabil dan jaminan cukup.

Pada tahap pertumbuhan, kebutuhan dana meningkat. Perusahaan mulai menggunakan pinjaman, modal ventura, private equity, atau penerbitan saham. Karena arus kas masih berkembang, struktur pendanaan harus menjaga fleksibilitas.

Pada tahap matang, perusahaan memiliki arus kas lebih stabil, aset lebih besar, dan reputasi lebih kuat. Perusahaan dapat menggunakan utang lebih besar, menerbitkan obligasi, membayar dividen, atau melakukan buyback. Pada tahap ini, struktur modal lebih berorientasi pada optimalisasi biaya modal.

Pada tahap penurunan atau restrukturisasi, perusahaan harus mengurangi utang, menjual aset tidak produktif, memperbaiki arus kas, atau mencari investor strategis. Struktur modal yang terlalu berat dapat mempercepat krisis.

Pemahaman siklus hidup penting agar perusahaan tidak meniru struktur modal perusahaan lain tanpa mempertimbangkan tahap perkembangannya. Startup tidak dapat menggunakan struktur modal seperti perusahaan utilitas matang. Perusahaan keluarga kecil tidak dapat langsung mengakses obligasi publik seperti perusahaan besar.

18. Financial Distress dan Kebangkrutan

Financial distress adalah kondisi ketika perusahaan mengalami kesulitan memenuhi kewajiban keuangan. Distress dapat dimulai dari tekanan kas, keterlambatan pembayaran pemasok, pelanggaran covenant, penurunan rating kredit, restrukturisasi utang, hingga kebangkrutan.

Biaya financial distress dapat bersifat langsung dan tidak langsung. Biaya langsung mencakup biaya hukum, administrasi, konsultan, dan restrukturisasi. Biaya tidak langsung sering lebih besar, seperti kehilangan pelanggan, pemasok memperketat syarat, karyawan keluar, proyek tertunda, reputasi rusak, dan manajemen kehilangan fokus.

Struktur modal yang sehat harus mempertimbangkan kemungkinan kondisi buruk. Perusahaan tidak boleh menentukan leverage hanya berdasarkan skenario optimistis. Manajemen perlu melakukan stress test: apakah perusahaan mampu membayar bunga jika penjualan turun 20%? Apakah arus kas cukup jika suku bunga naik? Apakah pinjaman valuta asing aman jika kurs melemah? Apakah perusahaan masih dapat berinvestasi jika kredit diperketat?

Financial distress juga dapat menyebabkan keputusan investasi tidak optimal. Perusahaan berutang tinggi mungkin menolak proyek NPV positif karena manfaatnya lebih banyak mengalir kepada kreditur. Perusahaan juga dapat mengambil proyek terlalu berisiko untuk “berjudi” keluar dari kesulitan. Oleh karena itu, menjaga struktur modal sehat bukan hanya soal solvabilitas, tetapi juga menjaga kualitas keputusan manajerial.

19. Restrukturisasi Modal

Restrukturisasi modal adalah perubahan komposisi pendanaan untuk memperbaiki kesehatan keuangan, menurunkan biaya modal, atau mendukung strategi. Bentuk restrukturisasi dapat berupa refinancing, perpanjangan jatuh tempo utang, konversi utang menjadi saham, penerbitan saham baru, buyback, pembayaran utang, spin-off, atau penjualan aset.

Refinancing dilakukan ketika perusahaan mengganti utang lama dengan utang baru yang lebih murah atau berjangka lebih panjang. Ini dapat menurunkan beban bunga dan memperbaiki likuiditas. Namun, refinancing bergantung pada kondisi pasar dan kepercayaan kreditur.

Konversi utang menjadi saham dapat mengurangi tekanan pembayaran, tetapi menyebabkan dilusi pemilik lama. Penerbitan saham baru memperkuat ekuitas, tetapi dapat memberi sinyal tertentu kepada pasar. Buyback mengurangi ekuitas beredar dan dapat meningkatkan EPS, tetapi hanya bijak jika perusahaan memiliki kas berlebih dan saham undervalued. Menjual aset tidak produktif dapat memperbaiki kas dan fokus bisnis.

Restrukturisasi modal harus dilakukan dengan tujuan jelas. Jika hanya menunda masalah tanpa memperbaiki arus kas dan model bisnis, restrukturisasi tidak menyelesaikan akar persoalan. Struktur modal sehat harus ditopang oleh operasi yang sehat.

20. Pendanaan Perusahaan di Era Digital

Era digital mengubah kebutuhan dan pilihan pendanaan. Perusahaan digital sering memiliki aset tak berwujud, seperti perangkat lunak, data, algoritma, merek, komunitas pengguna, dan kapabilitas inovasi. Aset seperti ini sulit dijadikan jaminan bagi pinjaman tradisional. Karena itu, perusahaan digital sering lebih mengandalkan ekuitas, modal ventura, atau pembiayaan berbasis pertumbuhan.

Model bisnis digital juga dapat memiliki pola arus kas berbeda. Banyak perusahaan teknologi membakar kas pada tahap awal untuk memperoleh pengguna, membangun platform, dan mencapai skala. Utang konvensional kurang cocok jika arus kas belum stabil. Namun, setelah perusahaan mencapai skala dan arus kas berulang, utang dapat menjadi pilihan.

Fintech juga membuka alternatif pendanaan. Crowdfunding, peer-to-peer lending, invoice financing, supply chain financing, dan embedded finance memperluas akses pendanaan bagi UMKM. Namun, akses yang mudah tidak selalu berarti sehat. Perusahaan harus memahami biaya efektif, risiko gagal bayar, perlindungan data, dan legalitas platform.

Digitalisasi juga meningkatkan transparansi. Data transaksi, laporan keuangan digital, rekam jejak pembayaran, dan integrasi sistem dapat membantu kreditur menilai risiko lebih baik. UMKM yang memiliki pencatatan digital rapi dapat lebih mudah memperoleh pendanaan dibanding UMKM yang pencatatannya tidak jelas.

21. ESG, Sustainability, dan Struktur Modal

Faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola atau ESG semakin memengaruhi biaya modal dan akses pendanaan. Perusahaan dengan praktik keberlanjutan yang baik dapat memperoleh akses ke green financing, sustainability-linked loans, atau investor yang memiliki mandat ESG. Sebaliknya, perusahaan dengan risiko lingkungan tinggi dapat menghadapi biaya modal lebih tinggi, pembatasan kredit, atau tekanan reputasi.

Pendanaan berkelanjutan tidak hanya relevan untuk perusahaan besar. Perusahaan menengah dan UMKM dalam rantai pasok global juga dapat diminta memenuhi standar lingkungan dan sosial. Jika tidak, mereka dapat kehilangan pelanggan besar atau akses pasar. Dengan demikian, investasi ESG dapat menjadi bagian dari strategi pendanaan dan daya saing.

Namun, ESG juga memerlukan integritas. Perusahaan tidak boleh melakukan greenwashing, yaitu mengklaim keberlanjutan tanpa substansi. Investor dan kreditur semakin memperhatikan bukti, indikator, dan pelaporan. Tata kelola yang baik menjadi kunci karena pendanaan hijau harus benar-benar digunakan untuk tujuan yang dijanjikan.

Struktur modal masa depan kemungkinan semakin dipengaruhi oleh kualitas keberlanjutan. Perusahaan yang mampu mengelola risiko iklim, sosial, dan tata kelola akan lebih dipercaya. Kepercayaan tersebut dapat menurunkan premi risiko dan memperluas akses modal.

22. Konteks Indonesia: Tantangan Pendanaan Perusahaan

Dalam konteks Indonesia, keputusan struktur modal dipengaruhi oleh karakteristik ekonomi, pasar keuangan, regulasi, dan struktur kepemilikan. Banyak perusahaan Indonesia masih bergantung pada pinjaman bank. Pasar obligasi korporasi berkembang, tetapi tidak semua perusahaan memiliki akses. Perusahaan publik dapat menerbitkan saham atau obligasi, sedangkan UMKM sering menghadapi keterbatasan jaminan, laporan keuangan, dan rekam jejak kredit.

Perusahaan keluarga memiliki pertimbangan khusus. Mereka sering menghindari penerbitan ekuitas eksternal karena ingin mempertahankan kontrol. Akibatnya, pilihan pendanaan sering berputar pada laba ditahan, pinjaman bank, atau mitra strategis terbatas. Ini dapat menjaga kontrol tetapi membatasi pertumbuhan jika kebutuhan modal besar.

Risiko nilai tukar juga penting. Perusahaan yang memiliki utang valuta asing tetapi pendapatan dalam rupiah menghadapi risiko besar jika rupiah melemah. Pendanaan valuta asing harus disesuaikan dengan arus kas valuta asing atau dilindungi dengan strategi hedging.

Sektor juga menentukan struktur modal. Perusahaan infrastruktur dan properti cenderung menggunakan utang besar karena asetnya berwujud

dan proyeknya jangka panjang. Perusahaan teknologi dan jasa kreatif cenderung lebih sulit menggunakan utang karena asetnya tidak mudah dijaminkan. Perusahaan komoditas menghadapi volatilitas harga global sehingga perlu struktur modal yang tahan terhadap siklus.

Bagi UMKM, peningkatan literasi keuangan dan kualitas laporan keuangan menjadi kunci akses modal. Banyak usaha layak secara operasional tetapi sulit memperoleh pendanaan karena pencatatan tidak rapi. Digitalisasi akuntansi, pemisahan keuangan pribadi dan usaha, disiplin kas, serta rekam jejak pembayaran dapat memperbaiki posisi tawar UMKM.

23. Contoh Perhitungan Struktur Modal

Misalkan PT Nusantara Mandiri memiliki struktur pendanaan sebagai berikut:

- Utang jangka panjang: Rp40 miliar
- Ekuitas: Rp60 miliar
- Biaya utang sebelum pajak: 10%
- Biaya ekuitas: 15%
- Tarif pajak: 22%

Total modal adalah Rp100 miliar. Bobot utang 40%, bobot ekuitas 60%. Biaya utang setelah pajak adalah:

$$10\% \times (1 - 22\%) = 7,8\%$$

WACC:

$$\text{WACC} = 40\% \times 7,8\% + 60\% \times 15\%$$

$$\text{WACC} = 3,12\% + 9\%$$

$$\text{WACC} = 12,12\%$$

Artinya, perusahaan harus menghasilkan return minimal 12,12% dari proyek dengan risiko setara bisnis perusahaan.

Jika perusahaan menambah utang sehingga struktur modal menjadi 60% utang dan 40% ekuitas, biaya utang mungkin naik menjadi 12% karena risiko meningkat. Biaya ekuitas juga naik menjadi 18% karena pemegang saham menanggung risiko lebih besar. Maka biaya utang setelah pajak:

$$12\% \times (1 - 22\%) = 9,36\%$$

WACC baru:

$$\text{WACC} = 60\% \times 9,36\% + 40\% \times 18\%$$

$$\text{WACC} = 5,616\% + 7,2\%$$

$$\text{WACC} = 12,816\%$$

Dalam contoh ini, penambahan utang justru menaikkan WACC dari 12,12% menjadi 12,816%. Meskipun utang memiliki manfaat pajak, kenaikan risiko membuat biaya total modal meningkat. Ini menunjukkan bahwa lebih banyak utang tidak selalu lebih baik.

Namun, jika perusahaan sebelumnya hampir tidak memiliki utang dan arus kas sangat stabil, menambah utang secara moderat mungkin menurunkan WACC. Keputusan harus berbasis simulasi, bukan asumsi umum.

24. Studi Kasus Naratif: Perusahaan Manufaktur

PT Maju Industri adalah perusahaan manufaktur peralatan rumah tangga. Perusahaan ingin membangun lini produksi baru senilai Rp100 miliar. Manajemen memiliki tiga pilihan pendanaan: menggunakan laba ditahan, mengambil pinjaman bank, atau menerbitkan saham baru.

Jika menggunakan laba ditahan, perusahaan tidak menambah utang dan tidak terjadi dilusi. Namun, kas cadangan menurun drastis. Perusahaan menjadi kurang fleksibel menghadapi kenaikan bahan baku dan fluktuasi

permintaan. Jika mengambil pinjaman bank, perusahaan dapat mempertahankan kas, tetapi beban bunga meningkat dan bank meminta covenant. Jika menerbitkan saham baru, struktur modal menjadi lebih kuat, tetapi pemilik lama terdilusi dan pasar dapat bertanya mengapa perusahaan tidak menggunakan utang.

Direktur keuangan kemudian menyusun analisis. Proyek memiliki NPV positif jika WACC tidak melebihi 13%. Struktur modal saat ini 30% utang dan 70% ekuitas. Perusahaan memiliki arus kas cukup stabil, aset pabrik dapat dijaminkan, dan DER masih lebih rendah dari rata-rata industri. Setelah simulasi, pendanaan dengan kombinasi 50% pinjaman bank dan 50% laba ditahan menghasilkan WACC terendah tanpa mengganggu likuiditas secara berlebihan. Penerbitan saham ditunda karena harga saham sedang rendah dan manajemen tidak ingin melakukan dilusi pada valuasi yang kurang baik.

Keputusan akhir bukan sekadar memilih utang atau ekuitas. Manajemen memilih kombinasi yang menjaga kas, memanfaatkan biaya utang, menghindari dilusi, dan tetap berada dalam batas risiko. Kasus ini menunjukkan bahwa struktur modal adalah keputusan keseimbangan.

25. Studi Kasus Naratif: Startup Digital

Sebuah startup pendidikan digital membutuhkan dana Rp20 miliar untuk mengembangkan platform AI pembelajaran. Perusahaan memiliki pertumbuhan pengguna cepat tetapi belum menghasilkan laba. Aset utamanya berupa perangkat lunak, data pengguna, tim pengembang, dan merek. Bank meminta jaminan aset berwujud, sedangkan perusahaan tidak memilikinya cukup. Pinjaman bank juga berisiko karena arus kas belum stabil.

Pendiri mempertimbangkan investasi modal ventura. Investor bersedia memberikan dana Rp20 miliar dengan imbalan 20% saham dan hak

tertentu dalam keputusan strategis. Pendiri khawatir terdiluhi, tetapi modal ventura juga membawa jaringan, mentoring, dan akses pasar.

Dalam kasus ini, ekuitas lebih cocok daripada utang karena bisnis masih berisiko dan arus kas belum stabil. Jika startup memaksakan utang, kewajiban bunga dapat menghambat inovasi. Meskipun terjadi dilusi, pendanaan ekuitas memberi ruang tumbuh. Jika platform berhasil, nilai 80% saham yang tersisa dapat jauh lebih besar daripada 100% saham perusahaan yang tidak memiliki dana berkembang.

Kasus ini menunjukkan bahwa struktur modal harus sesuai siklus hidup dan karakter aset. Perusahaan digital tahap awal membutuhkan fleksibilitas, bukan beban utang tetap.

26. Etika dan Tata Kelola Pendanaan

Keputusan pendanaan memiliki dimensi etika. Manajemen harus jujur dalam menyampaikan kondisi perusahaan kepada kreditur dan investor. Laporan keuangan harus akurat. Risiko harus diungkapkan secara wajar. Dana yang diperoleh harus digunakan sesuai tujuan. Manipulasi informasi untuk memperoleh pinjaman atau menaikkan harga saham merusak kepercayaan dan dapat menimbulkan konsekuensi hukum.

Tata kelola pendanaan juga mencakup pengawasan penggunaan dana. Jika perusahaan menerbitkan obligasi untuk proyek tertentu, dana harus digunakan sesuai prospektus. Jika perusahaan memperoleh pinjaman dengan covenant, manajemen harus memantau kepatuhan. Jika perusahaan menerbitkan saham, pemegang saham baru berhak memperoleh informasi yang transparan.

Konflik kepentingan juga perlu dijaga. Manajer dapat memilih pendanaan yang mempertahankan kontrol pribadi tetapi tidak optimal bagi perusahaan. Pemegang saham mayoritas dapat mendorong struktur modal yang menguntungkan dirinya tetapi merugikan pemegang saham

minoritas. Kreditur dapat meminta jaminan yang terlalu membatasi operasi. Dewan komisaris dan komite audit perlu memastikan keputusan pendanaan dilakukan secara adil dan berdasarkan kepentingan jangka panjang perusahaan.

Dalam perspektif akademik, struktur modal bukan hanya persoalan teknis, tetapi bagian dari tata kelola korporasi. Struktur pendanaan memengaruhi distribusi risiko, hak kontrol, insentif, dan akuntabilitas.

27. Prinsip Praktis Menentukan Struktur Modal

Beberapa prinsip praktis dapat digunakan manajemen dalam menentukan struktur modal.

Pertama, mulai dari strategi. Struktur modal harus mendukung strategi pertumbuhan, bukan hanya mengejar rasio keuangan tertentu.

Kedua, perhatikan stabilitas arus kas. Semakin stabil arus kas, semakin besar kapasitas utang. Semakin volatil arus kas, semakin besar kebutuhan ekuitas dan kas cadangan.

Ketiga, cocokkan jangka waktu aset dan pendanaan. Aset jangka panjang sebaiknya dibiayai dana jangka panjang.

Keempat, jaga fleksibilitas. Jangan menggunakan utang sampai perusahaan kehilangan ruang bergerak saat peluang atau krisis muncul.

Kelima, hitung WACC tetapi jangan mengandalkan WACC saja.

Pertimbangkan risiko likuiditas, covenant, kontrol, dan kondisi pasar.

Keenam, hindari utang valuta asing tanpa lindung nilai jika pendapatan tidak dalam valuta yang sama.

Ketujuh, perhatikan sinyal pasar. Penerbitan saham atau utang harus dikomunikasikan dengan jelas agar tidak menimbulkan interpretasi negatif.

Kedelapan, gunakan skenario. Uji struktur modal dalam kondisi penjualan turun, bunga naik, kurs melemah, atau kredit diperketat.

Kesembilan, kelola tata kelola. Transparansi dan integritas menurunkan premi risiko.

Kesepuluh, evaluasi secara berkala. Struktur modal bukan keputusan sekali untuk selamanya. Perubahan bisnis dan pasar memerlukan penyesuaian.

28. Ringkasan Bab

Struktur modal adalah kombinasi pendanaan jangka panjang perusahaan, terutama utang dan ekuitas. Keputusan struktur modal penting karena memengaruhi biaya modal, risiko keuangan, fleksibilitas, kontrol kepemilikan, dan nilai perusahaan.

Utang memiliki manfaat berupa biaya yang relatif lebih rendah dan tax shield, tetapi meningkatkan risiko gagal bayar dan financial distress. Ekuitas lebih fleksibel tetapi biasanya lebih mahal dan dapat menyebabkan dilusi. Perusahaan harus menyeimbangkan manfaat dan biaya keduanya.

Teori Modigliani dan Miller menjadi fondasi dengan menyatakan bahwa dalam pasar sempurna struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Dalam dunia nyata, pajak, biaya kebangkrutan, asimetri informasi, biaya keagenan, sinyal pasar, dan kondisi pasar membuat struktur modal menjadi relevan. Trade-off theory menekankan keseimbangan antara manfaat pajak utang dan biaya financial distress. Pecking order theory menekankan preferensi dana internal, lalu utang, dan terakhir ekuitas. Agency theory menjelaskan konflik kepentingan yang dipengaruhi struktur modal. Signaling theory dan market timing theory menjelaskan bagaimana keputusan pendanaan dibaca pasar dan dipengaruhi kondisi pasar.

Faktor penentu struktur modal meliputi profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, stabilitas arus kas, pajak, risiko bisnis, likuiditas, tata kelola, dan kondisi pasar. Dalam praktik, tidak ada struktur modal optimal universal. Setiap perusahaan harus menentukan struktur pendanaan sesuai strategi, industri, siklus hidup, risiko, dan akses modal.

29. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa struktur modal dan pendanaan perusahaan merupakan keputusan strategis dalam manajemen keuangan. Keputusan ini menentukan bagaimana perusahaan membiayai aset dan pertumbuhan, bagaimana risiko dibagi antara kreditur dan pemegang saham, bagaimana biaya modal terbentuk, dan bagaimana nilai perusahaan diciptakan atau dirusak.

Struktur modal yang baik bukan berarti utang serendah mungkin atau ekuitas sebanyak mungkin. Struktur modal yang baik adalah struktur yang memungkinkan perusahaan membiayai strategi secara efisien, menjaga risiko pada tingkat yang dapat diterima, mempertahankan fleksibilitas, dan membangun kepercayaan penyedia modal. Utang dapat menjadi alat penciptaan nilai jika digunakan secara disiplin pada perusahaan dengan arus kas memadai. Namun, utang dapat menjadi sumber krisis jika digunakan berlebihan atau tidak sesuai dengan risiko bisnis. Ekuitas memberi ruang bernapas dan mendukung pertumbuhan berisiko tinggi, tetapi memiliki biaya dan konsekuensi kontrol.

Dalam dunia yang semakin dinamis, struktur modal harus dikelola secara adaptif. Suku bunga berubah, pasar modal bergerak, teknologi menggeser model bisnis, dan risiko ESG semakin penting. Perusahaan perlu menguji struktur modal dalam berbagai skenario, menjaga transparansi, memperkuat tata kelola, dan memastikan bahwa setiap keputusan pendanaan mendukung penciptaan nilai jangka panjang.

Pada akhirnya, keputusan pendanaan bukan hanya persoalan “berapa banyak utang” atau “berapa banyak ekuitas”, melainkan persoalan bagaimana organisasi membangun fondasi keuangan yang sehat untuk bertumbuh, bertahan, dan memberi manfaat bagi pemangku kepentingan.

Glossarium

Agency Cost

Biaya yang muncul akibat konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur.

Asimetri Informasi

Kondisi ketika satu pihak memiliki informasi lebih banyak atau lebih baik dibanding pihak lain dalam transaksi keuangan.

Biaya Ekuitas

Tingkat return yang disyaratkan pemegang saham atas dana yang mereka tanamkan.

Biaya Modal

Tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan investasi agar memenuhi tuntutan penyedia dana.

Biaya Utang

Biaya penggunaan dana pinjaman, biasanya berupa bunga yang harus dibayar perusahaan.

Covenant

Ketentuan atau pembatasan dalam perjanjian pinjaman untuk melindungi kreditur.

Debt to Asset Ratio

Rasio yang membandingkan total utang dengan total aset.

Debt to Equity Ratio

Rasio yang membandingkan total utang dengan ekuitas.

Ekuitas

Dana pemilik perusahaan yang memiliki klaim residual atas aset setelah kewajiban dipenuhi.

Financial Distress

Kondisi kesulitan keuangan ketika perusahaan mengalami tekanan dalam memenuhi kewajiban.

Financial Leverage

Penggunaan utang untuk memperbesar potensi pengembalian kepada pemegang saham.

Interest Coverage Ratio

Rasio kemampuan perusahaan membayar bunga, biasanya dihitung dari EBIT dibagi beban bunga.

Leasing

Skema pembiayaan yang memungkinkan perusahaan menggunakan aset melalui pembayaran periodik.

Market Timing Theory

Teori yang menyatakan bahwa perusahaan memilih waktu penerbitan saham atau utang berdasarkan kondisi pasar yang menguntungkan.

Pecking Order Theory

Teori yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, kemudian utang, dan terakhir ekuitas.

Private Equity

Investasi ekuitas dari investor privat kepada perusahaan yang tidak selalu diperdagangkan di pasar publik.

Saham Preferen

Saham yang memiliki prioritas tertentu atas dividen atau klaim aset dibanding saham biasa.

Signaling Theory

Teori yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan dapat memberi sinyal tentang prospek perusahaan kepada pasar.

Struktur Modal

Kombinasi pendanaan jangka panjang perusahaan, terutama utang dan ekuitas.

Sukuk

Instrumen pembiayaan syariah yang mewakili kepemilikan manfaat atas aset atau proyek.

Tax Shield

Manfaat pajak yang timbul karena bunga utang dapat mengurangi penghasilan kena pajak.

Trade-Off Theory

Teori yang menyatakan bahwa struktur modal optimal dicapai dengan menyeimbangkan manfaat pajak utang dan biaya financial distress.

Utang Subordinasi

Utang yang memiliki prioritas pembayaran lebih rendah dibanding utang senior.

WACC

Weighted Average Cost of Capital, yaitu rata-rata tertimbang biaya modal dari utang dan ekuitas.

Daftar Pustaka

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>

Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857–878. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x>

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial management: Theory & practice* (16th ed.). Cengage Learning. DOI tidak tersedia.

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>

Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19–40. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x>

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)

Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. DOI tidak tersedia.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>

Leland, H. E. (1994). Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 49(4), 1213–1252.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb02452.x>

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.

DOI tidak tersedia.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://doi.org/10.2307/1809766>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.

<https://doi.org/10.2307/1809167>

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

[405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

[405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2022). *Corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Pearson Education. DOI tidak tersedia.

BAB 8. MANAJEMEN MODAL KERJA

Financial Management

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

1 PENGERTIAN



Manajemen modal kerja adalah pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar untuk menjaga likuiditas, efisiensi operasi, profitabilitas, dan kesinambungan usaha.

2 TUJUAN UTAMA



- ✓ Menjaga likuiditas
- ✓ Mendukung kelancaran operasi
- ✓ Mengoptimalkan profitabilitas
- ✓ Mengurangi risiko keuangan jangka pendek

3 KOMPONEN MODAL KERJA



Kas



Piutang Usaha



Persediaan



Utang Usaha



Kewajiban Lancar Lainnya

Modal Kerja Bersih = Aset Lancar – Kewajiban Lancar

4 SIKLUS KONVERSI KAS (CASH CONVERSION CYCLE)



$$CCC = DIO + DSO - DPO$$

DIO : rata-rata hari persediaan tersimpan

DSO : rata-rata hari penagihan piutang

DPO : rata-rata hari pembayaran kepada pemasok



Semakin pendek CCC, semakin cepat dana kembali menjadi kas.

5 STRATEGI PENGELOLAAN



KAS

proyeksi arus kas, saldo minimum, pengendalian pembayaran



PIUTANG

seleksi kredit, termin, diskon tunai, penagihan aktif



PERSEDIAAN

EOQ, safety stock, reorder point, pengendalian stok



UTANG USAHA

manfaatkan tempo, jaga reputasi, evaluasi diskon pembelian

6 KEBIJAKAN MODAL KERJA

KONSERVATIF



likuiditas tinggi, risiko rendah, profitabilitas lebih rendah



seimbang antara risiko dan return



efisiensi tinggi, profitabilitas potensial tinggi, risiko likuiditas lebih tinggi

7 RASIO PENTING



$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$



$$\text{Quick Ratio} = \frac{(\text{Aset Lancar} - \text{Persediaan})}{\text{Kewajiban Lancar}}$$



$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Kas}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

8 RISIKO JIKA TIDAK DIKELOLA



Kekurangan kas



Piutang macet



Persediaan berlebih atau usang



Gangguan produksi / kehilangan penjualan



Hubungan pemasok memburuk



9 PESAN KUNCI

Modal kerja yang optimal bukan yang paling besar atau paling kecil, melainkan yang paling seimbang untuk mendukung operasi, pertumbuhan, dan nilai perusahaan.



Bab 8 menekankan keseimbangan antara likuiditas, profitabilitas, efisiensi, dan ketahanan bisnis.

Bab 8. Manajemen Modal Kerja

Rujukan utama yang menopang bab ini menunjukkan bahwa manajemen modal kerja berkaitan langsung dengan profitabilitas, nilai perusahaan, dan ketahanan likuiditas. Deloof menemukan bahwa profitabilitas perusahaan dapat meningkat ketika hari piutang dan persediaan dikelola lebih efisien; Aktas, Croci, & Petmezas menunjukkan adanya tingkat modal kerja yang optimal; Baños-Caballero dkk. menekankan hubungan nonlinier antara modal kerja dan kinerja; sedangkan Enqvist, Graham, & Nikkinen menunjukkan bahwa hubungan modal kerja–profitabilitas menjadi lebih penting pada fase perlambatan ekonomi. ([IDEAS/RePEc](#))

Abstrak

Manajemen modal kerja merupakan salah satu fungsi paling vital dalam *financial management* karena berkaitan langsung dengan kemampuan perusahaan menjalankan operasi harian, menjaga likuiditas, menghasilkan laba, dan menciptakan nilai. Jika keputusan struktur modal dan *capital budgeting* lebih banyak berbicara mengenai pendanaan dan investasi jangka panjang, maka manajemen modal kerja berfokus pada pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar yang mengalir setiap hari dalam aktivitas bisnis. Kas, piutang, persediaan, utang usaha, dan kewajiban jangka pendek merupakan elemen-elemen utama yang menentukan apakah perusahaan mampu membayar kewajiban tepat waktu, memenuhi permintaan pelanggan, menjaga hubungan dengan pemasok, serta mempertahankan kelancaran produksi dan penjualan.

Bab ini membahas secara komprehensif konsep, prinsip, strategi, dan praktik manajemen modal kerja. Pembahasan dimulai dari pengertian modal kerja, perbedaan modal kerja bruto dan modal kerja bersih,

pentingnya modal kerja bagi kelangsungan usaha, serta hubungan antara likuiditas dan profitabilitas. Selanjutnya, bab ini menguraikan komponen utama modal kerja, yaitu kas, piutang usaha, persediaan, utang usaha, dan pembiayaan jangka pendek. Salah satu alat analisis utama yang dibahas adalah *cash conversion cycle* atau siklus konversi kas, yaitu ukuran waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi kas kembali setelah memperhitungkan periode pembayaran kepada pemasok.

Dalam praktik manajerial, pengelolaan modal kerja selalu mengandung dilema. Terlalu banyak modal kerja dapat menurunkan efisiensi karena dana tertahan dalam kas berlebih, piutang lambat tertagih, atau persediaan menumpuk. Namun, modal kerja yang terlalu rendah dapat meningkatkan risiko kekurangan kas, kehilangan penjualan, gangguan produksi, hubungan buruk dengan pemasok, dan krisis likuiditas. Karena itu, tujuan utama manajemen modal kerja bukan sekadar meminimalkan aset lancar, melainkan menemukan tingkat modal kerja yang optimal: cukup untuk mendukung operasi dan pertumbuhan, tetapi tidak berlebihan sehingga merusak profitabilitas.

Bab ini juga membahas strategi konservatif, moderat, dan agresif dalam pendanaan modal kerja; teknik pengelolaan kas; kebijakan kredit dan penagihan piutang; pengendalian persediaan; pengelolaan utang usaha; peran teknologi digital, ERP, dashboard kas, AI analytics, dan *supply chain finance* dalam manajemen modal kerja modern. Dalam konteks Indonesia, bab ini menekankan pentingnya modal kerja bagi UMKM, perusahaan manufaktur, ritel, jasa, rumah sakit, perguruan tinggi, dan organisasi nirlaba. Pada akhirnya, manajemen modal kerja adalah seni menjaga keseimbangan antara likuiditas, profitabilitas, risiko, dan keberlanjutan organisasi.

Kata Kunci: modal kerja, manajemen modal kerja, kas, piutang, persediaan, utang usaha, cash conversion cycle, likuiditas, profitabilitas, working capital management, operating cycle, current assets, current liabilities.

1. Pendahuluan

Dalam kehidupan perusahaan, keuntungan tidak selalu menjamin kelangsungan hidup. Banyak organisasi mencatat laba di laporan keuangan, tetapi tetap mengalami kesulitan membayar gaji, pemasok, pajak, cicilan pinjaman, atau biaya operasional lain. Sebaliknya, perusahaan yang belum mencatat laba besar dapat tetap bertahan jika mampu menjaga arus kas, mengendalikan piutang, mempercepat perputaran persediaan, dan menegosiasikan pembayaran kepada pemasok secara sehat. Fenomena ini menunjukkan bahwa manajemen keuangan tidak hanya berkaitan dengan laba jangka panjang, struktur modal, atau investasi besar, tetapi juga dengan arus kas harian yang menopang kehidupan organisasi.

Manajemen modal kerja adalah pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar agar perusahaan mampu menjalankan operasi sehari-hari secara efisien dan aman. Aset lancar meliputi kas, setara kas, piutang usaha, persediaan, dan aset lancar lainnya. Kewajiban lancar meliputi utang usaha, utang jangka pendek, beban yang masih harus dibayar, pajak terutang, dan kewajiban lain yang harus dilunasi dalam waktu dekat. Perbedaan antara aset lancar dan kewajiban lancar disebut modal kerja bersih. Jika aset lancar lebih besar daripada kewajiban lancar, perusahaan memiliki modal kerja bersih positif. Namun, angka positif saja belum tentu cukup. Kualitas aset lancar juga penting. Piutang yang sulit tertagih dan persediaan usang tidak sama nilainya dengan kas.

Modal kerja dapat diibaratkan sebagai darah dalam tubuh organisasi. Aset tetap seperti pabrik, mesin, gedung, teknologi, dan kendaraan memang

penting sebagai tulang dan otot organisasi, tetapi tanpa aliran kas dan modal kerja yang sehat, aset tersebut tidak dapat bekerja secara optimal. Perusahaan membutuhkan kas untuk membeli bahan baku, membayar upah, membiayai produksi, mengirim barang, memberi kredit kepada pelanggan, dan membayar kewajiban. Jika modal kerja terganggu, operasi terganggu. Jika operasi terganggu, penjualan menurun. Jika penjualan menurun, arus kas semakin melemah. Pada titik tertentu, masalah modal kerja dapat berubah menjadi krisis keuangan.

Manajemen modal kerja menjadi semakin penting dalam era bisnis yang cepat berubah. Ketidakpastian permintaan, inflasi, fluktuasi nilai tukar, gangguan rantai pasok, perubahan suku bunga, transformasi digital, dan persaingan platform membuat siklus kas perusahaan semakin kompleks. Perusahaan tidak cukup hanya mengejar penjualan. Penjualan kredit yang tidak tertagih dapat merusak kas. Persediaan besar dapat menjadi beban jika permintaan berubah. Diskon besar dapat meningkatkan volume, tetapi menurunkan margin. Penundaan pembayaran kepada pemasok dapat memperbaiki kas jangka pendek, tetapi merusak reputasi dan rantai pasok.

Bab ini bertujuan menjelaskan manajemen modal kerja sebagai bagian integral dari *financial management*. Pembahasan diarahkan tidak hanya pada rumus dan rasio, tetapi juga pada logika manajerial, risiko, strategi, dan contoh praktis. Dengan memahami bab ini, pembaca diharapkan mampu melihat bahwa modal kerja bukan sekadar urusan kasir atau bagian akuntansi, melainkan keputusan strategis yang menentukan kelincahan, ketahanan, dan nilai perusahaan.

2. Pengertian Modal Kerja

Modal kerja adalah dana yang digunakan untuk membiayai aktivitas operasional jangka pendek perusahaan. Dalam arti luas, modal kerja mencakup seluruh aset lancar yang digunakan dalam operasi harian,

seperti kas, piutang, dan persediaan. Dalam arti bersih, modal kerja adalah selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar.

Secara sederhana:

Modal Kerja Bersih = Aset Lancar – Kewajiban Lancar

Jika perusahaan memiliki aset lancar Rp5 miliar dan kewajiban lancar Rp3 miliar, maka modal kerja bersihnya Rp2 miliar. Angka ini menunjukkan bantalan likuiditas jangka pendek. Namun, interpretasinya tidak boleh berhenti pada angka total. Jika sebagian besar aset lancar berupa persediaan lambat bergerak atau piutang macet, perusahaan tetap dapat mengalami kesulitan kas.

Modal kerja dapat dibedakan menjadi modal kerja bruto dan modal kerja bersih. Modal kerja bruto adalah total aset lancar. Fokusnya adalah bagaimana perusahaan mengelola kas, piutang, persediaan, dan aset lancar lain. Modal kerja bersih adalah selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar. Fokusnya adalah keseimbangan likuiditas jangka pendek.

Dalam praktik keuangan, kedua konsep ini sama-sama penting. Modal kerja bruto membantu manajemen memahami penggunaan dana dalam operasi. Modal kerja bersih membantu menilai kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek. Perusahaan dengan pertumbuhan cepat biasanya membutuhkan modal kerja bruto yang meningkat karena penjualan bertambah, piutang meningkat, dan persediaan perlu ditambah. Namun, jika pertumbuhan tersebut tidak diimbangi dengan pembiayaan yang sehat, modal kerja bersih dapat tertekan.

Modal kerja juga dapat dipahami dari perspektif siklus operasi. Perusahaan membeli bahan baku, mengubahnya menjadi produk, menjual produk kepada pelanggan, dan menerima kas. Dalam penjualan kredit, kas tidak diterima langsung, melainkan berubah menjadi piutang terlebih dahulu. Sementara itu, perusahaan mungkin mendapat tempo pembayaran dari pemasok. Manajemen modal kerja mengatur waktu dan jumlah dari seluruh proses ini agar operasi berjalan lancar dan kas tetap terkendali.

3. Mengapa Manajemen Modal Kerja Penting?

Manajemen modal kerja penting karena berhubungan langsung dengan likuiditas. Likuiditas adalah kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek tepat waktu. Perusahaan yang tidak likuid dapat mengalami masalah serius meskipun aset totalnya besar. Ketika kas tidak cukup, perusahaan dapat terlambat membayar pemasok, gaji, pajak, atau bunga pinjaman. Keterlambatan ini dapat menurunkan kepercayaan dan meningkatkan biaya pendanaan.

Manajemen modal kerja juga penting bagi profitabilitas. Modal kerja yang terlalu besar mengikat dana dalam aset yang hasilnya rendah. Kas berlebih yang menganggur tidak menghasilkan return tinggi. Piutang yang terlalu besar meningkatkan risiko gagal bayar dan biaya penagihan. Persediaan berlebih menimbulkan biaya penyimpanan, risiko kerusakan, dan risiko usang. Dengan demikian, modal kerja berlebihan dapat menurunkan profitabilitas.

Sebaliknya, modal kerja yang terlalu kecil juga berbahaya. Kas yang terlalu rendah dapat membuat perusahaan tidak mampu menangkap peluang diskon pembelian atau memenuhi kebutuhan mendadak. Persediaan yang terlalu sedikit dapat menyebabkan *stockout*, kehilangan penjualan, dan kekecewaan pelanggan. Piutang yang terlalu ketat dapat menghambat penjualan jika pelanggan membutuhkan kredit. Menunda pembayaran pemasok terlalu lama dapat merusak hubungan bisnis. Oleh karena itu, manajemen modal kerja selalu berada di antara dua tujuan: menjaga likuiditas dan meningkatkan profitabilitas.

Manajemen modal kerja juga penting untuk pertumbuhan. Perusahaan yang penjualannya meningkat biasanya membutuhkan lebih banyak modal kerja. Jika penjualan dilakukan secara kredit, piutang meningkat. Jika produksi meningkat, persediaan bahan baku dan barang jadi meningkat.

Jika siklus kas panjang, kebutuhan pembiayaan meningkat. Banyak perusahaan bertumbuh cepat tetapi gagal karena kekurangan modal kerja. Kondisi ini sering disebut *overtrading*, yaitu pertumbuhan penjualan yang melampaui kapasitas pendanaan jangka pendek.

Dalam perspektif strategis, modal kerja juga memengaruhi daya saing. Perusahaan yang mampu mengelola persediaan secara efisien dapat menurunkan biaya dan merespons permintaan lebih cepat. Perusahaan yang memiliki sistem penagihan baik dapat menjaga arus kas. Perusahaan yang memiliki hubungan sehat dengan pemasok dapat memperoleh tempo pembayaran lebih baik. Perusahaan dengan modal kerja kuat dapat bertahan pada masa krisis ketika pesaing kekurangan kas.

4. Modal Kerja dan Hubungan Likuiditas–Profitabilitas

Salah satu dilema utama dalam manajemen modal kerja adalah hubungan antara likuiditas dan profitabilitas. Likuiditas menuntut perusahaan menyediakan aset lancar yang cukup. Profitabilitas menuntut perusahaan menggunakan aset secara efisien dan tidak membiarkan dana menganggur. Semakin besar aset lancar, semakin aman likuiditas, tetapi semakin besar pula biaya kesempatan. Semakin kecil aset lancar, semakin efisien secara modal, tetapi semakin tinggi risiko kekurangan kas.

Contoh sederhana dapat menjelaskan dilema ini. Perusahaan ritel yang menyimpan persediaan besar dapat memenuhi permintaan pelanggan dengan cepat. Risiko kehabisan barang rendah. Namun, persediaan besar membutuhkan gudang, asuransi, tenaga kerja, dan modal. Jika tren pasar berubah, persediaan dapat menjadi usang. Sebaliknya, jika perusahaan menyimpan persediaan terlalu rendah, biaya penyimpanan turun, tetapi pelanggan dapat pergi karena barang tidak tersedia.

Piutang juga mengandung dilema. Kredit penjualan dapat meningkatkan penjualan karena pelanggan diberi waktu membayar. Namun, kredit juga

menahan kas dan menimbulkan risiko piutang tidak tertagih. Jika perusahaan terlalu longgar memberi kredit, penjualan naik tetapi kas melemah. Jika terlalu ketat, kas lebih aman tetapi pelanggan dapat beralih ke pesaing.

Dengan demikian, tujuan manajemen modal kerja bukan memaksimalkan likuiditas atau memaksimalkan profitabilitas secara terpisah, melainkan mencari keseimbangan optimal. Modal kerja optimal adalah tingkat modal kerja yang memaksimalkan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan manfaat dan biaya. Manfaat modal kerja antara lain kelancaran operasi, peningkatan penjualan, hubungan pelanggan, dan ketahanan kas. Biayanya meliputi biaya kesempatan, biaya pembiayaan, biaya penyimpanan, risiko piutang, dan risiko usang.

Penelitian empiris modern banyak menunjukkan bahwa hubungan modal kerja dan kinerja tidak selalu linear. Pada tingkat tertentu, peningkatan modal kerja dapat meningkatkan penjualan dan mengurangi risiko operasi. Namun, setelah melewati titik optimal, tambahan modal kerja justru menurunkan nilai karena dana terlalu banyak tertahan dalam aset lancar. Konsep ini sangat penting bagi manajer: efisiensi modal kerja bukan berarti menekan semua komponen serendah mungkin, melainkan mengelola pada tingkat yang tepat.

5. Komponen Utama Modal Kerja

Modal kerja terdiri atas beberapa komponen utama: kas, piutang usaha, persediaan, utang usaha, dan kewajiban jangka pendek lainnya. Masing-masing memiliki karakteristik, risiko, dan teknik pengelolaan berbeda.

Kas adalah aset paling likuid. Kas digunakan untuk membayar kewajiban, membeli bahan, membayar gaji, dan menghadapi kebutuhan mendadak. Kas terlalu sedikit menimbulkan risiko likuiditas. Kas terlalu banyak menurunkan efisiensi karena return kas biasanya rendah.

Piutang usaha muncul ketika perusahaan menjual barang atau jasa secara kredit. Piutang dapat meningkatkan penjualan, tetapi menunda penerimaan kas. Piutang harus dikelola melalui kebijakan kredit, penilaian pelanggan, batas kredit, termin pembayaran, diskon tunai, dan penagihan.

Persediaan mencakup bahan baku, barang dalam proses, dan barang jadi. Persediaan dibutuhkan agar produksi dan penjualan berjalan lancar.

Namun, persediaan menimbulkan biaya penyimpanan, asuransi, kerusakan, pencurian, dan risiko usang. Pengelolaan persediaan harus menyeimbangkan ketersediaan barang dan efisiensi modal.

Utang usaha adalah kewajiban kepada pemasok. Utang usaha dapat menjadi sumber pembiayaan spontan karena perusahaan dapat menggunakan barang atau bahan sebelum membayar. Namun, pembayaran yang terlalu lambat dapat merusak hubungan dengan pemasok dan menghilangkan diskon pembelian.

Kewajiban jangka pendek lain meliputi pinjaman modal kerja, beban yang masih harus dibayar, pajak terutang, dan bagian utang jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun. Kewajiban ini harus dipantau agar perusahaan tidak menghadapi tekanan pembayaran mendadak.

6. Siklus Operasi dan Siklus Konversi Kas

Siklus operasi adalah waktu yang diperlukan perusahaan sejak membeli persediaan sampai menerima kas dari penjualan. Siklus ini mencakup periode persediaan dan periode piutang. Jika perusahaan membeli bahan baku, memproduksi barang, menjual secara kredit, dan menunggu pembayaran, maka kas tertahan sepanjang proses tersebut.

Siklus konversi kas atau *cash conversion cycle* (CCC) mengukur berapa lama kas perusahaan terikat dalam operasi setelah memperhitungkan tempo pembayaran kepada pemasok. Rumus umumnya adalah:

CCC = Days Inventory Outstanding + Days Sales Outstanding – Days Payable Outstanding

Atau:

CCC = DIO + DSO – DPO

Keterangan:

- **DIO** (*Days Inventory Outstanding*) adalah rata-rata hari persediaan tersimpan sebelum dijual.
- **DSO** (*Days Sales Outstanding*) adalah rata-rata hari piutang tertagih.
- **DPO** (*Days Payable Outstanding*) adalah rata-rata hari perusahaan membayar pemasok.

Semakin panjang CCC, semakin lama kas terikat dalam operasi. Semakin pendek CCC, semakin cepat perusahaan mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi kas. CCC yang terlalu panjang dapat menunjukkan persediaan lambat bergerak, piutang lambat tertagih, atau tempo pemasok terlalu pendek. Namun, CCC yang sangat pendek juga tidak selalu baik jika terjadi karena persediaan terlalu rendah atau pembayaran pemasok terlalu ditunda hingga merusak hubungan.

Contoh: perusahaan memiliki DIO 50 hari, DSO 40 hari, dan DPO 30 hari. Maka CCC:

$$CCC = 50 + 40 - 30 = 60 \text{ hari}$$

Artinya, perusahaan membutuhkan sekitar 60 hari untuk mengubah kas yang digunakan dalam operasi menjadi kas kembali. Jika perusahaan mampu menurunkan DIO menjadi 40 hari dan DSO menjadi 35 hari tanpa merusak penjualan, sementara DPO tetap 30 hari, maka CCC menjadi 45 hari. Perbaikan 15 hari ini dapat membebaskan kas yang signifikan.

CCC sangat berguna sebagai indikator efisiensi modal kerja. Namun, interpretasinya harus mempertimbangkan industri. Perusahaan ritel

makanan dapat memiliki persediaan cepat berputar, sedangkan perusahaan konstruksi memiliki siklus kas panjang. Perusahaan jasa digital mungkin memiliki persediaan kecil tetapi piutang besar. Oleh karena itu, CCC sebaiknya dibandingkan dengan tren historis dan benchmark industri.

7. Manajemen Kas

Manajemen kas adalah proses memastikan bahwa perusahaan memiliki kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban dan mendukung operasi, tetapi tidak menyimpan kas berlebihan yang menurunkan efisiensi. Kas memiliki tiga motif utama: transaksi, berjaga-jaga, dan spekulasi. Motif transaksi berkaitan dengan kebutuhan membayar kegiatan sehari-hari. Motif berjaga-jaga berkaitan dengan ketidakpastian. Motif spekulasi berkaitan dengan peluang yang mungkin muncul, seperti pembelian bahan saat harga turun atau akuisisi aset murah.

Manajemen kas dimulai dari perencanaan arus kas. Perusahaan harus menyusun proyeksi kas masuk dan kas keluar. Kas masuk berasal dari penjualan tunai, penagihan piutang, pinjaman, penerbitan saham, atau penjualan aset. Kas keluar meliputi pembayaran pemasok, gaji, pajak, bunga, cicilan utang, pembelian aset, dan biaya operasional. Dengan proyeksi kas, manajemen dapat mengantisipasi surplus atau defisit.

Jika terjadi surplus kas, perusahaan dapat menempatkan dana pada instrumen jangka pendek yang aman dan likuid. Jika terjadi defisit kas, perusahaan dapat mempercepat penagihan, menunda pengeluaran nonprioritas, menggunakan fasilitas kredit, atau menegosiasikan pembayaran. Tujuannya adalah menjaga likuiditas tanpa menimbulkan biaya modal yang tidak perlu.

Dalam praktik modern, manajemen kas didukung oleh teknologi. Dashboard kas dapat menunjukkan saldo rekening, piutang jatuh tempo, tagihan pemasok, dan kebutuhan kas mendatang. Sistem ERP dapat

menghubungkan data penjualan, pembelian, persediaan, dan kas. AI analytics dapat membantu memprediksi arus kas berdasarkan pola historis dan variabel eksternal. Namun, teknologi hanya efektif jika data akurat dan disiplin transaksi dijaga.

Manajemen kas juga harus memperhatikan pengendalian internal. Kas rentan terhadap penyalahgunaan. Perusahaan perlu memisahkan fungsi penerimaan, pencatatan, penyimpanan, dan otorisasi pembayaran. Rekonsiliasi bank harus dilakukan berkala. Pembayaran besar harus memiliki otorisasi berlapis. Dalam era digital, keamanan akses rekening dan sistem pembayaran juga menjadi bagian penting dari manajemen kas.

8. Manajemen Piutang Usaha

Piutang usaha muncul karena perusahaan memberi kredit kepada pelanggan. Kredit penjualan dapat meningkatkan daya tarik produk, memperluas pasar, dan membantu pelanggan mengelola kas. Namun, piutang juga berarti perusahaan menunda penerimaan kas dan menanggung risiko gagal bayar.

Manajemen piutang dimulai dari kebijakan kredit. Kebijakan ini mencakup siapa yang boleh menerima kredit, berapa batas kredit, berapa lama tempo pembayaran, apakah ada diskon tunai, dan bagaimana prosedur penagihan. Kebijakan kredit yang baik harus menyeimbangkan pertumbuhan penjualan dan risiko kas.

Sebelum memberi kredit, perusahaan perlu menilai kelayakan pelanggan. Analisis dapat mencakup karakter, kapasitas membayar, modal, jaminan, dan kondisi bisnis pelanggan. Dalam praktik, prinsip ini dikenal sebagai 5C: character, capacity, capital, collateral, dan conditions. Untuk pelanggan besar, perusahaan dapat meminta laporan keuangan, riwayat pembayaran, referensi bank, atau jaminan. Untuk pelanggan kecil, perusahaan dapat menggunakan riwayat transaksi dan skor kredit internal.

Perusahaan juga perlu menetapkan termin kredit. Misalnya, termin 2/10 net 30 berarti pelanggan mendapat diskon 2% jika membayar dalam 10 hari, atau membayar penuh dalam 30 hari. Diskon tunai dapat mempercepat kas, tetapi mengurangi margin. Manajer harus membandingkan manfaat kas cepat dengan biaya diskon.

Penagihan piutang harus dilakukan secara sistematis. Perusahaan perlu membuat daftar umur piutang atau *aging schedule*. Piutang dikelompokkan berdasarkan umur: belum jatuh tempo, 1–30 hari lewat jatuh tempo, 31–60 hari, 61–90 hari, dan lebih dari 90 hari. Semakin tua piutang, semakin tinggi risiko tidak tertagih. Dengan *aging schedule*, manajemen dapat memprioritaskan penagihan.

Manajemen piutang juga harus memperhatikan hubungan pelanggan. Penagihan terlalu keras dapat merusak hubungan, tetapi penagihan terlalu lunak dapat melemahkan kas. Pendekatan yang baik adalah jelas sejak awal, konsisten, profesional, dan berbasis data. Pelanggan yang memiliki riwayat baik dapat diberi fleksibilitas, sedangkan pelanggan bermasalah harus dibatasi.

9. Manajemen Persediaan

Persediaan merupakan salah satu komponen modal kerja paling penting, terutama pada perusahaan manufaktur, dagang, ritel, farmasi, rumah sakit, dan logistik. Persediaan memungkinkan perusahaan memenuhi permintaan pelanggan dan menjaga kelancaran produksi. Namun, persediaan juga mengikat dana dan menimbulkan biaya.

Biaya persediaan mencakup biaya pemesanan, biaya penyimpanan, biaya asuransi, biaya gudang, biaya kerusakan, biaya usang, biaya kehilangan, dan biaya kesempatan modal. Persediaan yang terlalu besar menurunkan efisiensi. Persediaan yang terlalu kecil dapat menyebabkan kehilangan penjualan atau terhentinya produksi.

Salah satu alat klasik dalam manajemen persediaan adalah *Economic Order Quantity* atau EOQ. EOQ membantu menentukan jumlah pemesanan optimal yang meminimalkan total biaya pemesanan dan penyimpanan.

Rumus dasarnya adalah:

$$\text{EOQ} = \sqrt{(2DS / H)}$$

Keterangan:

- **D** = kebutuhan tahunan
- **S** = biaya pemesanan per pesanan
- **H** = biaya penyimpanan per unit per tahun

EOQ berguna sebagai dasar, tetapi memiliki asumsi sederhana: permintaan stabil, biaya pemesanan tetap, biaya penyimpanan diketahui, dan waktu pengiriman pasti. Dalam dunia nyata, permintaan bisa fluktuatif, pemasok terlambat, dan harga berubah. Karena itu, EOQ perlu dilengkapi dengan *safety stock*, *reorder point*, dan sistem monitoring.

Reorder point menentukan kapan perusahaan harus memesan kembali.

Rumus sederhana:

$$\text{Reorder Point} = \text{Permintaan harian} \times \text{Lead time} + \text{Safety stock}$$

Safety stock adalah persediaan pengaman untuk menghadapi ketidakpastian permintaan atau keterlambatan pemasok. Semakin tinggi ketidakpastian, semakin besar safety stock yang diperlukan. Namun, safety stock juga mengikat modal. Manajemen harus menyeimbangkan risiko *stockout* dan biaya persediaan.

Dalam pendekatan modern, perusahaan menggunakan sistem Just-in-Time, vendor-managed inventory, barcode, RFID, ERP, dan analitik permintaan. JIT mengurangi persediaan dengan menyinkronkan pengiriman pemasok dengan kebutuhan produksi. Namun, JIT membutuhkan pemasok yang andal dan rantai pasok stabil. Gangguan

logistik dapat membuat JIT rentan. Pengalaman krisis global menunjukkan bahwa efisiensi ekstrem tanpa ketahanan dapat berbahaya.

10. Manajemen Utang Usaha

Utang usaha adalah kewajiban kepada pemasok atas pembelian barang atau jasa secara kredit. Utang usaha merupakan sumber pembiayaan spontan karena muncul secara alami dari transaksi operasional. Jika pemasok memberi tempo pembayaran 30 hari, perusahaan dapat menggunakan bahan atau barang sebelum membayar. Ini membantu kas.

Manajemen utang usaha bertujuan memanfaatkan kredit pemasok secara sehat tanpa merusak hubungan bisnis. Perusahaan perlu menilai termin pembayaran, diskon pembelian, biaya keterlambatan, dan reputasi. Menunda pembayaran dapat memperbaiki kas sementara, tetapi jika dilakukan berlebihan dapat menyebabkan pemasok menghentikan pasokan, menaikkan harga, atau meminta pembayaran tunai.

Diskon tunai harus dianalisis. Misalnya, pemasok menawarkan 2/10 net 30. Jika perusahaan tidak mengambil diskon, perusahaan pada dasarnya membayar biaya implisit untuk menggunakan dana selama 20 hari tambahan. Biaya tahunan efektif dari menolak diskon ini dapat sangat tinggi. Karena itu, jika perusahaan memiliki kas atau pinjaman murah, mengambil diskon mungkin lebih menguntungkan.

Utang usaha juga berhubungan dengan reputasi. Pemasok cenderung memberi tempo lebih baik kepada pelanggan yang membayar tepat waktu. Dalam rantai pasok, reputasi pembayaran dapat menjadi aset. Perusahaan besar sering memiliki daya tawar lebih kuat untuk mendapatkan tempo panjang. Namun, etika harus diperhatikan. Menekan pemasok kecil dengan pembayaran terlalu lama dapat merusak ekosistem bisnis.

Dalam era digital, supply chain finance memungkinkan pemasok menerima pembayaran lebih cepat dari lembaga keuangan, sementara pembeli tetap

membayar sesuai tempo. Skema ini dapat membantu pemasok kecil dan menjaga rantai pasok, tetapi harus dikelola transparan agar tidak hanya menjadi cara memperpanjang kewajiban pembeli.

11. Pembiayaan Modal Kerja

Kebutuhan modal kerja dapat dibiayai dari berbagai sumber, baik internal maupun eksternal. Sumber internal meliputi kas operasi, laba ditahan, perbaikan siklus kas, dan efisiensi persediaan. Sumber eksternal meliputi kredit modal kerja, overdraft, factoring, invoice financing, trade credit, short-term loan, commercial paper, dan supply chain finance.

Kredit modal kerja dari bank merupakan sumber umum. Bank biasanya menilai laporan keuangan, arus kas, jaminan, histori usaha, dan kemampuan bayar. Kredit modal kerja dapat bersifat revolving, sehingga perusahaan dapat menarik dan membayar sesuai kebutuhan. Kelebihannya fleksibel. Kelemahannya adalah bunga, jaminan, dan covenant.

Factoring adalah penjualan piutang kepada lembaga pembiayaan. Perusahaan menerima kas lebih cepat, sedangkan faktor menagih piutang dari pelanggan. Factoring berguna untuk mempercepat kas, terutama bagi perusahaan yang memiliki piutang kepada pelanggan berkualitas. Namun, biaya factoring harus dibandingkan dengan manfaat kas cepat.

Invoice financing menggunakan faktur sebagai dasar pembiayaan. Perusahaan tetap memiliki piutang, tetapi memperoleh pinjaman berdasarkan nilai faktur. Skema ini berkembang melalui fintech. Manfaatnya adalah akses dana cepat, tetapi biaya dan risiko harus dianalisis.

Commercial paper digunakan oleh perusahaan besar yang memiliki reputasi kredit baik. Instrumen ini berupa surat utang jangka pendek tanpa jaminan. Biayanya dapat lebih rendah daripada pinjaman bank, tetapi hanya tersedia bagi perusahaan dengan akses pasar uang.

Pemilihan sumber pembiayaan modal kerja harus mempertimbangkan biaya, fleksibilitas, jangka waktu, risiko, dan kesesuaian dengan siklus operasi. Kebutuhan modal kerja musiman dapat dibiayai dengan kredit jangka pendek. Kebutuhan modal kerja permanen sebaiknya didukung oleh dana jangka panjang atau modal sendiri agar tidak menimbulkan risiko refinancing.

12. Kebijakan Modal Kerja: Konservatif, Moderat, dan Agresif

Kebijakan modal kerja mencerminkan seberapa besar aset lancar yang dipertahankan dan bagaimana aset tersebut dibiayai. Terdapat tiga pendekatan umum: konservatif, moderat, dan agresif.

Kebijakan konservatif mempertahankan aset lancar relatif besar dan menggunakan pendanaan jangka panjang untuk sebagian besar kebutuhan modal kerja. Pendekatan ini aman karena risiko likuiditas rendah. Perusahaan memiliki kas dan persediaan cukup, serta tidak terlalu bergantung pada pinjaman jangka pendek. Namun, biaya modal lebih tinggi dan profitabilitas dapat lebih rendah karena dana lebih banyak tertahan.

Kebijakan agresif mempertahankan aset lancar rendah dan menggunakan pendanaan jangka pendek secara besar. Pendekatan ini dapat meningkatkan profitabilitas karena aset lancar ditekan dan biaya jangka pendek sering lebih rendah. Namun, risiko likuiditas tinggi. Jika penjualan melambat, piutang terlambat tertagih, atau bank tidak memperpanjang kredit, perusahaan dapat mengalami krisis kas.

Kebijakan moderat berada di tengah. Aset lancar dijaga cukup untuk operasi normal, sementara pendanaan disesuaikan dengan umur aset. Kebutuhan modal kerja permanen dibiayai sumber jangka panjang, sedangkan kebutuhan musiman dibiayai sumber jangka pendek.

Tidak ada kebijakan yang selalu terbaik. Perusahaan dengan arus kas stabil dan akses kredit kuat dapat menggunakan pendekatan lebih agresif. Perusahaan dengan permintaan tidak pasti atau pemasok kritis sebaiknya lebih konservatif. UMKM biasanya perlu hati-hati karena akses pembiayaan terbatas dan shock kecil dapat berdampak besar.

13. Rasio-Rasio Modal Kerja

Analisis modal kerja menggunakan beberapa rasio penting.

Current ratio mengukur aset lancar dibanding kewajiban lancar:

Current Ratio = Aset Lancar / Kewajiban Lancar

Rasio di atas 1 menunjukkan aset lancar lebih besar dari kewajiban lancar. Namun, rasio terlalu tinggi dapat menunjukkan aset lancar tidak produktif.

Quick ratio mengukur likuiditas lebih ketat dengan mengeluarkan persediaan:

Quick Ratio = (Aset Lancar – Persediaan) / Kewajiban Lancar

Rasio ini berguna ketika persediaan sulit dijual cepat.

Cash ratio mengukur kas dan setara kas terhadap kewajiban lancar:

Cash Ratio = Kas dan Setara Kas / Kewajiban Lancar

Ini rasio paling konservatif.

Days Sales Outstanding mengukur rata-rata hari piutang tertagih:

DSO = Piutang / Penjualan Kredit Harian

Days Inventory Outstanding mengukur rata-rata hari persediaan tersimpan:

DIO = Persediaan / Harga Pokok Penjualan Harian

Days Payable Outstanding mengukur rata-rata hari pembayaran kepada pemasok:

DPO = Utang Usaha / Pembelian Harian

Cash Conversion Cycle menggabungkan DIO, DSO, dan DPO:

CCC = DIO + DSO – DPO

Rasio-rasio ini harus dianalisis bersama. Current ratio tinggi dapat terlihat baik, tetapi jika DSO dan DIO meningkat tajam, perusahaan mungkin menghadapi piutang lambat dan persediaan menumpuk. CCC yang membaik dapat menunjukkan efisiensi, tetapi jika membaik karena pembayaran pemasok terlalu ditunda, risiko hubungan pemasok meningkat.

14. Modal Kerja dan Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan biasanya meningkatkan kebutuhan modal kerja. Jika penjualan bertambah, perusahaan perlu lebih banyak persediaan, lebih banyak piutang, dan lebih banyak kas operasional. Pertumbuhan yang tidak didukung modal kerja dapat membahayakan perusahaan.

Misalnya, perusahaan memperoleh kontrak besar dengan pelanggan korporat. Penjualan naik, tetapi pelanggan membayar 60 hari setelah barang diterima. Perusahaan harus membeli bahan, membayar tenaga kerja, dan mengirim barang sebelum menerima kas. Jika perusahaan tidak memiliki modal kerja cukup, kontrak besar justru menimbulkan tekanan kas. Ini sering terjadi pada UMKM yang menerima pesanan besar tanpa memperhitungkan siklus kas.

Pertumbuhan sehat memerlukan perencanaan modal kerja. Manajemen harus menghitung tambahan piutang, persediaan, dan pembiayaan yang dibutuhkan untuk setiap peningkatan penjualan. Rasio seperti *working capital to sales* dapat membantu. Jika setiap tambahan Rp1 miliar

penjualan membutuhkan Rp200 juta tambahan modal kerja, maka target pertumbuhan Rp10 miliar membutuhkan tambahan modal kerja Rp2 miliar. Pertanyaan berikutnya: dari mana dana itu diperoleh?

Pertumbuhan juga harus memperhatikan kualitas penjualan. Penjualan tunai lebih baik bagi kas daripada penjualan kredit panjang. Penjualan kepada pelanggan berkualitas tinggi lebih aman daripada penjualan kepada pelanggan berisiko. Penjualan dengan margin tinggi dapat membiayai modal kerja lebih baik daripada penjualan diskon besar.

15. Modal Kerja dan Risiko Likuiditas

Risiko likuiditas adalah risiko perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban jangka pendek tepat waktu. Risiko ini dapat muncul karena kas rendah, piutang lambat tertagih, persediaan tidak dapat dijual, atau pinjaman jangka pendek tidak diperpanjang.

Risiko likuiditas sering berkembang secara bertahap. Awalnya, perusahaan menunda pembayaran pemasok beberapa hari. Lalu penundaan menjadi lebih lama. Pemasok mulai meminta pembayaran tunai. Bank mulai mempertanyakan laporan keuangan. Karyawan mendengar isu kas. Pelanggan khawatir pasokan terganggu. Pada titik tertentu, masalah kas berubah menjadi krisis kepercayaan.

Manajemen harus membangun sistem peringatan dini. Indikatornya dapat meliputi penurunan saldo kas minimum, kenaikan DSO, peningkatan piutang lewat jatuh tempo, persediaan lambat bergerak, peningkatan penggunaan overdraft, keterlambatan pembayaran pemasok, penurunan current ratio, dan meningkatnya CCC.

Mitigasi risiko likuiditas dapat dilakukan melalui beberapa cara. Pertama, menyusun proyeksi kas mingguan atau bulanan. Kedua, menjaga fasilitas kredit cadangan. Ketiga, mempercepat penagihan piutang. Keempat, mengurangi persediaan lambat. Kelima, menegosiasikan termin pemasok.

Keenam, menjual aset tidak produktif. Ketujuh, menunda pengeluaran nonprioritas. Kedelapan, memperbaiki margin dan harga.

Likuiditas bukan sekadar angka, tetapi kepercayaan. Perusahaan yang membayar tepat waktu memiliki reputasi baik. Reputasi ini membantu memperoleh tempo pemasok, fasilitas bank, dan dukungan mitra. Sebaliknya, reputasi buruk membuat modal kerja semakin mahal.

16. Modal Kerja dalam Perusahaan Manufaktur

Perusahaan manufaktur biasanya memiliki kebutuhan modal kerja besar karena harus membeli bahan baku, menyimpan barang dalam proses, memproduksi barang jadi, menjual kepada distributor atau pelanggan, dan menunggu pembayaran. Siklus kas manufaktur sering lebih panjang daripada perusahaan jasa.

Dalam manufaktur, persediaan terdiri atas bahan baku, barang dalam proses, dan barang jadi. Setiap tahap mengikat dana. Pengendalian produksi, perencanaan material, kualitas pemasok, dan akurasi permintaan sangat memengaruhi modal kerja. Jika perencanaan produksi buruk, persediaan bahan bisa berlebih atau kurang. Jika kualitas produksi rendah, barang cacat menumpuk. Jika permintaan berubah, barang jadi tidak terjual.

Piutang juga penting. Banyak manufaktur menjual kepada distributor atau pelanggan korporat dengan termin kredit. Penagihan yang lemah dapat membuat kas tertahan. Perusahaan harus mengelola batas kredit distributor, insentif pembayaran cepat, dan penagihan.

Utang usaha dari pemasok bahan baku dapat membantu pembiayaan, tetapi pemasok juga menilai reputasi pembayaran. Jika perusahaan sering terlambat, pemasok dapat menaikkan harga atau meminta pembayaran di muka. Ini memperburuk modal kerja.

Manufaktur modern menggunakan ERP, material requirements planning, demand forecasting, dan supplier integration untuk mengelola modal kerja. Namun, sistem hanya efektif jika disiplin data kuat.

17. Modal Kerja dalam Perusahaan Ritel

Perusahaan ritel sangat bergantung pada perputaran persediaan dan kas harian. Banyak ritel menerima kas langsung dari pelanggan, tetapi harus membayar pemasok sesuai tempo. Jika ritel mampu menjual barang sebelum membayar pemasok, CCC dapat menjadi sangat pendek atau bahkan negatif. Ini merupakan keunggulan besar.

Namun, ritel menghadapi risiko persediaan. Barang yang tidak laku mengikat modal, memakan ruang, dan akhirnya harus didiskon. Produk fashion, elektronik, makanan, dan produk musiman memiliki risiko usang tinggi. Oleh karena itu, manajemen kategori, analisis penjualan per SKU, dan peramalan permintaan sangat penting.

Ritel juga harus mengelola promosi. Diskon dapat mempercepat perputaran persediaan, tetapi menurunkan margin. Manajemen harus menghitung apakah diskon meningkatkan kas dan laba atau hanya memindahkan barang dengan kerugian.

Dalam ritel digital, modal kerja dipengaruhi oleh platform pembayaran, retur barang, biaya logistik, dan marketplace settlement. Penjualan online tidak selalu berarti kas langsung masuk. Ada periode settlement, biaya admin, retur, dan komplain. Karena itu, ritel digital tetap membutuhkan manajemen modal kerja yang cermat.

18. Modal Kerja dalam Perusahaan Jasa

Perusahaan jasa biasanya memiliki persediaan fisik lebih kecil, tetapi dapat memiliki piutang besar dan biaya tenaga kerja tinggi. Konsultan, rumah sakit, perguruan tinggi, perusahaan teknologi, dan jasa profesional sering menghadapi tantangan penagihan.

Dalam perusahaan jasa, waktu kerja karyawan sering menjadi “persediaan” yang tidak terlihat. Jika jasa sudah diberikan tetapi tagihan belum dibayar, perusahaan menanggung biaya tenaga kerja lebih dulu. Oleh karena itu, kontrak, termin pembayaran, uang muka, milestone billing, dan penagihan tepat waktu sangat penting.

Rumah sakit, misalnya, dapat memiliki piutang dari pasien, asuransi, perusahaan, atau lembaga pemerintah. Jika proses klaim lambat, kas rumah sakit dapat tertekan meskipun layanan meningkat. Perguruan tinggi menghadapi siklus penerimaan uang kuliah, beasiswa, dan biaya operasional semesteran. Perusahaan teknologi berbasis proyek menghadapi risiko pembayaran tertunda jika milestone tidak jelas.

Manajemen modal kerja dalam jasa harus fokus pada kontrak yang jelas, billing cepat, kualitas dokumentasi, dan pengendalian biaya tenaga kerja.

19. Modal Kerja dalam UMKM

Bagi UMKM, modal kerja sering menjadi persoalan paling kritis. Banyak UMKM tidak gagal karena produknya buruk, tetapi karena kas tidak terkelola. Pemilik sering mencampur uang pribadi dan uang usaha. Penjualan dicatat tidak rapi. Piutang diberikan kepada pelanggan tanpa batas. Persediaan dibeli berdasarkan perkiraan, bukan data. Akibatnya, usaha tampak ramai tetapi kas kosong.

UMKM perlu memulai manajemen modal kerja dari langkah sederhana. Pertama, pisahkan rekening pribadi dan usaha. Kedua, catat kas masuk dan kas keluar harian. Ketiga, buat daftar piutang dan tanggal jatuh tempo. Keempat, hitung persediaan secara berkala. Kelima, tentukan batas kredit

pelanggan. Keenam, buat proyeksi kas mingguan. Ketujuh, sisihkan dana untuk pajak, sewa, dan kewajiban tetap. Kedelapan, jangan mengambil semua kas sebagai konsumsi pribadi.

UMKM juga perlu memahami bahwa pertumbuhan penjualan membutuhkan modal kerja. Pesanan besar harus dihitung kebutuhan bahan, tenaga kerja, waktu produksi, dan tempo pembayaran. Jika pelanggan meminta pembayaran 60 hari, UMKM harus punya dana untuk bertahan selama periode tersebut. Jika tidak, pesanan besar bisa menjadi beban.

Digitalisasi dapat membantu UMKM. Aplikasi kasir, akuntansi sederhana, inventory digital, QR payment, invoice online, dan marketplace analytics dapat memperbaiki pencatatan. Dengan data yang lebih rapi, UMKM juga lebih mudah mengakses pembiayaan.

20. Digitalisasi Manajemen Modal Kerja

Digitalisasi mengubah cara perusahaan mengelola modal kerja. Sistem ERP mengintegrasikan pembelian, persediaan, produksi, penjualan, piutang, utang, dan kas. Dashboard keuangan menampilkan indikator secara real-time. AI analytics membantu memprediksi permintaan, risiko piutang, kebutuhan kas, dan persediaan optimal.

Dalam manajemen kas, teknologi memungkinkan monitoring saldo rekening, pembayaran otomatis, dan proyeksi kas berbasis data transaksi. Dalam piutang, sistem dapat mengirim invoice otomatis, pengingat jatuh tempo, dan skor risiko pelanggan. Dalam persediaan, barcode, RFID, dan IoT membantu memantau stok. Dalam utang usaha, sistem dapat mengoptimalkan jadwal pembayaran dan diskon pemasok.

Namun, digitalisasi bukan solusi otomatis. Jika data awal salah, hasil analisis juga salah. Jika proses bisnis tidak disiplin, sistem hanya mempercepat kekacauan. Jika akses tidak dikendalikan, risiko fraud

meningkat. Oleh karena itu, digitalisasi harus disertai tata kelola data, pengendalian internal, pelatihan SDM, dan perubahan budaya.

Digitalisasi juga membuka peluang *working capital analytics*. Perusahaan dapat melihat pelanggan mana yang membayar lambat, produk mana yang menyerap persediaan besar, pemasok mana yang memberi termin terbaik, dan cabang mana yang memiliki CCC paling panjang. Informasi ini membantu pengambilan keputusan yang lebih tajam.

21. Supply Chain Finance dan Ekosistem Modal Kerja

Manajemen modal kerja tidak hanya terjadi di dalam perusahaan, tetapi juga dalam rantai pasok. Ketika satu perusahaan memperpanjang pembayaran, pemasok mungkin mengalami tekanan kas. Jika pemasok kecil kekurangan kas, pasokan terganggu. Akhirnya pembeli besar juga terdampak. Karena itu, modal kerja harus dipahami sebagai isu ekosistem.

Supply chain finance adalah solusi yang menghubungkan pembeli, pemasok, dan lembaga keuangan. Dalam skema ini, pemasok dapat menerima pembayaran lebih cepat dari lembaga keuangan berdasarkan kredibilitas pembeli besar. Pembeli tetap membayar pada tempo yang disepakati. Pemasok memperoleh kas lebih cepat, sementara pembeli menjaga hubungan pemasok dan modal kerja.

Skema ini dapat menciptakan nilai jika dikelola adil. Namun, jika hanya digunakan untuk memperpanjang DPO pembeli tanpa memperhatikan kondisi pemasok, supply chain finance dapat menjadi alat tekanan. Prinsip etika penting: efisiensi modal kerja perusahaan besar jangan sampai memindahkan risiko secara tidak adil kepada pemasok kecil.

Dalam konteks Indonesia, supply chain finance dapat membantu UMKM yang menjadi pemasok perusahaan besar. Dengan invoice yang terverifikasi, UMKM dapat memperoleh pembiayaan lebih murah daripada

pinjaman tanpa dasar transaksi. Namun, legalitas, transparansi biaya, dan perlindungan data harus dijaga.

22. Modal Kerja dan Krisis

Krisis ekonomi, pandemi, gangguan logistik, inflasi, atau kenaikan suku bunga dapat menguji kualitas manajemen modal kerja. Pada masa krisis, pelanggan membayar lebih lambat, penjualan turun, persediaan menumpuk, pemasok memperketat kredit, dan bank menjadi lebih selektif. Perusahaan dengan CCC panjang dan kas tipis menjadi rentan.

Manajemen krisis modal kerja perlu cepat dan terstruktur. Langkah pertama adalah membuat proyeksi kas mingguan. Langkah kedua adalah memetakan piutang berdasarkan prioritas penagihan. Langkah ketiga adalah mengidentifikasi persediaan lambat dan mencari cara mengubahnya menjadi kas. Langkah keempat adalah menegosiasikan pembayaran dengan pemasok dan bank. Langkah kelima adalah menunda pengeluaran nonkritik. Langkah keenam adalah menjaga komunikasi dengan karyawan, pemasok, dan kreditur.

Krisis juga dapat menjadi momentum memperbaiki disiplin modal kerja. Banyak perusahaan baru menyadari kelemahan piutang, persediaan, dan kas ketika krisis datang. Setelah krisis, perusahaan seharusnya membangun sistem yang lebih tangguh: buffer kas yang wajar, diversifikasi pemasok, dashboard kas, dan kebijakan kredit lebih sehat.

23. Tata Kelola dan Etika Modal Kerja

Manajemen modal kerja memiliki dimensi tata kelola dan etika. Kas dapat disalahgunakan. Piutang dapat diberikan kepada pihak berelasi tanpa analisis. Persediaan dapat hilang atau dimanipulasi. Pembayaran pemasok

dapat dipengaruhi konflik kepentingan. Oleh karena itu, pengendalian internal sangat penting.

Pengelolaan kas memerlukan pemisahan tugas. Orang yang menerima kas sebaiknya tidak sekaligus mencatat dan merekonsiliasi. Pembayaran harus memiliki otorisasi. Rekonsiliasi bank harus rutin. Akses digital harus dibatasi.

Pengelolaan piutang memerlukan kebijakan kredit yang adil. Pelanggan tertentu tidak boleh mendapat fasilitas khusus tanpa alasan bisnis. Piutang kepada pihak berelasi harus transparan. Penyisihan piutang harus realistis, bukan digunakan untuk memperindah laba.

Pengelolaan persediaan memerlukan pencatatan akurat, stock opname, pengamanan gudang, dan pengawasan barang rusak. Persediaan usang harus diakui secara wajar. Menyembunyikan persediaan rusak dapat menyesatkan laporan keuangan.

Pengelolaan utang usaha harus etis. Perusahaan tidak seharusnya sengaja menunda pembayaran pemasok kecil untuk mempercantik kas jika hal itu merugikan ekosistem. Relasi pemasok yang sehat adalah bagian dari keberlanjutan bisnis.

24. Contoh Perhitungan Siklus Konversi Kas

Misalkan PT Sejahtera Niaga memiliki data berikut:

- Penjualan tahunan: Rp36 miliar
- Harga pokok penjualan tahunan: Rp24 miliar
- Piutang usaha rata-rata: Rp4 miliar
- Persediaan rata-rata: Rp3 miliar
- Utang usaha rata-rata: Rp2 miliar

- Pembelian tahunan diasumsikan Rp24 miliar

Penjualan harian = $\text{Rp}36 \text{ miliar} / 360 = \text{Rp}100 \text{ juta per hari}$.

HPP harian = $\text{Rp}24 \text{ miliar} / 360 = \text{Rp}66,67 \text{ juta per hari}$.

Pembelian harian = $\text{Rp}24 \text{ miliar} / 360 = \text{Rp}66,67 \text{ juta per hari}$.

$\text{DSO} = \text{Piutang} / \text{Penjualan harian}$

$\text{DSO} = \text{Rp}4 \text{ miliar} / \text{Rp}100 \text{ juta} = 40 \text{ hari}$

$\text{DIO} = \text{Persediaan} / \text{HPP harian}$

$\text{DIO} = \text{Rp}3 \text{ miliar} / \text{Rp}66,67 \text{ juta} = 45 \text{ hari}$

$\text{DPO} = \text{Utang usaha} / \text{Pembelian harian}$

$\text{DPO} = \text{Rp}2 \text{ miliar} / \text{Rp}66,67 \text{ juta} = 30 \text{ hari}$

$\text{CCC} = \text{DIO} + \text{DSO} - \text{DPO}$

$\text{CCC} = 45 + 40 - 30 = 55 \text{ hari}$

Artinya, kas perusahaan tertahan dalam siklus operasi selama 55 hari. Jika perusahaan ingin memperbaiki kas, beberapa opsi dapat dipertimbangkan: mempercepat penagihan sehingga DSO turun dari 40 menjadi 35 hari; meningkatkan perputaran persediaan sehingga DIO turun dari 45 menjadi 38 hari; atau menegosiasikan tempo pemasok sehingga DPO naik dari 30 menjadi 35 hari. Jika berhasil, CCC menjadi:

$\text{CCC baru} = 38 + 35 - 35 = 38 \text{ hari}$

Perbaikan dari 55 hari menjadi 38 hari berarti perusahaan membebaskan kas selama 17 hari operasi. Dengan biaya operasi harian sekitar Rp66,67 juta, potensi kas yang dibebaskan dapat signifikan. Namun, setiap perbaikan harus dilakukan tanpa merusak penjualan, layanan pelanggan, atau hubungan pemasok.

25. Studi Kasus Naratif: UMKM Kuliner di Bogor

Sebuah UMKM kuliner di Bogor bernama “Rasa Lestari” mengalami kenaikan pesanan setelah aktif di platform digital. Penjualan tampak meningkat, tetapi pemilik sering kekurangan kas untuk membeli bahan dan membayar karyawan. Setelah ditelusuri, masalahnya bukan pada penjualan, melainkan pada modal kerja.

Pertama, sebagian besar pelanggan katering membayar 30–45 hari setelah acara. Kedua, bahan baku dibeli tunai karena pemasok belum memberi tempo. Ketiga, pemilik sering membeli bahan berlebih karena takut kekurangan stok. Keempat, uang usaha bercampur dengan uang rumah tangga. Kelima, tidak ada daftar piutang yang rapi.

Pemilik kemudian melakukan beberapa perbaikan. Ia memisahkan rekening usaha dan pribadi. Ia meminta uang muka 50% untuk pesanan katering. Ia membuat daftar piutang dan mengirim pengingat pembayaran. Ia mengatur pembelian bahan berdasarkan jadwal pesanan. Ia menegosiasikan tempo 14 hari dengan pemasok utama setelah menunjukkan riwayat pembelian. Ia juga menggunakan aplikasi kas sederhana.

Dalam tiga bulan, kas membaik. Penjualan tidak harus naik drastis, tetapi arus kas menjadi lebih sehat. Persediaan bahan berkurang, piutang lebih cepat tertagih, dan pembayaran pemasok lebih terjadwal. Kasus ini menunjukkan bahwa manajemen modal kerja bukan konsep rumit yang hanya relevan bagi perusahaan besar. UMKM pun dapat memperoleh manfaat besar dari disiplin modal kerja sederhana.

26. Studi Kasus Naratif: Rumah Sakit dan Piutang Klaim

Sebuah rumah sakit swasta mengalami peningkatan jumlah pasien. Laporan laba rugi menunjukkan pendapatan meningkat, tetapi kas rumah sakit menurun. Penyebabnya adalah piutang klaim yang meningkat. Banyak

layanan dibayar melalui asuransi dan perusahaan, sehingga kas baru diterima beberapa minggu atau bulan setelah layanan diberikan.

Rumah sakit kemudian menganalisis umur piutang. Ditemukan bahwa sebagian klaim tertunda karena dokumen tidak lengkap, coding layanan tidak konsisten, dan proses administrasi lambat. Piutang yang berumur lebih dari 90 hari meningkat. Sementara itu, rumah sakit tetap harus membayar dokter, perawat, obat, alat kesehatan, listrik, dan cicilan alat medis.

Manajemen membentuk tim perbaikan modal kerja. Proses klaim distandardisasi. Dokumen digital diterapkan. Unit pelayanan diberi pelatihan agar data klaim lengkap sejak awal. Dashboard piutang dibuat berdasarkan payer. Negosiasi dilakukan dengan perusahaan dan asuransi untuk mempercepat pembayaran. Rumah sakit juga meninjau ulang kebijakan kredit pasien tertentu.

Hasilnya, DSO menurun dan kas membaik. Kasus ini menunjukkan bahwa dalam sektor jasa kesehatan, modal kerja sangat dipengaruhi proses administrasi dan kualitas data. Perbaikan keuangan tidak hanya dilakukan oleh bagian keuangan, tetapi juga melibatkan unit layanan, rekam medis, IT, dan manajemen hubungan payer.

27. Kesalahan Umum dalam Manajemen Modal Kerja

Beberapa kesalahan umum sering terjadi.

Pertama, menyamakan laba dengan kas. Perusahaan dapat mencatat laba, tetapi kas tertahan dalam piutang dan persediaan.

Kedua, memberi kredit tanpa analisis. Penjualan meningkat, tetapi risiko piutang macet juga meningkat.

Ketiga, tidak memantau umur piutang. Piutang yang semakin tua menjadi semakin sulit ditagih.

Keempat, menyimpan persediaan berlebihan. Persediaan besar tampak aman, tetapi mengikat dana dan menimbulkan risiko usang.

Kelima, menunda pembayaran pemasok secara berlebihan. Ini dapat memperbaiki kas sementara tetapi merusak hubungan dan reputasi.

Keenam, tidak menyusun proyeksi kas. Tanpa proyeksi, masalah kas baru terlihat ketika sudah mendesak.

Ketujuh, mencampur kas pribadi dan kas usaha, terutama pada UMKM. Ini membuat kinerja usaha sulit diukur.

Kedelapan, terlalu agresif menekan modal kerja. Efisiensi yang berlebihan dapat menyebabkan stockout, kehilangan pelanggan, dan gangguan operasi.

Kesembilan, tidak menggunakan data digital. Keputusan dibuat berdasarkan intuisi, bukan informasi real-time.

Kesepuluh, mengabaikan etika. Menekan pemasok kecil atau memanipulasi piutang dan persediaan dapat merusak keberlanjutan.

28. Implikasi Manajerial

Bagi manajer keuangan, manajemen modal kerja memiliki beberapa implikasi praktis.

Pertama, kas harus dikelola sebagai prioritas strategis. Laba penting, tetapi kas menentukan kemampuan bertahan.

Kedua, modal kerja harus diukur dengan indikator yang tepat, terutama CCC, DSO, DIO, DPO, current ratio, dan quick ratio.

Ketiga, kebijakan kredit harus mendukung penjualan sekaligus menjaga kualitas piutang.

Keempat, persediaan harus dikelola berdasarkan data permintaan, bukan hanya kebiasaan atau rasa aman.

Kelima, hubungan pemasok harus dipandang sebagai aset. Negosiasi tempo harus adil dan berkelanjutan.

Keenam, pertumbuhan harus disertai perencanaan modal kerja. Penjualan besar tanpa kas dapat menjadi jebakan.

Ketujuh, digitalisasi perlu digunakan untuk mempercepat informasi, tetapi harus didukung kualitas data dan pengendalian internal.

Kedelapan, modal kerja harus dikelola lintas fungsi. Bagian penjualan memengaruhi piutang, bagian produksi memengaruhi persediaan, bagian pembelian memengaruhi utang usaha, dan bagian keuangan mengintegrasikan semuanya.

Kesembilan, manajemen harus mencari tingkat modal kerja optimal, bukan sekadar menekan aset lancar serendah mungkin.

Kesepuluh, modal kerja harus dipandang sebagai bagian dari penciptaan nilai, bukan sekadar administrasi keuangan.

29. Ringkasan Bab

Manajemen modal kerja adalah pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar untuk menjaga kelancaran operasi, likuiditas, profitabilitas, dan nilai perusahaan. Komponen utama modal kerja meliputi kas, piutang, persediaan, utang usaha, dan pembiayaan jangka pendek.

Salah satu alat utama analisis modal kerja adalah cash conversion cycle, yaitu DIO ditambah DSO dikurangi DPO. CCC menunjukkan berapa lama kas tertahan dalam siklus operasi. Semakin efisien CCC, semakin cepat kas kembali, tetapi efisiensi harus dijaga agar tidak merusak layanan, produksi, atau hubungan pemasok.

Manajemen kas bertujuan menjaga kas cukup tetapi tidak berlebihan. Manajemen piutang bertujuan meningkatkan penjualan kredit dengan risiko terkendali. Manajemen persediaan bertujuan menjaga ketersediaan barang dengan biaya minimum. Manajemen utang usaha bertujuan memanfaatkan kredit pemasok secara sehat.

Kebijakan modal kerja dapat bersifat konservatif, moderat, atau agresif. Pendekatan terbaik bergantung pada industri, stabilitas arus kas, risiko bisnis, akses pembiayaan, dan strategi perusahaan. Digitalisasi memperkuat manajemen modal kerja melalui ERP, dashboard, AI analytics, dan supply chain finance, tetapi tetap membutuhkan tata kelola dan integritas.

30. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa manajemen modal kerja merupakan fungsi inti dalam *financial management*. Jika capital budgeting menentukan investasi jangka panjang dan struktur modal menentukan sumber pendanaan, maka manajemen modal kerja menentukan apakah operasi harian dapat berjalan lancar. Tanpa modal kerja yang sehat, strategi terbaik pun dapat gagal dalam implementasi.

Manajemen modal kerja bukan hanya soal menjaga current ratio atau saldo kas. Ia adalah proses mengelola waktu: waktu persediaan berada di gudang, waktu pelanggan membayar, waktu perusahaan membayar pemasok, dan waktu kas kembali ke perusahaan. Dalam arti ini, modal kerja adalah manajemen ritme operasi bisnis.

Keputusan modal kerja selalu mengandung trade-off. Terlalu banyak modal kerja menurunkan efisiensi. Terlalu sedikit modal kerja meningkatkan risiko. Karena itu, tujuan manajemen bukan ekstrem konservatif atau agresif, tetapi keseimbangan optimal yang mendukung nilai perusahaan.

Dalam era digital dan ketidakpastian, manajemen modal kerja semakin penting. Perusahaan perlu memiliki data real-time, proyeksi kas, kebijakan kredit yang disiplin, persediaan yang adaptif, dan hubungan pemasok yang sehat. Bagi UMKM, manajemen modal kerja sederhana dapat menjadi pembeda antara usaha yang tampak ramai tetapi rapuh dan usaha yang benar-benar sehat.

Pada akhirnya, modal kerja adalah fondasi kelincahan dan ketahanan organisasi. Perusahaan yang mampu mengelola kas, piutang, persediaan, dan utang usaha secara cermat akan lebih mampu bertumbuh, menghadapi krisis, dan menciptakan nilai berkelanjutan.

Glossarium

Aging Schedule

Daftar umur piutang yang mengelompokkan piutang berdasarkan lama waktu sejak jatuh tempo.

Aset Lancar

Aset yang diharapkan dapat dikonversi menjadi kas atau digunakan dalam satu tahun atau satu siklus operasi.

Cash Conversion Cycle

Ukuran waktu yang diperlukan perusahaan untuk mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi kas kembali setelah memperhitungkan tempo pembayaran pemasok.

Cash Ratio

Rasio kas dan setara kas terhadap kewajiban lancar.

Current Ratio

Rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar.

Days Inventory Outstanding

Rata-rata jumlah hari persediaan tersimpan sebelum dijual.

Days Payable Outstanding

Rata-rata jumlah hari perusahaan membayar pemasok.

Days Sales Outstanding

Rata-rata jumlah hari yang diperlukan untuk menagih piutang.

Economic Order Quantity

Model yang digunakan untuk menentukan jumlah pemesanan optimal agar total biaya pemesanan dan penyimpanan minimum.

Factoring

Penjualan piutang kepada lembaga pembiayaan untuk memperoleh kas lebih cepat.

Invoice Financing

Pembiayaan jangka pendek yang menggunakan faktur atau invoice sebagai dasar pinjaman.

Just-in-Time

Sistem persediaan yang berusaha mengurangi stok dengan menyinkronkan pasokan dengan kebutuhan produksi.

Kewajiban Lancar

Kewajiban yang harus dilunasi dalam satu tahun atau satu siklus operasi.

Likuiditas

Kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek tepat waktu.

Modal Kerja Bruto

Total aset lancar yang digunakan dalam operasi perusahaan.

Modal Kerja Bersih

Selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar.

Operating Cycle

Waktu dari pembelian persediaan sampai penerimaan kas dari penjualan.

Overtrading

Kondisi ketika perusahaan tumbuh terlalu cepat melebihi kapasitas modal kerjanya.

Piutang Usaha

Hak perusahaan untuk menerima pembayaran dari pelanggan atas penjualan kredit.

Quick Ratio

Rasio likuiditas yang mengeluarkan persediaan dari aset lancar.

Reorder Point

Titik persediaan ketika perusahaan perlu melakukan pemesanan ulang.

Safety Stock

Persediaan pengaman untuk menghadapi ketidakpastian permintaan atau keterlambatan pasokan.

Supply Chain Finance

Skema pembiayaan yang menghubungkan pembeli, pemasok, dan lembaga keuangan untuk mempercepat pembayaran pemasok atau mengoptimalkan modal kerja.

Utang Usaha

Kewajiban kepada pemasok atas pembelian barang atau jasa secara kredit.

Working Capital Management

Pengelolaan aset lancar dan kewajiban lancar untuk menjaga kelancaran operasi, likuiditas, profitabilitas, dan nilai perusahaan.

Daftar Pustaka

Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments.

Journal of Corporate Finance, 30, 98–113.

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2012). How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs? *Small Business Economics*, 39, 517–529. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9317-8>

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332–338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Edmans, A. (2025). *Principles of corporate finance*. McGraw Hill. DOI tidak tersedia.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial management: Theory & practice* (16th ed.). Cengage Learning. DOI tidak tersedia.

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>

Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36–49. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.03.005>

García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164–177. <https://doi.org/10.1108/17439130710738718>

Jose, M. L., Lancaster, C., & Stevens, J. L. (1996). Corporate returns and cash conversion cycles. *Journal of Economics and Finance*, 20, 33–46. <https://doi.org/10.1007/BF02920497>

Long, M. S., Malitz, I. B., & Ravid, S. A. (1993). Trade credit, quality guarantees, and product marketability. *Financial Management*, 22(4), 117–127. <https://doi.org/10.2307/3665582>

Ng, C. K., Smith, J. K., & Smith, R. L. (1999). Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade. *The Journal of Finance*, 54(3), 1109–1129. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00131>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2022). *Corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Schiff, M., & Lieber, Z. (1974). A model for the integration of credit and inventory management. *The Journal of Finance*, 29(1), 133–140. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb00029.x>

Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37–45. DOI tidak tersedia.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Pearson Education. DOI tidak tersedia.

Wasiuzzaman, S. (2015). Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 60–79. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0016>



BAB 9. DIVIDEN, PERTUMBUHAN, DAN NILAI PERUSAHAAN

Financial Management

Oleh: Rudy C Tarumingkeng



1 KONSEP INTI



• **Dividen** = bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham.



• **Laba ditahan** = bagian laba yang disimpan untuk investasi dan pertumbuhan.



• Nilai perusahaan meningkat bila perusahaan mampu menyeimbangkan payout dan reinvestasi.

2 BENTUK PAYOUT



DIVIDEN TUNAI

pembayaran kas kepada pemegang saham.



DIVIDEN SAHAM

pembagian saham tambahan kepada pemegang saham.



SHARE BUYBACK

perusahaan membeli kembali sahamnya di pasar.

3 HUBUNGAN STRATEGIS



4 TEORI UTAMA KEBIJAKAN DIVIDEN

- 1 **Irrelevansi Dividen:** dalam pasar sempurna, dividen tidak mengubah nilai perusahaan.
- 2 **Bird-in-the-Hand:** investor menyukai dividen yang pasti.
- 3 **Tax Preference:** capital gain bisa lebih disukai karena pajak.
- 4 **Signaling Theory:** perubahan dividen memberi sinyal prospek perusahaan.
- 5 **Agency Theory:** dividen dapat mengurangi penggunaan kas yang tidak efisien.
- 6 **Life-Cycle Theory:** perusahaan matang lebih cenderung membayar dividen.

5 RUMUS PENTING

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

$$\text{Retention Ratio} = 1 - \text{Dividend Payout Ratio}$$

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \frac{\text{ROE} \times \text{Retention Ratio}}{\text{Retention Ratio}}$$

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen per Saham}}{\text{Harga Saham}}$$

★ Semakin tinggi retention ratio, semakin besar kapasitas pertumbuhan internal.

6 TRADE-OFF MANAJERIAL

DIVIDEN TINGGI



- menarik investor *income-oriented*
- memberi sinyal stabilitas
- mengurangi dana internal untuk ekspansi

VS

LABA DITAHAN TINGGI



- mendukung investasi dan inovasi
- memperkuat pertumbuhan jangka panjang
- dapat mengecewakan investor bila tanpa hasil nyata

7 KAPAN PERUSAHAAN MEMBAYAR DIVIDEN BESAR?

- 1 arus kas stabil
- 2 peluang investasi terbatas
- 3 perusahaan berada pada tahap matang
- 4 struktur modal sehat

8 PRINSIP KEBIJAKAN DIVIDEN YANG SEHAT

- 1 berbasis kas berkelanjutan
- 2 selaras dengan strategi investasi
- 3 menjaga keseimbangan pertumbuhan dan distribusi laba
- 4 transparan kepada investor
- 5 mendukung nilai perusahaan jangka panjang

9

Jerkān menetān kēsāil kāngāttēr yēgā, Bertkān mēlātkān bānyār meāke pārs nīlāi kēpāyerlān, lēbār pēpēkātārtūmbūhān īntērnl derlākāk cēnyān sānkūāng.

Bab 9. Dividen, Pertumbuhan, dan Nilai

Perusahaan

Rujukan inti yang digunakan di sini mencakup Lintner tentang praktik stabilisasi dividen, Miller & Modigliani tentang irrelevansi dividen dalam pasar sempurna, Gordon tentang valuasi berbasis dividen, Brav dkk. tentang praktik *payout policy* modern, Fama & French tentang menurunnya kecenderungan perusahaan membayar dividen, serta DeAngelo dkk. tentang teori siklus hidup dividen dan konsentrasi pembayaran dividen pada perusahaan matang. ([JSTOR](#))

Abstrak

Dividen merupakan salah satu keputusan penting dalam *financial management* karena berkaitan dengan cara perusahaan membagikan hasil usaha kepada pemegang saham, menahan laba untuk pertumbuhan, memberi sinyal kepada pasar, menjaga kepercayaan investor, dan membentuk persepsi terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak dapat dipahami secara terpisah dari keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Ketika perusahaan membagikan dividen, kas keluar dari perusahaan dan tidak lagi tersedia untuk investasi internal. Ketika perusahaan menahan laba, dana tersebut dapat digunakan untuk ekspansi, inovasi, pelunasan utang, penguatan modal kerja, atau transformasi digital. Oleh karena itu, kebijakan dividen selalu mengandung pertanyaan strategis: berapa bagian laba yang sebaiknya dibagikan kepada pemegang saham dan berapa bagian yang sebaiknya ditahan untuk menciptakan pertumbuhan masa depan?

Bab ini membahas hubungan antara dividen, pertumbuhan, dan nilai perusahaan secara komprehensif. Pembahasan dimulai dari pengertian

dividen, bentuk-bentuk dividen, rasio pembayaran dividen, dividend yield, laba ditahan, dan mekanisme pembagian hasil kepada pemegang saham. Selanjutnya, bab ini menguraikan teori-teori utama kebijakan dividen, antara lain teori irrelevansi dividen Miller dan Modigliani, teori bird-in-the-hand, teori preferensi pajak, teori sinyal, teori keagenan, teori clientele effect, serta teori siklus hidup perusahaan. Bab ini juga membahas hubungan antara dividen dan pertumbuhan melalui konsep *retention ratio*, *sustainable growth rate*, *return on equity*, dan *dividend discount model*.

Dalam perspektif manajerial, kebijakan dividen bukan sekadar keputusan akuntansi mengenai pembagian laba. Kebijakan dividen adalah keputusan strategis yang harus mempertimbangkan arus kas, peluang investasi, stabilitas laba, struktur modal, risiko bisnis, akses pendanaan, harapan investor, regulasi, pajak, dan tata kelola. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi sering kali lebih baik menahan laba untuk investasi. Sebaliknya, perusahaan matang dengan arus kas stabil dan peluang investasi terbatas cenderung lebih mampu membayar dividen secara konsisten. Namun, kebijakan dividen juga harus memperhatikan keberlanjutan. Dividen yang terlalu tinggi dapat melemahkan kas dan menghambat pertumbuhan, sedangkan dividen yang terlalu rendah dapat mengecewakan investor dan menimbulkan pertanyaan mengenai efektivitas penggunaan laba ditahan.

Di era modern, kebijakan *payout* perusahaan tidak hanya berupa dividen tunai, tetapi juga pembelian kembali saham atau *share repurchase*. Banyak perusahaan menggunakan kombinasi dividen dan buyback untuk mengembalikan kas kepada pemegang saham secara lebih fleksibel. Oleh karena itu, pembahasan dividen saat ini perlu diperluas menjadi kebijakan pembayaran kepada pemegang saham secara menyeluruh. Pada akhirnya, dividen, pertumbuhan, dan nilai perusahaan harus dipahami sebagai tiga unsur yang saling terkait: dividen memberi arus kas kepada pemegang saham, laba ditahan memberi bahan bakar pertumbuhan, dan nilai perusahaan tercipta ketika perusahaan mampu menyeimbangkan keduanya secara bijaksana.

Kata Kunci: *dividen, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, nilai perusahaan, payout policy, dividend payout ratio, dividend yield, retained earnings, sustainable growth rate, dividend discount model, signaling theory, agency theory.*

1. Pendahuluan

Dalam manajemen keuangan, perusahaan menghadapi tiga keputusan utama: keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen. Keputusan investasi menjawab pertanyaan proyek apa yang perlu dijalankan. Keputusan pendanaan menjawab pertanyaan dari mana dana diperoleh. Keputusan dividen menjawab pertanyaan bagaimana laba perusahaan digunakan: apakah dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan untuk membiayai pertumbuhan.

Keputusan dividen tampak sederhana, tetapi sesungguhnya sangat kompleks. Ketika perusahaan memperoleh laba, pemegang saham dapat mengharapkan bagian dari laba tersebut dalam bentuk dividen. Namun, manajemen juga perlu mempertimbangkan kebutuhan investasi, modal kerja, pelunasan utang, cadangan risiko, dan strategi jangka panjang. Jika semua laba dibagikan, perusahaan mungkin kehilangan kesempatan tumbuh. Jika semua laba ditahan, pemegang saham mungkin mempertanyakan manfaat kepemilikan saham, terutama jika manajemen tidak mampu menginvestasikan laba secara produktif.

Dalam perspektif investor, dividen memiliki makna penting. Dividen memberikan arus kas nyata. Bagi investor institusional, dana pensiun, yayasan, atau individu yang membutuhkan pendapatan berkala, dividen menjadi sumber *cash income*. Bagi investor lain, dividen menjadi sinyal stabilitas dan disiplin manajemen. Perusahaan yang konsisten membayar dividen sering diasosiasikan dengan laba yang stabil, arus kas kuat, dan

tata kelola yang baik. Namun, dividen juga dapat membatasi pertumbuhan jika dibayarkan terlalu besar ketika perusahaan masih memiliki peluang investasi bernilai positif.

Dalam perspektif perusahaan, dividen adalah penggunaan kas. Dividen tidak dibayar dari laba akuntansi semata, melainkan dari kas yang benar-benar tersedia. Oleh karena itu, perusahaan yang mencatat laba tetapi kasnya tertahan dalam piutang dan persediaan dapat mengalami kesulitan membayar dividen. Sebaliknya, perusahaan dengan arus kas kuat dapat membayar dividen meskipun laba akuntansinya dipengaruhi beban nonkas seperti depresiasi.

Bab ini membahas kebijakan dividen sebagai bagian integral dari *financial management*. Pembahasan tidak hanya menanyakan "berapa dividen yang harus dibayar?", tetapi juga "bagaimana dividen memengaruhi pertumbuhan dan nilai perusahaan?" Dengan memahami hubungan ini, manajer dapat menyusun kebijakan dividen yang selaras dengan strategi, risiko, dan harapan pemegang saham.

2. Pengertian Dividen

Dividen adalah pembagian sebagian laba atau kas perusahaan kepada pemegang saham. Dividen biasanya dibayarkan oleh perusahaan yang memiliki laba, arus kas, dan akumulasi laba ditahan yang memadai. Dalam perusahaan terbuka, dividen diputuskan melalui mekanisme tata kelola, biasanya berdasarkan usulan direksi dan persetujuan rapat umum pemegang saham sesuai regulasi yang berlaku.

Dividen mencerminkan hak ekonomi pemegang saham. Pemegang saham menanamkan modal dengan harapan memperoleh dua bentuk imbal hasil: dividen dan kenaikan harga saham. Dividen memberikan hasil langsung, sedangkan kenaikan harga saham mencerminkan ekspektasi pasar terhadap pertumbuhan dan nilai masa depan perusahaan.

Dividen dapat dibedakan menjadi beberapa bentuk. Dividen tunai adalah bentuk paling umum, yaitu pembayaran kas kepada pemegang saham. Dividen saham adalah pembagian saham tambahan kepada pemegang saham. Dividen properti adalah pembagian aset nonkas. Dividen likuidasi terjadi ketika perusahaan mengembalikan sebagian modal kepada pemegang saham, biasanya dalam konteks penutupan atau restrukturisasi. Selain itu, perusahaan juga dapat melakukan *stock split*, *bonus shares*, atau *share repurchase*, meskipun tidak semuanya secara teknis disebut dividen.

Dalam praktik modern, pembahasan dividen sering diperluas menjadi *payout policy*, yaitu kebijakan perusahaan dalam mengembalikan kas kepada pemegang saham, baik melalui dividen maupun pembelian kembali saham. Brav, Graham, Harvey, dan Michaely menunjukkan bahwa perusahaan modern sangat memperhatikan stabilitas dividen, sementara buyback cenderung digunakan lebih fleksibel berdasarkan sisa kas setelah kebutuhan investasi dipenuhi. ([SSRN](#))

3. Dividen Tunai, Dividen Saham, dan Buyback

Dividen tunai adalah pembayaran langsung kepada pemegang saham. Misalnya, perusahaan membayar dividen Rp100 per saham. Jika seorang investor memiliki 10.000 saham, ia menerima Rp1.000.000 sebelum pajak. Dividen tunai mengurangi kas perusahaan dan biasanya mengurangi laba ditahan.

Dividen saham tidak mengeluarkan kas, tetapi menambah jumlah saham yang dimiliki pemegang saham. Misalnya, dividen saham 10% berarti pemegang 100 saham menerima tambahan 10 saham. Secara ekonomi, dividen saham tidak otomatis memperkaya pemegang saham karena total nilai perusahaan dibagi ke jumlah saham yang lebih banyak. Namun, dividen saham dapat meningkatkan likuiditas perdagangan dan memberi sinyal optimisme manajemen.

Pembelian kembali saham atau *share repurchase* terjadi ketika perusahaan membeli sahamnya sendiri dari pasar atau dari pemegang saham tertentu. Buyback mengurangi jumlah saham beredar, sehingga dapat meningkatkan earnings per share jika laba tetap. Buyback juga memberi fleksibilitas karena tidak menciptakan komitmen rutin seperti dividen. Grullon dan Michaely menunjukkan bahwa perusahaan secara bertahap menggunakan buyback sebagai substitusi atau pelengkap dividen, terutama karena buyback lebih fleksibel dalam mengembalikan kas kepada pemegang saham. ([IDEAS/RePEc](#))

Perbedaan penting antara dividen dan buyback terletak pada ekspektasi. Dividen reguler biasanya diharapkan berkelanjutan. Jika perusahaan menaikkan dividen, investor sering menganggap manajemen yakin terhadap arus kas masa depan. Sebaliknya, jika dividen dipotong, pasar dapat menafsirkannya sebagai sinyal negatif. Buyback lebih fleksibel karena perusahaan dapat melakukannya saat memiliki kas berlebih tanpa harus mengulanginya secara berkala.

4. Ukuran-Ukuran dalam Kebijakan Dividen

Untuk menganalisis kebijakan dividen, beberapa ukuran penting digunakan.

Pertama, *dividend payout ratio*, yaitu proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen. Rumusnya:

Dividend Payout Ratio = Dividen / Laba Bersih

Jika perusahaan memperoleh laba bersih Rp100 miliar dan membayar dividen Rp40 miliar, maka payout ratio adalah 40%. Artinya, 40% laba dibagikan kepada pemegang saham dan 60% ditahan.

Kedua, *retention ratio*, yaitu proporsi laba yang ditahan dalam perusahaan. Rumusnya:

Retention Ratio = 1 – Dividend Payout Ratio

Dalam contoh di atas, retention ratio adalah 60%. Laba ditahan ini dapat digunakan untuk investasi, modal kerja, pelunasan utang, atau cadangan kas.

Ketiga, *dividend yield*, yaitu dividen per saham dibandingkan harga saham. Rumusnya:

Dividend Yield = Dividen per Saham / Harga Saham

Jika dividen per saham Rp100 dan harga saham Rp2.000, dividend yield adalah 5%. Ukuran ini penting bagi investor yang mencari pendapatan.

Keempat, *dividend per share* atau DPS, yaitu total dividen dibagi jumlah saham beredar. DPS membantu investor memahami besarnya dividen yang diterima per saham.

Kelima, *earnings per share* atau EPS, yaitu laba bersih dibagi jumlah saham beredar. EPS sering dibandingkan dengan DPS untuk melihat kemampuan laba mendukung dividen.

Keenam, *free cash flow payout ratio*, yaitu dividen dibandingkan arus kas bebas. Ukuran ini sering lebih informatif daripada payout ratio berbasis laba karena dividen dibayar dengan kas.

5. Kebijakan Dividen sebagai Keputusan Strategis

Kebijakan dividen merupakan keputusan strategis karena memengaruhi tiga hal: arus kas kepada pemegang saham, kemampuan investasi perusahaan, dan persepsi pasar terhadap prospek perusahaan. Perusahaan tidak boleh menetapkan dividen hanya berdasarkan kebiasaan, tekanan pemegang saham, atau keinginan menaikkan harga saham jangka pendek. Dividen harus disesuaikan dengan kapasitas kas dan strategi jangka panjang.

Perusahaan yang sedang tumbuh membutuhkan dana besar untuk investasi. Jika perusahaan memiliki banyak proyek dengan NPV positif, menahan laba dapat lebih menguntungkan daripada membayar dividen tinggi. Laba ditahan menjadi sumber pendanaan internal yang tidak menimbulkan biaya emisi dan tidak menyebabkan dilusi. Namun, manajemen harus mampu membuktikan bahwa laba ditahan digunakan secara produktif.

Perusahaan yang sudah matang biasanya memiliki arus kas stabil dan peluang investasi terbatas. Dalam kondisi ini, membayar dividen lebih tinggi dapat menjadi keputusan rasional. Jika perusahaan menahan laba terlalu besar tanpa proyek bernilai, dana dapat menganggur atau digunakan untuk investasi yang kurang produktif. Dividen membantu mengembalikan kas kepada pemegang saham agar mereka dapat mengalokasikan dana ke peluang lain.

Dengan demikian, kebijakan dividen harus selaras dengan tahap siklus hidup perusahaan. DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz menemukan bahwa kecenderungan membayar dividen berkaitan kuat dengan campuran modal yang berasal dari laba ditahan dan modal kontribusi, yang mendukung pandangan bahwa perusahaan lebih matang lebih mungkin membayar dividen. ([EconPapers](#))

6. Teori Irrelevansi Dividen Miller dan Modigliani

Salah satu teori paling terkenal adalah teori irrelevansi dividen yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani. Dalam pasar modal sempurna, tanpa pajak, biaya transaksi, biaya emisi, dan asimetri informasi, nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan aset menghasilkan arus kas, bukan oleh cara laba dibagi antara dividen dan laba ditahan. Dengan asumsi investasi perusahaan tetap, kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. ([IDEAS/RePEc](#))

Logika teori ini sederhana. Jika perusahaan membayar dividen tinggi, tetapi masih membutuhkan dana untuk investasi, perusahaan dapat menerbitkan saham baru. Investor yang menerima dividen dapat membeli saham tambahan jika ingin tetap berinvestasi. Sebaliknya, jika perusahaan tidak membayar dividen, investor yang membutuhkan kas dapat menjual sebagian sahamnya. Dengan demikian, investor dapat menciptakan "dividen buatan" melalui transaksi sendiri.

Namun, dunia nyata tidak sempurna. Pajak berbeda antara dividen dan capital gain. Ada biaya transaksi. Informasi tidak simetris. Investor tidak selalu dapat menjual saham tanpa biaya atau tanpa dampak harga. Manajer mungkin memiliki kepentingan sendiri. Perusahaan dapat menghadapi keterbatasan pendanaan eksternal. Karena itu, kebijakan dividen dalam praktik tetap relevan.

Kekuatan teori Miller dan Modigliani bukan pada kesimpulan bahwa dividen selalu tidak penting, melainkan pada cara berpikirnya: jika dividen memengaruhi nilai, penyebabnya harus berasal dari ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan itu meliputi pajak, sinyal, agency cost, biaya transaksi, preferensi investor, dan regulasi.

7. Bird-in-the-Hand Theory

Teori *bird-in-the-hand* menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang pasti hari ini daripada capital gain yang tidak pasti di masa depan. Dalam ungkapan populer, "seekor burung di tangan lebih berharga daripada dua burung di semak." Menurut pandangan ini, dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan karena mengurangi ketidakpastian bagi investor.

Gordon dan beberapa pemikir awal dividen menekankan peran dividen dalam valuasi saham. Model diskonto dividen menyatakan bahwa nilai saham sama dengan nilai kini dari dividen masa depan yang diharapkan.

Gordon Growth Model menjadi salah satu formulasi populer untuk menilai saham yang membayar dividen stabil. ([SCIRP](#))

Rumus Gordon Growth Model adalah:

$$P_0 = D_1 / (k_e - g)$$

Keterangan:

- **P₀** = nilai saham saat ini
- **D₁** = dividen yang diharapkan tahun depan
- **k_e** = biaya ekuitas
- **g** = tingkat pertumbuhan dividen

Model ini menunjukkan bahwa nilai saham meningkat jika dividen masa depan lebih besar, biaya ekuitas lebih rendah, atau pertumbuhan dividen lebih tinggi. Namun, model ini hanya cocok untuk perusahaan yang membayar dividen stabil dan memiliki pertumbuhan jangka panjang yang relatif dapat diperkirakan.

Kritik terhadap teori bird-in-the-hand adalah bahwa investor rasional seharusnya melihat risiko arus kas perusahaan secara keseluruhan, bukan hanya apakah kas dibayarkan sebagai dividen atau ditahan. Jika laba ditahan diinvestasikan pada proyek yang baik, investor tetap memperoleh manfaat melalui kenaikan nilai saham.

8. Tax Preference Theory

Teori preferensi pajak menyatakan bahwa investor mungkin lebih menyukai capital gain daripada dividen jika dividen dikenakan pajak lebih tinggi atau dibayar lebih cepat. Dividen biasanya dikenakan pajak ketika diterima. Capital gain dapat ditunda sampai saham dijual. Karena itu, dalam sistem pajak tertentu, investor dapat lebih menyukai perusahaan yang menahan laba dan menghasilkan capital gain.

Namun, preferensi pajak berbeda antarnegara dan antarjenis investor. Investor institusional, dana pensiun, yayasan, atau investor dengan status pajak khusus dapat memiliki preferensi berbeda dari investor individu. Allen, Bernardo, dan Welch mengembangkan teori *tax clientele*, yang menjelaskan bahwa perbedaan pajak dapat menciptakan kelompok investor tertentu yang tertarik pada perusahaan pembayar dividen. ([Wiley Online Library](#))

Dalam praktik, kebijakan dividen harus mempertimbangkan struktur investor. Jika pemegang saham utama adalah investor yang membutuhkan pendapatan kas, dividen stabil mungkin lebih dihargai. Jika pemegang saham utama adalah investor pertumbuhan, laba ditahan untuk ekspansi mungkin lebih diterima.

Bagi manajer, implikasinya adalah kebijakan dividen tidak dapat dilepaskan dari profil pemegang saham. Perusahaan dengan basis investor yang berbeda dapat memiliki kebijakan payout yang berbeda meskipun profitabilitasnya sama.

9. Signaling Theory

Teori sinyal menyatakan bahwa dividen dapat menjadi sinyal informasi dari manajemen kepada pasar. Manajemen biasanya memiliki informasi lebih baik mengenai prospek laba dan arus kas perusahaan dibandingkan investor luar. Ketika perusahaan menaikkan dividen, pasar dapat menafsirkan bahwa manajemen yakin terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas masa depan. Sebaliknya, penurunan atau penghentian dividen dapat ditafsirkan sebagai sinyal kesulitan.

Lintner menemukan bahwa perusahaan cenderung menyesuaikan dividen secara bertahap dan menghindari perubahan dividen yang tidak dapat dipertahankan. Temuan ini menjadi fondasi konsep *dividend smoothing*,

yaitu kecenderungan perusahaan menjaga stabilitas dividen agar tidak menimbulkan sinyal negatif. ([JSTOR](#))

Namun, sinyal dividen tidak selalu sederhana. Perusahaan dapat menaikkan dividen untuk memberi sinyal positif, tetapi jika kenaikan tersebut tidak didukung arus kas, sinyal dapat berubah menjadi beban. Investor modern juga tidak hanya melihat dividen, tetapi membaca laporan arus kas, prospek industri, leverage, kualitas laba, dan rencana investasi.

DeAngelo, DeAngelo, dan Skinner menunjukkan bahwa pola dividen dan sinyalnya mengalami perubahan historis, termasuk menurunnya peran dividen khusus dalam praktik perusahaan. ([IDEAS/RePEc](#)) Dengan demikian, signaling theory tetap penting, tetapi harus dipahami dalam konteks pasar modern yang memiliki lebih banyak kanal informasi.

10. Agency Theory

Teori keagenan memandang dividen sebagai alat untuk mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham. Jika perusahaan menghasilkan arus kas bebas yang besar, manajer dapat tergoda menggunakan dana tersebut untuk proyek yang kurang produktif, ekspansi berlebihan, fasilitas pribadi, atau investasi yang meningkatkan ukuran perusahaan tetapi tidak meningkatkan nilai. Dengan membayar dividen, kas keluar dari perusahaan dan ruang manajer untuk menggunakan dana secara tidak efisien berkurang.

Easterbrook mengemukakan penjelasan agency-cost atas dividen, yaitu bahwa dividen dapat membantu mengurangi biaya keagenan dengan memaksa perusahaan lebih sering kembali ke pasar modal untuk memperoleh dana, sehingga perusahaan mendapat pengawasan eksternal. ([EconPapers](#)) Jensen juga menjelaskan bahwa arus kas bebas dapat menimbulkan masalah keagenan, dan pembayaran kepada pemegang

saham dapat menjadi salah satu cara mengurangi dana yang berpotensi disalahalokasikan. ([SSRN](#))

Namun, dividen bukan satu-satunya mekanisme pengendalian. Utang, buyback, tata kelola, dewan komisaris, kepemilikan institusional, audit, dan transparansi juga dapat mengurangi agency cost. Dividen menjadi efektif jika perusahaan memiliki kas berlebih dan peluang investasi terbatas. Jika perusahaan masih memiliki peluang pertumbuhan tinggi, membayar dividen terlalu besar justru dapat mengurangi nilai.

11. Clientele Effect

Clientele effect menyatakan bahwa investor yang berbeda memiliki preferensi dividen berbeda. Sebagian investor menyukai dividen tinggi karena membutuhkan pendapatan berkala. Sebagian investor lebih menyukai dividen rendah karena ingin pertumbuhan modal atau karena pertimbangan pajak. Perusahaan cenderung menarik kelompok investor yang sesuai dengan kebijakan dividennya.

Misalnya, perusahaan utilitas dengan arus kas stabil dan dividen tinggi dapat menarik investor pensiun atau investor konservatif. Perusahaan teknologi yang menahan laba untuk pertumbuhan dapat menarik investor yang mencari capital gain. Jika perusahaan tiba-tiba mengubah kebijakan dividennya, basis investor dapat berubah, dan harga saham dapat terpengaruh dalam jangka pendek.

Clientele effect menjelaskan mengapa stabilitas kebijakan penting. Investor membeli saham dengan harapan tertentu. Perubahan mendadak dalam kebijakan dividen dapat mengecewakan investor lama dan belum tentu langsung menarik investor baru. Oleh karena itu, perusahaan perlu mengomunikasikan kebijakan payout secara jelas.

12. Teori Siklus Hidup Dividen

Teori siklus hidup dividen menyatakan bahwa kebijakan dividen berubah sesuai tahap perkembangan perusahaan. Perusahaan muda biasanya memiliki banyak peluang investasi, laba belum stabil, dan kebutuhan kas besar. Karena itu, perusahaan muda cenderung tidak membayar dividen atau membayar dividen rendah. Perusahaan matang memiliki arus kas stabil, profitabilitas tinggi, dan peluang pertumbuhan lebih terbatas. Karena itu, perusahaan matang lebih cenderung membayar dividen.

Fama dan French menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang membayar dividen menurun, tetapi fenomena ini berkaitan dengan perubahan karakteristik perusahaan dan penurunan kecenderungan membayar dividen. ([SCIRP](#)) DeAngelo, DeAngelo, dan Skinner menambahkan bahwa meskipun jumlah pembayar dividen menurun, pembayaran dividen agregat dapat tetap terkonsentrasi pada perusahaan besar dan matang dengan laba besar. ([SSRN](#))

Denis dan Osobov juga menemukan bukti internasional bahwa perusahaan yang lebih besar, lebih menguntungkan, dan memiliki proporsi laba ditahan yang lebih tinggi dalam ekuitas cenderung lebih mungkin membayar dividen. ([SSRN](#))

Implikasinya bagi manajemen adalah kebijakan dividen harus realistis terhadap tahap perusahaan. Startup yang belum menghasilkan arus kas stabil tidak perlu memaksakan dividen. Perusahaan matang yang terus menahan kas tanpa proyek bernilai juga perlu menjelaskan rencana penggunaan dana agar tidak dianggap menimbun kas secara tidak produktif.

13. Dividend Smoothing

Dividend smoothing adalah kecenderungan perusahaan menjaga dividen relatif stabil dan menyesuaikannya secara bertahap terhadap perubahan

laba. Perusahaan sering enggan menaikkan dividen kecuali yakin bahwa kenaikan tersebut dapat dipertahankan. Sebaliknya, perusahaan juga enggan menurunkan dividen karena penurunan dividen dapat memberi sinyal negatif kepada pasar.

Lintner menunjukkan bahwa manajemen tidak semata-mata menetapkan dividen berdasarkan laba tahun berjalan, tetapi mempertimbangkan target payout jangka panjang dan stabilitas dividen. ([JSTOR](#)) Dalam praktik, perusahaan dapat memiliki target payout ratio, tetapi penyesuaian ke target dilakukan secara bertahap agar dividen tidak terlalu fluktuatif.

Stabilisasi dividen memiliki manfaat. Investor memperoleh kepastian kas. Pasar melihat perusahaan lebih stabil. Manajemen menjaga kredibilitas. Namun, smoothing juga memiliki risiko. Jika perusahaan mempertahankan dividen terlalu tinggi saat laba dan kas menurun, perusahaan dapat melemahkan neraca, menambah utang, atau mengurangi investasi penting.

Oleh karena itu, dividend smoothing harus berbasis arus kas jangka panjang, bukan sekadar keinginan mempertahankan citra.

14. Dividen dan Pertumbuhan Perusahaan

Hubungan antara dividen dan pertumbuhan dapat dijelaskan melalui laba ditahan. Semakin besar dividen yang dibayarkan, semakin kecil laba yang ditahan. Semakin kecil laba ditahan, semakin terbatas dana internal untuk pertumbuhan. Namun, hubungan ini tidak selalu mekanis karena perusahaan dapat memperoleh dana eksternal melalui utang atau ekuitas.

Pertumbuhan berkelanjutan sering dianalisis dengan rumus:

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \text{ROE} \times \text{Retention Ratio}$$

Jika perusahaan memiliki ROE 15% dan retention ratio 60%, maka sustainable growth rate adalah:

$$15\% \times 60\% = 9\%$$

Artinya, perusahaan dapat tumbuh sekitar 9% per tahun tanpa mengubah struktur modal dan tanpa menerbitkan ekuitas baru, dengan asumsi hubungan keuangan lain stabil.

Rumus ini menunjukkan trade-off penting. Jika payout ratio naik, retention ratio turun, sehingga pertumbuhan internal menurun. Namun, jika perusahaan mampu meningkatkan ROE, pertumbuhan tetap dapat tinggi meskipun membayar dividen. Sebaliknya, menahan laba tidak otomatis menciptakan pertumbuhan jika ROE rendah.

Dengan demikian, pertanyaan utama bukan hanya berapa laba yang ditahan, tetapi seberapa produktif laba ditahan digunakan. Laba ditahan menciptakan nilai hanya jika diinvestasikan pada proyek yang menghasilkan return di atas biaya modal.

15. Dividen dan Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan mencerminkan nilai kini arus kas masa depan yang diharapkan. Dividen dapat memengaruhi nilai perusahaan melalui beberapa jalur.

Pertama, dividen memberi kas langsung kepada pemegang saham. Dalam model diskonto dividen, nilai saham ditentukan oleh dividen masa depan yang diharapkan. Perusahaan yang mampu meningkatkan dividen secara berkelanjutan dapat memiliki nilai lebih tinggi.

Kedua, dividen dapat memberi sinyal tentang prospek arus kas. Kenaikan dividen yang kredibel dapat meningkatkan kepercayaan investor. Namun, sinyal yang tidak didukung fundamental tidak akan bertahan.

Ketiga, dividen dapat mengurangi agency cost dengan membatasi kas yang dikelola manajer. Hal ini relevan terutama bagi perusahaan matang dengan kas besar dan peluang investasi terbatas.

Keempat, dividen dapat menurunkan nilai jika mengurangi dana untuk proyek bernilai positif. Jika perusahaan membayar dividen tinggi tetapi kemudian menunda investasi strategis, nilai jangka panjang dapat turun.

Kelima, dividen dapat memengaruhi struktur modal. Perusahaan yang membayar dividen besar mungkin perlu menggunakan utang lebih tinggi untuk membiayai investasi, sehingga risiko keuangan meningkat.

Dengan demikian, dividen tidak secara otomatis meningkatkan atau menurunkan nilai. Dampaknya tergantung pada konteks: peluang investasi, profitabilitas, arus kas, risiko, pajak, struktur investor, dan tata kelola.

16. Dividend Discount Model

Dividend Discount Model atau DDM menilai saham berdasarkan nilai kini dividen masa depan. Model ini cocok untuk perusahaan yang membayar dividen stabil dan memiliki pola pertumbuhan yang dapat diperkirakan.

Rumus Gordon Growth Model adalah:

$$P_0 = D_1 / (k_e - g)$$

Misalnya, perusahaan diperkirakan membayar dividen Rp200 per saham tahun depan. Biaya ekuitas 12% dan pertumbuhan dividen jangka panjang 5%. Maka nilai saham menurut model ini adalah:

$$P_0 = \text{Rp}200 / (0,12 - 0,05)$$

$$P_0 = \text{Rp}200 / 0,07$$

$$P_0 = \text{Rp}2.857$$

Model ini menunjukkan sensitivitas nilai terhadap pertumbuhan dan biaya ekuitas. Jika pertumbuhan naik menjadi 6%, nilai menjadi Rp3.333. Jika biaya ekuitas naik menjadi 14%, nilai turun menjadi Rp2.222. Oleh karena itu, asumsi k_e dan g harus realistis.

Kelemahan DDM adalah tidak cocok untuk perusahaan yang tidak membayar dividen, perusahaan dengan dividen tidak stabil, atau perusahaan pertumbuhan tinggi yang menahan laba. Untuk perusahaan seperti itu, valuasi berbasis arus kas bebas atau residual income dapat lebih sesuai.

17. Residual Dividend Policy

Residual dividend policy menyatakan bahwa perusahaan sebaiknya membayar dividen hanya setelah semua proyek investasi bernilai positif didanai. Logikanya, perusahaan pertama-tama menentukan kebutuhan investasi yang layak, lalu menggunakan laba ditahan untuk mendanainya. Jika masih ada sisa laba, barulah dibagikan sebagai dividen.

Pendekatan residual mendukung penciptaan nilai karena prioritas diberikan pada proyek dengan NPV positif. Jika perusahaan memiliki banyak peluang investasi baik, dividen rendah dapat dibenarkan. Jika peluang investasi terbatas, dividen tinggi lebih masuk akal.

Namun, kebijakan residual murni dapat membuat dividen sangat fluktuatif. Jika investasi tahun ini besar, dividen turun. Jika investasi tahun depan kecil, dividen naik. Fluktuasi ini dapat mengganggu investor. Karena itu, banyak perusahaan menggabungkan prinsip residual dengan stabilitas dividen. Perusahaan menjaga dividen reguler yang relatif stabil, sementara sisa kas tambahan dapat dibagikan melalui dividen khusus atau buyback.

18. Dividen Reguler, Dividen Khusus, dan Dividen Interim

Dividen reguler adalah dividen yang dibayarkan secara berkala dan diharapkan berlanjut. Dividen ini menciptakan ekspektasi kuat. Karena itu, perusahaan berhati-hati menaikkannya.

Dividen khusus adalah dividen tidak rutin yang dibayarkan ketika perusahaan memiliki kas berlebih, misalnya setelah menjual aset atau memperoleh keuntungan luar biasa. Dividen khusus memberi fleksibilitas karena tidak menciptakan komitmen jangka panjang seperti dividen reguler. Namun, pasar tetap membaca konteksnya: apakah dividen khusus menunjukkan kelebihan kas sehat atau kurangnya peluang investasi?

Dividen interim adalah dividen yang dibayarkan sebelum akhir tahun buku, biasanya berdasarkan kinerja sementara. Dividen interim dapat memberi arus kas lebih cepat kepada pemegang saham, tetapi harus didukung proyeksi laba dan kas yang hati-hati.

Pilihan antara dividen reguler, khusus, interim, dan buyback harus disesuaikan dengan stabilitas kas dan pesan yang ingin disampaikan kepada investor.

19. Dividen dan Share Repurchase

Buyback menjadi semakin penting dalam kebijakan payout modern. Skinner menunjukkan bahwa hubungan antara laba, dividen, dan repurchase berubah, dengan repurchase semakin sering digunakan sebagai bentuk pembayaran yang fleksibel. ([EconPapers](#))

Buyback memiliki beberapa keunggulan. Pertama, fleksibel dan tidak menciptakan komitmen permanen. Kedua, dapat meningkatkan EPS dengan mengurangi jumlah saham beredar. Ketiga, dapat menjadi sinyal bahwa manajemen menilai saham undervalued. Keempat, dapat digunakan untuk mengembalikan kas berlebih tanpa menaikkan dividen reguler.

Namun, buyback juga memiliki risiko. Jika perusahaan membeli saham saat harga terlalu tinggi, nilai pemegang saham dapat dirugikan. Jika buyback dilakukan dengan utang berlebihan, risiko keuangan meningkat. Jika buyback digunakan untuk mempercantik EPS jangka pendek sambil

mengurangi investasi jangka panjang, kebijakan tersebut dapat merusak nilai.

Dengan demikian, buyback harus dilakukan berdasarkan analisis nilai, bukan semata-mata tekanan pasar atau target EPS.

20. Dividen, Struktur Modal, dan Risiko Keuangan

Kebijakan dividen berhubungan erat dengan struktur modal. Dividen mengurangi kas dan laba ditahan. Jika perusahaan tetap ingin berinvestasi setelah membayar dividen besar, perusahaan mungkin perlu menambah utang atau menerbitkan saham baru. Hal ini dapat mengubah struktur modal dan biaya modal.

Perusahaan dengan leverage tinggi harus berhati-hati dalam membayar dividen. Kreditur sering memasukkan covenant yang membatasi dividen agar kas perusahaan tetap cukup untuk membayar utang. Pembayaran dividen yang terlalu besar pada perusahaan berutang tinggi dapat meningkatkan risiko gagal bayar dan merusak kepercayaan kreditur.

Sebaliknya, perusahaan dengan kas besar dan utang rendah dapat menggunakan dividen atau buyback untuk menyesuaikan struktur modal. Namun, keputusan tersebut harus mempertimbangkan kebutuhan kas masa depan dan ketidakpastian ekonomi.

Kebijakan dividen yang sehat harus menjaga keseimbangan antara kepentingan pemegang saham dan kesehatan keuangan perusahaan. Pemegang saham menginginkan return, tetapi return jangka panjang bergantung pada keberlanjutan perusahaan.

21. Dividen dalam Perusahaan Keluarga

Perusahaan keluarga memiliki dinamika dividen yang khas. Pemegang saham keluarga sering bergantung pada dividen sebagai sumber pendapatan. Namun, keluarga juga ingin mempertahankan kontrol dan keberlanjutan bisnis lintas generasi. Akibatnya, kebijakan dividen harus menyeimbangkan kebutuhan konsumsi keluarga, kebutuhan reinvestasi, dan tata kelola.

Jika dividen terlalu tinggi, perusahaan keluarga dapat kekurangan dana untuk modernisasi, ekspansi, dan profesionalisasi. Jika dividen terlalu rendah, anggota keluarga yang tidak bekerja di perusahaan dapat merasa tidak memperoleh manfaat. Konflik dapat muncul antara keluarga aktif dan pasif.

Solusi yang baik adalah kebijakan dividen yang tertulis, transparan, dan dikaitkan dengan kinerja serta kebutuhan investasi. Perusahaan keluarga juga perlu memisahkan keuangan perusahaan dan keuangan keluarga. Dividen harus menjadi mekanisme resmi pembagian hasil, bukan penarikan kas informal.

22. Dividen dalam UMKM

UMKM jarang menggunakan istilah dividen secara formal, tetapi praktiknya pemilik sering mengambil sebagian laba atau kas usaha untuk kebutuhan pribadi. Masalah muncul ketika pengambilan kas tidak terencana. Usaha tampak untung, tetapi kas habis karena pemilik menarik dana tanpa memperhitungkan modal kerja, pajak, utang, dan kebutuhan investasi.

Bagi UMKM, kebijakan “dividen pemilik” perlu dibuat sederhana. Pertama, pisahkan rekening usaha dan pribadi. Kedua, tentukan gaji atau pengambilan rutin pemilik. Ketiga, sisihkan laba untuk modal kerja dan investasi. Keempat, ambil distribusi tambahan hanya jika kas usaha aman. Kelima, gunakan laporan kas sederhana untuk menentukan kemampuan distribusi.

Dengan cara ini, UMKM dapat menyeimbangkan kebutuhan pemilik dan pertumbuhan usaha. Prinsipnya sama dengan perusahaan besar: jangan membagikan kas yang dibutuhkan untuk menjaga operasi dan menciptakan pertumbuhan.

23. Dividen dan Tata Kelola Perusahaan

Kebijakan dividen berkaitan erat dengan tata kelola. Dividen dapat melindungi pemegang saham minoritas dengan mengurangi kemungkinan laba ditahan digunakan untuk kepentingan pengendali. Dalam perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham mayoritas dapat memengaruhi kebijakan dividen. Jika tata kelola lemah, dividen dapat digunakan untuk kepentingan kelompok tertentu, atau justru laba ditahan digunakan tanpa transparansi.

Tata kelola yang baik menuntut kebijakan dividen yang jelas, prosedur persetujuan yang wajar, pengungkapan yang memadai, dan konsistensi dengan kondisi keuangan. Direksi harus menjelaskan dasar kebijakan: laba, arus kas, kebutuhan investasi, rasio utang, prospek bisnis, dan risiko.

Dividen juga tidak boleh digunakan untuk menutupi kelemahan fundamental. Membayar dividen tinggi ketika kas lemah dapat memberi kesan stabil sementara, tetapi merusak kesehatan perusahaan. Sebaliknya, menahan laba tanpa rencana investasi yang jelas dapat menimbulkan kecurigaan agency cost.

24. Dividen, ESG, dan Keberlanjutan

Dalam perspektif keberlanjutan, kebijakan dividen harus mempertimbangkan kebutuhan investasi jangka panjang pada lingkungan, sosial, tata kelola, teknologi, dan SDM. Perusahaan yang membayar dividen

tinggi tetapi mengabaikan investasi keselamatan, pengurangan emisi, pelatihan, atau keamanan data dapat menghadapi risiko masa depan.

ESG tidak berarti perusahaan harus berhenti membayar dividen. ESG berarti perusahaan harus memastikan bahwa distribusi kas kepada pemegang saham tidak mengorbankan tanggung jawab jangka panjang. Dividen yang sehat berasal dari laba dan kas yang dihasilkan secara berkelanjutan, bukan dari penghematan yang merusak lingkungan, karyawan, pelanggan, atau tata kelola.

Investor modern semakin memperhatikan kualitas laba dan keberlanjutan arus kas. Dividen yang tinggi tetapi tidak berkelanjutan dapat kurang bernilai dibanding dividen moderat yang tumbuh stabil dalam jangka panjang.

25. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Beberapa faktor utama memengaruhi kebijakan dividen.

Pertama, profitabilitas. Perusahaan yang lebih menguntungkan lebih mampu membayar dividen.

Kedua, arus kas. Dividen dibayar dengan kas, sehingga arus kas operasi penting.

Ketiga, peluang investasi. Perusahaan dengan banyak proyek bernilai positif cenderung menahan laba.

Keempat, struktur modal. Perusahaan berutang tinggi perlu menjaga kas dan mematuhi covenant.

Kelima, stabilitas laba. Laba stabil mendukung dividen stabil.

Keenam, tahap siklus hidup. Perusahaan matang lebih cenderung membayar dividen.

Ketujuh, pajak. Perbedaan pajak dividen dan capital gain memengaruhi preferensi investor.

Kedelapan, basis investor. Investor income-oriented menyukai dividen stabil.

Kesembilan, regulasi dan kontrak. Hukum perusahaan, persyaratan kreditur, dan kebijakan bursa dapat memengaruhi pembayaran.

Kesepuluh, sinyal pasar. Manajemen mempertimbangkan bagaimana pasar menafsirkan perubahan dividen.

26. Contoh Perhitungan Payout, Retention, dan Growth

Misalkan PT Maju Sejahtera memiliki data berikut:

- Laba bersih: Rp100 miliar
- Dividen tunai: Rp35 miliar
- Ekuitas: Rp500 miliar
- ROE: 20%

Dividend payout ratio:

$$\text{Rp35 miliar} / \text{Rp100 miliar} = 35\%$$

Retention ratio:

$$1 - 35\% = 65\%$$

Sustainable growth rate:

$$\text{ROE} \times \text{Retention ratio} = 20\% \times 65\% = 13\%$$

Artinya, jika perusahaan mempertahankan ROE 20%, struktur modal stabil, dan menahan 65% laba, perusahaan dapat tumbuh sekitar 13% secara berkelanjutan tanpa menerbitkan ekuitas baru.

Jika perusahaan menaikkan payout ratio menjadi 60%, retention ratio turun menjadi 40%. Sustainable growth rate menjadi:

$$20\% \times 40\% = 8\%$$

Kenaikan dividen memberi kas lebih besar kepada pemegang saham, tetapi mengurangi kemampuan pertumbuhan internal. Keputusan yang benar tergantung pada peluang investasi. Jika perusahaan memiliki banyak proyek dengan return di atas biaya modal, payout 35% mungkin lebih baik. Jika peluang investasi terbatas, payout 60% dapat lebih rasional.

27. Studi Kasus Naratif: Perusahaan Matang

PT Stabil Makmur adalah perusahaan barang konsumsi yang telah beroperasi puluhan tahun. Penjualan tumbuh moderat, margin stabil, dan arus kas operasi kuat. Perusahaan tidak membutuhkan investasi besar karena kapasitas produksi cukup. Selama lima tahun terakhir, kas meningkat dan utang menurun.

Pemegang saham mulai bertanya mengapa perusahaan terus menahan kas besar. Direksi mengevaluasi peluang investasi dan menemukan bahwa banyak proyek ekspansi menghasilkan return di bawah biaya modal. Jika perusahaan tetap memaksakan ekspansi, nilai dapat turun. Karena itu, direksi mengusulkan kenaikan dividen reguler dan buyback terbatas.

Keputusan ini rasional karena perusahaan matang tidak harus mengejar pertumbuhan agresif. Mengembalikan kas kepada pemegang saham dapat meningkatkan efisiensi modal dan mengurangi risiko agency cost. Namun, direksi tetap menjaga cadangan kas untuk risiko bahan baku dan kebutuhan modernisasi pabrik.

Kasus ini menunjukkan bahwa dividen tinggi dapat menjadi kebijakan sehat jika perusahaan matang, arus kas stabil, dan peluang investasi terbatas.

28. Studi Kasus Naratif: Perusahaan Bertumbuh

PT Digital Nusantara adalah perusahaan teknologi pendidikan yang tumbuh cepat. Pendapatan meningkat 40% per tahun, tetapi perusahaan membutuhkan dana besar untuk pengembangan platform AI, akuisisi pengguna, keamanan data, dan ekspansi pasar. Perusahaan mulai mencatat laba kecil, tetapi arus kas masih digunakan untuk pertumbuhan.

Sebagian pemegang saham meminta dividen sebagai bukti keberhasilan. Namun, direksi menjelaskan bahwa membayar dividen saat ini akan mengurangi kemampuan perusahaan mengejar peluang pertumbuhan. Perusahaan memiliki proyek dengan expected return jauh di atas biaya modal. Oleh karena itu, laba lebih baik ditahan untuk investasi.

Direksi menetapkan kebijakan: tidak membayar dividen dalam tiga tahun ke depan, tetapi memberikan laporan penggunaan laba ditahan, target pertumbuhan, dan metrik kinerja. Kebijakan ini dapat diterima investor pertumbuhan karena alasan strategisnya jelas.

Kasus ini menunjukkan bahwa tidak membayar dividen bukan tanda buruk jika perusahaan memiliki peluang investasi bernilai dan mampu mengomunikasikan strategi.

29. Studi Kasus Naratif: UMKM dan Distribusi Laba Pemilik

Sebuah UMKM makanan di Bogor memperoleh laba tahunan sekitar Rp300 juta. Pemilik sering mengambil kas usaha kapan saja untuk kebutuhan keluarga. Akibatnya, ketika ada pesanan besar, usaha kekurangan dana untuk membeli bahan baku. Pemilik lalu meminjam dengan bunga tinggi.

Setelah mendapat pendampingan, pemilik menetapkan kebijakan sederhana. Dari laba tahunan, 40% dapat diambil sebagai distribusi

pemilik, 40% ditahan untuk modal kerja dan ekspansi, 10% untuk cadangan risiko, dan 10% untuk pajak serta kewajiban lain. Pemilik juga mengambil gaji bulanan tetap agar pengambilan kas lebih terencana.

Dalam satu tahun, usaha menjadi lebih stabil. Pemilik tetap menerima manfaat ekonomi, tetapi usaha memiliki dana untuk bertumbuh. Prinsipnya sama dengan kebijakan dividen perusahaan: distribusi kepada pemilik harus seimbang dengan kebutuhan pertumbuhan.

30. Kesalahan Umum dalam Kebijakan Dividen

Beberapa kesalahan umum perlu dihindari.

Pertama, membayar dividen hanya karena tekanan pemegang saham tanpa melihat kas.

Kedua, mempertahankan dividen tinggi meskipun laba dan arus kas menurun.

Ketiga, menahan laba terlalu besar tanpa rencana investasi yang jelas.

Keempat, menaikkan dividen untuk memberi sinyal positif tetapi tidak didukung fundamental.

Kelima, mengabaikan kebutuhan modal kerja dan utang jatuh tempo.

Keenam, membandingkan payout ratio dengan perusahaan lain tanpa memperhatikan industri dan siklus hidup.

Ketujuh, menggunakan buyback untuk mempercantik EPS ketika saham overvalued.

Kedelapan, tidak mengomunikasikan perubahan kebijakan dividen dengan jelas.

Kesembilan, mengabaikan pajak dan preferensi investor.

Kesepuluh, memisahkan kebijakan dividen dari strategi investasi dan struktur modal.

31. Dividen dalam Era Digital dan Pasar Modern

Era digital mengubah cara investor membaca kebijakan dividen. Informasi tersedia cepat, investor dapat membandingkan banyak perusahaan, dan pasar merespons berita secara instan. Perubahan dividen segera dianalisis bersama laporan arus kas, leverage, prospek industri, dan strategi manajemen.

Perusahaan digital sering menahan laba untuk pertumbuhan. Banyak investor memahami bahwa perusahaan teknologi tidak selalu membayar dividen pada tahap awal. Namun, ketika perusahaan digital menjadi matang dan menghasilkan kas besar, tekanan untuk membayar dividen atau buyback dapat meningkat.

Pasar modern juga melihat payout policy secara lebih luas. Investor tidak hanya bertanya apakah perusahaan membayar dividen, tetapi juga bagaimana perusahaan menggunakan kas. Apakah kas digunakan untuk investasi produktif? Apakah buyback dilakukan pada harga wajar? Apakah manajemen menjaga neraca? Apakah perusahaan memiliki tata kelola yang baik?

Dengan demikian, dividen tetap penting, tetapi tidak lagi menjadi satu-satunya indikator nilai. Dividen harus dibaca bersama strategi pertumbuhan, kualitas laba, arus kas bebas, dan alokasi modal.

32. Implikasi Manajerial

Bagi manajer keuangan, kebijakan dividen memiliki beberapa implikasi praktis.

Pertama, dividen harus didasarkan pada kas berkelanjutan, bukan laba sesaat.

Kedua, perusahaan perlu menetapkan target payout yang konsisten dengan siklus hidup dan strategi.

Ketiga, laba ditahan harus menghasilkan return di atas biaya modal. Jika tidak, dana lebih baik dikembalikan kepada pemegang saham.

Keempat, stabilitas dividen penting, tetapi tidak boleh dipertahankan dengan mengorbankan kesehatan keuangan.

Kelima, buyback dapat menjadi alat fleksibel, tetapi harus dilakukan ketika saham bernilai wajar atau undervalued dan kas berlebih benar-benar tersedia.

Keenam, kebijakan dividen harus mempertimbangkan struktur modal dan covenant utang.

Ketujuh, komunikasi kepada investor harus jelas. Investor lebih mudah menerima dividen rendah jika perusahaan menjelaskan peluang investasi yang kredibel.

Kedelapan, kebijakan dividen perlu ditinjau berkala karena kondisi bisnis, pajak, pasar, dan strategi berubah.

33. Ringkasan Bab

Dividen adalah pembagian hasil kepada pemegang saham. Kebijakan dividen menentukan berapa laba yang dibagikan dan berapa yang ditahan. Keputusan ini berkaitan erat dengan pertumbuhan dan nilai perusahaan.

Teori irrelevansi dividen menyatakan bahwa dalam pasar sempurna, kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, dalam dunia nyata, pajak, sinyal, agency cost, preferensi investor, biaya transaksi, dan asimetri informasi membuat dividen relevan. Teori bird-in-the-hand

menekankan preferensi investor terhadap dividen pasti. Tax preference theory menekankan perbedaan pajak. Signaling theory melihat dividen sebagai sinyal prospek. Agency theory melihat dividen sebagai alat mengurangi arus kas bebas. Clientele effect menjelaskan perbedaan preferensi investor. Teori siklus hidup menunjukkan bahwa perusahaan matang lebih cenderung membayar dividen.

Hubungan dividen dan pertumbuhan dapat dilihat melalui retention ratio dan sustainable growth rate. Semakin tinggi dividen, semakin rendah laba ditahan, kecuali perusahaan menggunakan pendanaan eksternal. Namun, laba ditahan hanya menciptakan nilai jika diinvestasikan dengan return melebihi biaya modal.

Kebijakan payout modern mencakup dividen dan buyback. Dividen memberi stabilitas dan sinyal, sedangkan buyback memberi fleksibilitas. Perusahaan harus memilih kombinasi payout yang sesuai dengan arus kas, peluang investasi, struktur modal, dan harapan investor.

34. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa dividen, pertumbuhan, dan nilai perusahaan merupakan tiga unsur yang saling berkaitan. Dividen memberikan manfaat langsung kepada pemegang saham, tetapi mengurangi kas yang tersedia untuk investasi. Laba ditahan mendukung pertumbuhan, tetapi hanya menciptakan nilai jika digunakan untuk proyek yang produktif. Nilai perusahaan meningkat ketika manajemen mampu menyeimbangkan distribusi kepada pemegang saham dan reinvestasi untuk masa depan.

Tidak ada kebijakan dividen yang berlaku universal. Perusahaan muda dengan peluang pertumbuhan tinggi dapat menahan laba. Perusahaan matang dengan arus kas stabil dapat membayar dividen lebih besar. Perusahaan dengan kas berlebih dapat menggunakan buyback secara

fleksibel. Perusahaan dengan leverage tinggi harus menjaga kas dan membatasi payout. Setiap keputusan harus mempertimbangkan konteks.

Kebijakan dividen yang baik harus memenuhi empat prinsip. Pertama, berkelanjutan secara kas. Kedua, selaras dengan strategi investasi. Ketiga, transparan kepada investor. Keempat, mendukung nilai jangka panjang. Dividen bukan sekadar pembagian laba, melainkan bagian dari arsitektur alokasi modal perusahaan.

Pada akhirnya, perusahaan yang bijaksana tidak bertanya “berapa dividen terbesar yang dapat dibayarkan?”, melainkan “berapa dividen yang sehat setelah mempertimbangkan kebutuhan pertumbuhan, risiko, dan penciptaan nilai?” Jawaban atas pertanyaan inilah yang membedakan kebijakan dividen yang sekadar menarik secara jangka pendek dari kebijakan dividen yang benar-benar mendukung keberlanjutan perusahaan.

Glossarium

Agency Cost

Biaya yang timbul akibat konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan pihak lain.

Bird-in-the-Hand Theory

Teori yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang pasti dibanding capital gain yang tidak pasti.

Buyback

Pembelian kembali saham oleh perusahaan dari pasar atau pemegang saham.

Capital Gain

Keuntungan yang diperoleh ketika harga jual saham lebih tinggi daripada harga beli.

Clientele Effect

Fenomena ketika kelompok investor tertentu tertarik pada perusahaan dengan kebijakan dividen yang sesuai preferensinya.

Dividend Discount Model

Model valuasi saham berdasarkan nilai kini dividen masa depan.

Dividend Payout Ratio

Proporsi laba bersih yang dibagikan sebagai dividen.

Dividend Smoothing

Kebijakan menjaga dividen relatif stabil dan menyesuaikan secara bertahap.

Dividend Yield

Rasio dividen per saham terhadap harga saham.

Dividen Interim

Dividen yang dibayarkan sebelum akhir tahun buku.

Dividen Khusus

Dividen tidak rutin yang biasanya dibayarkan karena kas berlebih atau kejadian tertentu.

Dividen Saham

Dividen dalam bentuk saham tambahan, bukan kas.

Dividen Tunai

Dividen yang dibayarkan dalam bentuk kas.

Free Cash Flow

Arus kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhan operasi dan investasi penting.

Gordon Growth Model

Model valuasi saham dengan asumsi dividen tumbuh konstan.

Irrelevansi Dividen

Teori yang menyatakan bahwa dalam pasar sempurna, kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan.

Laba Ditahan

Bagian laba bersih yang tidak dibagikan sebagai dividen dan tetap berada dalam perusahaan.

Payout Policy

Kebijakan perusahaan dalam mengembalikan kas kepada pemegang saham melalui dividen atau buyback.

Retention Ratio

Proporsi laba yang ditahan dalam perusahaan.

Signaling Theory

Teori yang menyatakan bahwa keputusan dividen dapat memberi sinyal mengenai prospek perusahaan.

Sustainable Growth Rate

Tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai perusahaan dengan mempertahankan struktur keuangan tertentu tanpa menerbitkan ekuitas baru.

Tax Preference Theory

Teori yang menyatakan bahwa perbedaan perlakuan pajak terhadap dividen dan capital gain memengaruhi preferensi investor.

Daftar Pustaka

Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), 2499–2536. DOI: 10.1111/0022-1082.00298

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. DOI: 10.2307/3003330

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.07.004

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Edmans, A. (2025). *Principles of corporate finance*. McGraw Hill. DOI tidak tersedia.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2000). Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 309–354. DOI perlu diverifikasi pada basis data penerbit.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425–456. DOI perlu diverifikasi pada basis data penerbit.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2008). Corporate payout policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3(2–3), 95–287. DOI perlu diverifikasi pada basis data penerbit.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. DOI perlu diverifikasi pada basis data penerbit.

Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. DOI perlu diverifikasi pada basis data penerbit.

Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659. DOI tidak tersedia.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43. DOI: 10.1016/S0304-405X(01)00038-1

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105. DOI: 10.2307/1927792

Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684. DOI: 10.1111/1540-6261.00474

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. DOI tidak tersedia.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113. DOI tidak tersedia.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433. DOI: 10.1086/294442

Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2022). *Corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education. DOI tidak tersedia.

Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582–609. DOI perlu diverifikasi pada basis data penerbit.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Pearson Education. DOI tidak tersedia.

Beberapa artikel klasik dan buku teks tidak memiliki DOI yang tersedia secara konsisten, sehingga diberi keterangan "DOI tidak tersedia" atau "DOI perlu diverifikasi" bila metadata DOI tidak dapat dipastikan dari sumber terbuka yang ditemukan.



Bab 10. Etika, Tata Kelola, dan Masa Depan Manajemen Keuangan

Oleh: Rudy C Tarumingkeng

1 Mengapa Topik Ini Penting?



- Keputusan keuangan memengaruhi kepercayaan, reputasi, dan keberlanjutan organisasi.
- Etika dan tata kelola yang baik menurunkan risiko fraud, konflik kepentingan, dan krisis.
- Masa depan keuangan menuntut akuntabilitas, transparansi, dan adaptasi digital.

2 Pilar Etika Keuangan



Integritas



Transparansi



Akuntabilitas



Etika keuangan berarti keputusan yang benar secara hukum, moral, dan profesional.



Keadilan



Kepatuhan



Tanggung jawab sosial

3 Tata Kelola Keuangan yang Baik



- Peran dewan, direksi, komite audit, dan pengendalian internal.
- Pemisahan tugas dan otorisasi yang jelas.
- Pelaporan keuangan yang andal dan tepat waktu.
- Manajemen risiko dan pengawasan berkelanjutan.

4 Risiko Etika dan Tantangan Modern

- ! Fraud dan manipulasi laporan.
- ! Konflik kepentingan.
- ! Penyalahgunaan data dan privasi.
- ! Greenwashing dan misreporting ESG.
- ! Bias algoritma dan risiko AI dalam keputusan keuangan.
- ! Ancaman siber dan keamanan digital.



5 ESG dan Keberlanjutan



- E: lingkungan dan efisiensi sumber daya.
- S: dampak sosial, SDM, dan pemangku kepentingan.
- G: tata kelola, etika, dan kepatuhan.

Manajemen keuangan modern tidak hanya mengejar laba, tetapi juga nilai jangka panjang.

6 Masa Depan Manajemen Keuangan

- CFO semakin strategis dan berbasis data.
- AI, analytics, dan otomatisasi mempercepat keputusan.
- Pelaporan real-time dan integrated reporting makin penting.
- Keuangan harus lincah, adaptif, dan kolaboratif.
- Literasi digital dan etika AI menjadi kompetensi kunci.



7 Prinsip Praktis



1 Bangun budaya integritas.



2 Perkuat kontrol internal.



3 Kelola risiko secara proaktif.



4 Gunakan teknologi secara etis.



5 Seimbangkan profit, people, dan planet.

8 Kesimpulan



Masa depan manajemen keuangan terletak pada perpaduan antara kompetensi teknis, etika, tata kelola, teknologi, dan keberlanjutan untuk menciptakan nilai yang bertanggung jawab.

Bab 10. Etika, Tata Kelola, dan Masa Depan Manajemen Keuangan

Berikut naskah **Bab 10. Etika, Tata Kelola, dan Masa Depan Manajemen Keuangan** dalam format artikel/bab buku akademik. Rujukan teori tentang tata kelola klasik, literatur ESG, pengungkapan korporasi, serta standar mutakhir seperti G20/OECD Corporate Governance Principles 2023, IFRS S1–S2, POJK 51/POJK.03/2017, SPK Indonesia berbasis IFRS S1–S2 yang efektif 1 Januari 2027, COSO Internal Control Framework, dan NIST AI Risk Management Framework. IFRS S1 dan IFRS S2 berlaku untuk periode pelaporan tahunan mulai 1 Januari 2024, sementara standar pengungkapan keberlanjutan Indonesia PSPK 1 dan PSPK 2 disahkan pada 1 Juli 2025 dan efektif 1 Januari 2027. ([IFRS Foundation](#))

Abstrak

Etika, tata kelola, dan masa depan manajemen keuangan merupakan tema penutup yang sangat penting dalam studi *financial management*. Jika bab-bab sebelumnya membahas konsep teknis seperti laporan keuangan, nilai waktu uang, risiko dan *return*, biaya modal, struktur modal, modal kerja, *capital budgeting*, dan kebijakan dividen, maka bab ini menempatkan seluruh konsep tersebut dalam kerangka yang lebih luas: bagaimana keputusan keuangan dijalankan secara benar, bertanggung jawab, transparan, berkelanjutan, dan adaptif terhadap perubahan zaman. Manajemen keuangan tidak boleh dipahami hanya sebagai seni memaksimalkan laba, nilai saham, atau efisiensi modal. Manajemen keuangan modern harus dipahami sebagai disiplin pengambilan keputusan yang menggabungkan rasionalitas ekonomi, integritas moral, tata kelola yang sehat, kepatuhan hukum, akuntabilitas sosial, serta kemampuan menghadapi risiko digital dan keberlanjutan.

Bab ini membahas etika keuangan sebagai fondasi perilaku manajerial dalam mengelola dana organisasi. Etika keuangan mencakup integritas, kejujuran pelaporan, keadilan kepada pemangku kepentingan, pencegahan konflik kepentingan, pengendalian terhadap fraud, tanggung jawab fidusia, serta perlindungan terhadap kepercayaan investor, kreditur, karyawan, pelanggan, dan masyarakat. Dalam konteks tata kelola, bab ini membahas peran dewan komisaris, direksi, komite audit, auditor internal, auditor eksternal, pengendalian internal, manajemen risiko, transparansi, dan pengawasan. Tata kelola yang baik bukan hanya prosedur administratif, melainkan sistem yang memastikan bahwa keputusan keuangan diarahkan untuk kepentingan organisasi jangka panjang dan tidak disalahgunakan oleh pihak tertentu.

Bab ini juga menguraikan perkembangan ESG, keberlanjutan, *integrated reporting*, dan standar pengungkapan keberlanjutan. Dalam beberapa tahun terakhir, isu lingkungan, sosial, dan tata kelola semakin memengaruhi akses modal, reputasi, biaya modal, strategi investasi, dan ekspektasi pemangku kepentingan. Keuangan modern bergerak dari paradigma sempit *shareholder value* menuju penciptaan nilai jangka panjang yang memperhatikan risiko iklim, keadilan sosial, kualitas tata kelola, serta keberlanjutan bisnis. Perusahaan tidak lagi hanya ditanya "berapa labanya?", tetapi juga "bagaimana laba itu diperoleh?", "apakah risikonya dikelola?", "apakah dampaknya bertanggung jawab?", dan "apakah laporan keuangannya dapat dipercaya?".

Selanjutnya, bab ini membahas masa depan manajemen keuangan di era digital, artificial intelligence, data analytics, fintech, cybersecurity, otomatisasi, dan pelaporan real-time. Fungsi keuangan masa depan akan semakin strategis, berbasis data, prediktif, kolaboratif, dan terintegrasi dengan strategi organisasi. Namun, kemajuan teknologi juga membawa risiko baru: bias algoritma, penyalahgunaan data, fraud digital, serangan siber, *black-box decision making*, manipulasi pelaporan, dan *greenwashing*. Oleh karena itu, masa depan manajemen keuangan tidak hanya

membutuhkan kemampuan teknis dan digital, tetapi juga etika, tata kelola, dan kebijaksanaan manajerial.

Kata Kunci: *etika keuangan, tata kelola perusahaan, manajemen keuangan, ESG, keberlanjutan, pengendalian internal, fraud, transparansi, akuntabilitas, AI dalam keuangan, digital finance, corporate governance, integrated reporting.*

1. Pendahuluan

Manajemen keuangan sering dipelajari melalui rumus, rasio, model, dan teknik keputusan. Mahasiswa mempelajari nilai kini, nilai masa depan, NPV, IRR, WACC, DER, ROE, ROA, *cash conversion cycle*, *dividend payout ratio*, dan berbagai indikator lain. Semua alat tersebut penting. Namun, alat yang benar dapat menghasilkan keputusan yang salah jika digunakan tanpa etika dan tata kelola. Rumus NPV dapat dipakai untuk memilih proyek yang menciptakan nilai, tetapi dapat pula dimanipulasi melalui asumsi arus kas yang terlalu optimistis. Rasio keuangan dapat membantu membaca kesehatan perusahaan, tetapi dapat pula disalahgunakan untuk memperindah laporan. Struktur modal dapat dirancang untuk efisiensi biaya modal, tetapi dapat pula digunakan untuk memindahkan risiko secara tidak adil kepada kreditur, pemasok, karyawan, atau masyarakat.

Karena itu, bab penutup ini menekankan bahwa *financial management* bukan sekadar teknik menghitung uang. Ia adalah disiplin pengambilan keputusan yang mengelola kepercayaan. Uang yang dikelola perusahaan sering kali bukan hanya uang pemilik langsung, tetapi juga dana investor publik, pinjaman bank, obligasi, iuran peserta, dana pelanggan, tabungan masyarakat, pembayaran pasien, uang kuliah mahasiswa, sumbangan donor, dana pemerintah, dan sumber daya sosial yang dipercayakan

kepada organisasi. Setiap keputusan keuangan membawa konsekuensi moral.

Etika dan tata kelola menjadi semakin penting karena organisasi modern beroperasi dalam ekosistem yang kompleks. Perusahaan berhubungan dengan investor, kreditur, pemerintah, pemasok, karyawan, pelanggan, komunitas lokal, media, regulator, dan pasar global. Keputusan keuangan yang buruk dapat berdampak luas: kerugian investor, PHK, gagal bayar, pencemaran lingkungan, hilangnya kepercayaan publik, krisis reputasi, bahkan krisis sistemik. Sejarah bisnis menunjukkan bahwa banyak kegagalan korporasi bukan hanya disebabkan oleh kelemahan model bisnis, tetapi oleh manipulasi laporan, konflik kepentingan, pengendalian internal yang lemah, keserakahan manajerial, dan kegagalan pengawasan.

Tata kelola perusahaan yang baik membantu mengurangi masalah tersebut. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 menekankan pentingnya kerangka hukum, regulasi, hak pemegang saham, perlakuan setara, peran investor institusional, pengungkapan, transparansi, tanggung jawab dewan, serta keberlanjutan dan ketahanan perusahaan. Prinsip-prinsip tersebut dimaksudkan sebagai pedoman bagi pembuat kebijakan, pasar modal, investor, dan korporasi dalam membangun tata kelola yang sehat. ([OECD](#))

Dalam konteks Indonesia, isu etika dan tata kelola semakin relevan karena pasar modal berkembang, perusahaan publik bertambah, tuntutan keberlanjutan meningkat, dan digitalisasi keuangan meluas. OJK telah mengatur penerapan keuangan berkelanjutan melalui POJK 51/POJK.03/2017 bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik; aturan tersebut mencakup laporan keberlanjutan yang memuat kinerja ekonomi, keuangan, sosial, dan lingkungan. ([OJK](#)) Indonesia juga telah meluncurkan Standar Pengungkapan Keberlanjutan, yaitu PSPK 1 dan PSPK 2, berbasis IFRS S1 dan IFRS S2, yang berlaku efektif 1 Januari 2027. ([Ikatan Akuntan Indonesia](#))

Dengan demikian, masa depan manajemen keuangan akan ditentukan oleh kemampuan organisasi menggabungkan tiga hal: kompetensi teknis, integritas tata kelola, dan adaptasi terhadap perubahan digital serta keberlanjutan.

2. Hakikat Etika dalam Manajemen Keuangan

Etika dalam manajemen keuangan adalah prinsip moral yang membimbing cara organisasi memperoleh, menggunakan, melaporkan, mengendalikan, dan mempertanggungjawabkan sumber daya keuangan. Etika keuangan tidak hanya berarti mematuhi hukum. Kepatuhan hukum adalah batas minimum. Etika menuntut standar yang lebih tinggi: kejujuran, keadilan, tanggung jawab, transparansi, kehati-hatian, dan penghormatan terhadap kepentingan pihak lain.

Dalam praktik, etika keuangan muncul dalam banyak keputusan. Apakah pendapatan boleh diakui sebelum benar-benar memenuhi syarat? Apakah biaya boleh ditunda agar laba tampak lebih tinggi? Apakah manajer boleh memilih proyek yang meningkatkan bonusnya tetapi merusak nilai jangka panjang? Apakah perusahaan boleh menunda pembayaran pemasok kecil untuk memperbaiki arus kas akhir tahun? Apakah laporan keberlanjutan boleh menonjolkan kegiatan sosial kecil tetapi menyembunyikan dampak lingkungan besar? Apakah penggunaan AI untuk penilaian kredit boleh dilakukan tanpa audit bias? Pertanyaan-pertanyaan ini menunjukkan bahwa etika keuangan selalu hadir dalam keputusan sehari-hari.

Etika keuangan bertumpu pada beberapa pilar. Pertama, integritas. Manajer keuangan harus jujur dalam mencatat, menyusun, dan menyampaikan informasi. Kedua, transparansi. Informasi material harus diungkapkan secara memadai agar pemangku kepentingan dapat mengambil keputusan rasional. Ketiga, akuntabilitas. Setiap pengambil keputusan harus dapat menjelaskan dasar, proses, dan konsekuensi

keputusannya. Keempat, keadilan. Keputusan keuangan tidak boleh menguntungkan satu pihak secara tidak wajar dengan merugikan pihak lain. Kelima, kepatuhan. Organisasi harus mematuhi standar akuntansi, regulasi pajak, aturan pasar modal, perjanjian kredit, dan ketentuan hukum. Keenam, tanggung jawab sosial. Perusahaan harus menyadari bahwa keputusan keuangan memiliki dampak terhadap masyarakat dan lingkungan.

Dalam teori keuangan klasik, perusahaan sering dipandang sebagai entitas yang bertujuan memaksimalkan nilai pemegang saham. Namun, bahkan dalam kerangka itu pun, etika tetap penting karena nilai jangka panjang tidak dapat dibangun di atas manipulasi dan ketidakpercayaan. Kepercayaan adalah aset tidak berwujud yang sangat berharga. Sekali reputasi keuangan rusak, biaya modal dapat naik, investor menjauh, kreditur memperketat pinjaman, pelanggan ragu, dan karyawan kehilangan loyalitas.

Etika keuangan juga berkaitan dengan tanggung jawab fidusia. Direksi dan manajemen dipercaya mengelola sumber daya atas nama pemegang saham dan pemangku kepentingan. Kepercayaan itu menuntut loyalitas, kehati-hatian, dan kompetensi. Dalam konteks organisasi pendidikan, rumah sakit, yayasan, koperasi, dan lembaga publik, tanggung jawab fidusia bahkan lebih luas karena dana yang dikelola sering berkaitan langsung dengan kepentingan sosial.

3. Dilema Etika dalam Keputusan Keuangan

Dilema etika muncul ketika manajer menghadapi pilihan yang secara teknis mungkin sah, tetapi secara moral problematis. Dalam manajemen keuangan, dilema sering terjadi karena adanya tekanan target, bonus, ekspektasi investor, persaingan pasar, kebutuhan kas, atau konflik kepentingan.

Salah satu dilema umum adalah manipulasi laba. Manajemen mungkin tergoda mempercepat pengakuan pendapatan atau menunda pengakuan beban agar laba memenuhi target. Praktik seperti ini dapat dimulai dari tindakan kecil, misalnya menggeser waktu pencatatan transaksi, tetapi dapat berkembang menjadi manipulasi laporan keuangan yang serius. Literatur akuntansi menunjukkan bahwa kualitas laba sangat penting karena laba digunakan investor untuk menilai arus kas masa depan; laba yang tidak berkualitas dapat menyesatkan keputusan pasar.

Dilema kedua adalah pemilihan proyek investasi. Seorang manajer dapat mengusulkan proyek dengan NPV tampak positif karena asumsi penjualan dibuat terlalu tinggi, biaya dibuat terlalu rendah, atau tingkat diskonto dibuat terlalu kecil. Secara formal, proposal tampak ilmiah. Secara etis, proposal tersebut menyesatkan. Karena itu, proses *capital budgeting* memerlukan review independen, dokumentasi asumsi, dan *post-audit*.

Dilema ketiga adalah konflik kepentingan. Manajer dapat memilih pemasok yang memiliki hubungan pribadi, memberikan kredit kepada pihak berelasi, atau menyetujui transaksi yang menguntungkan kelompok tertentu. Konflik kepentingan tidak selalu berarti terjadi kecurangan, tetapi harus diungkapkan dan dikelola. Tata kelola yang baik menuntut pemisahan peran, otorisasi, dan transparansi.

Dilema keempat adalah penggunaan utang. Utang dapat mempercepat pertumbuhan, tetapi utang berlebihan dapat memindahkan risiko kepada kreditur, karyawan, pemasok, dan masyarakat. Manajemen yang mengejar leverage tinggi demi ROE jangka pendek dapat mengorbankan ketahanan jangka panjang. Struktur modal yang etis bukan hanya yang memaksimalkan keuntungan pemegang saham dalam kondisi normal, tetapi juga yang mempertimbangkan kemampuan perusahaan bertahan dalam skenario buruk.

Dilema kelima adalah pembagian dividen dan buyback. Perusahaan dapat membayar dividen tinggi untuk menyenangkan pemegang saham, tetapi jika kas tidak memadai atau kebutuhan investasi besar, kebijakan tersebut

dapat melemahkan masa depan perusahaan. Buyback dapat menciptakan nilai jika saham undervalued dan kas berlebih, tetapi dapat merusak nilai jika dilakukan untuk mempercantik EPS atau mendukung harga saham jangka pendek.

Dilema keenam adalah ESG dan pelaporan keberlanjutan. Perusahaan dapat tergoda melakukan *greenwashing*, yaitu menampilkan citra hijau tanpa perubahan substantif. Risiko ini semakin penting karena investor dan regulator menuntut informasi keberlanjutan yang dapat dibandingkan dan dipercaya. IFRS S1 dan S2 memperkuat arah global menuju pengungkapan keberlanjutan yang relevan bagi keputusan penyedia modal. ([IFRS Foundation](#))

4. Pengertian Tata Kelola Keuangan

Tata kelola keuangan adalah sistem struktur, proses, kebijakan, dan pengawasan yang memastikan keputusan keuangan dibuat secara transparan, akuntabel, terkendali, dan selaras dengan tujuan organisasi. Tata kelola keuangan merupakan bagian dari tata kelola perusahaan secara keseluruhan.

Dalam pengertian luas, tata kelola keuangan mencakup siapa yang berwenang mengambil keputusan keuangan, bagaimana keputusan disetujui, bagaimana risiko diukur, bagaimana laporan disusun, bagaimana pengendalian internal bekerja, bagaimana audit dilakukan, dan bagaimana manajemen mempertanggungjawabkan penggunaan dana. Tata kelola keuangan tidak hanya berlaku untuk perusahaan publik. UMKM, rumah sakit, perguruan tinggi, yayasan, koperasi, gereja, lembaga sosial, dan organisasi pemerintah pun membutuhkan tata kelola keuangan.

Shleifer dan Vishny mendefinisikan corporate governance sebagai cara penyedia dana memastikan mereka memperoleh pengembalian atas investasi mereka; literatur ini menekankan pentingnya perlindungan

investor, struktur kepemilikan, dan mekanisme pengawasan. ([Wiley Online Library](#)) Namun, dalam perkembangan modern, tata kelola juga meluas ke tanggung jawab sosial, keberlanjutan, manajemen risiko, dan akuntabilitas kepada pemangku kepentingan yang lebih luas.

Tata kelola keuangan yang baik memiliki beberapa ciri. Pertama, terdapat pemisahan fungsi yang jelas antara penyusun, pelaksana, pencatat, penyetuju, dan pengawas transaksi. Kedua, terdapat otorisasi berlapis untuk transaksi signifikan. Ketiga, laporan keuangan disusun sesuai standar dan diaudit secara wajar. Keempat, risiko keuangan dipantau secara sistematis. Kelima, terdapat komite audit atau fungsi pengawasan yang independen. Keenam, konflik kepentingan diungkapkan dan dikelola. Ketujuh, penggunaan dana dapat ditelusuri melalui dokumentasi yang memadai.

Dalam organisasi kecil, tata kelola sering dianggap rumit. Namun, prinsipnya dapat diterapkan secara sederhana. Misalnya, pemilik UMKM memisahkan rekening usaha dan pribadi, membuat catatan kas, membatasi otorisasi pembayaran, menyimpan bukti transaksi, dan merekonsiliasi kas. Dalam yayasan, pengeluaran harus disetujui sesuai anggaran dan dilaporkan kepada pengurus. Dalam perguruan tinggi, dana penelitian, dana mahasiswa, dana operasional, dan investasi fasilitas harus memiliki aturan penggunaan yang jelas.

Tata kelola bukan musuh fleksibilitas. Tata kelola yang baik justru menciptakan kepercayaan dan mempercepat keputusan karena peran, batas kewenangan, dan informasi tersedia dengan jelas. Organisasi tanpa tata kelola sering tampak cepat dalam jangka pendek, tetapi rapuh ketika tumbuh.

5. Prinsip-Prinsip Tata Kelola Keuangan yang Baik

Prinsip pertama adalah transparansi. Transparansi berarti informasi yang relevan disampaikan secara jelas, tepat waktu, dan dapat dipahami. Dalam keuangan, transparansi mencakup laporan keuangan, arus kas, utang, komitmen, risiko, transaksi pihak berelasi, kebijakan akuntansi, dan strategi pendanaan. Transparansi mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan penyedia modal. Healy dan Palepu menunjukkan bahwa pengungkapan perusahaan berkaitan dengan masalah asimetri informasi dan pasar modal. ([IDEAS/RePEc](#))

Prinsip kedua adalah akuntabilitas. Akuntabilitas berarti pengambil keputusan bertanggung jawab atas keputusan dan hasilnya. Direksi bertanggung jawab kepada pemegang saham dan pemangku kepentingan. Manajer keuangan bertanggung jawab atas kualitas laporan, pengendalian, dan penggunaan dana. Unit kerja bertanggung jawab atas anggaran dan realisasi.

Prinsip ketiga adalah tanggung jawab. Organisasi harus mematuhi hukum, standar akuntansi, regulasi pajak, aturan pasar modal, perjanjian kredit, dan kewajiban sosial. Tanggung jawab juga berarti memahami dampak keputusan keuangan terhadap pihak lain.

Prinsip keempat adalah independensi. Fungsi pengawasan harus cukup independen dari pihak yang diawasi. Komite audit, auditor internal, dan auditor eksternal harus memiliki ruang untuk menilai tanpa tekanan. Independensi penting agar laporan keuangan dan pengendalian tidak dikuasai oleh kepentingan manajemen tertentu.

Prinsip kelima adalah kewajaran. Semua pemegang saham dan pemangku kepentingan harus diperlakukan secara adil. Transaksi pihak berelasi harus dilakukan secara wajar dan diungkapkan. Pemegang saham minoritas harus dilindungi dari tindakan yang merugikan.

Prinsip keenam adalah integritas. Tata kelola tanpa integritas hanya menjadi formalitas. Organisasi dapat memiliki struktur dewan, komite audit, kode etik, dan prosedur lengkap, tetapi jika budaya internal

membiarkan manipulasi, maka tata kelola tidak efektif. Integritas adalah roh dari tata kelola.

Prinsip ketujuh adalah keberlanjutan. Tata kelola modern tidak hanya mengawasi laba tahun berjalan, tetapi memastikan perusahaan mampu bertahan dan menciptakan nilai jangka panjang. G20/OECD Principles 2023 secara eksplisit memasukkan perhatian pada keberlanjutan dan ketahanan korporasi. ([OECD](#))

6. Peran Dewan, Direksi, Komite Audit, dan Fungsi Keuangan

Tata kelola keuangan membutuhkan pembagian peran yang jelas.

Dewan komisaris atau dewan pengawas berperan mengawasi direksi. Dewan tidak mengelola operasional sehari-hari, tetapi memastikan arah strategis, risiko, dan akuntabilitas berjalan baik. Dewan harus memahami laporan keuangan, struktur modal, risiko investasi, kepatuhan, dan isu keberlanjutan. Dalam perusahaan besar, dewan biasanya dibantu komite audit, komite risiko, komite nominasi dan remunerasi, serta komite tata kelola.

Direksi bertanggung jawab menjalankan perusahaan. Direksi menetapkan strategi, menyetujui investasi, mengelola pendanaan, mengawasi operasional, dan memastikan laporan keuangan andal. Direktur keuangan atau CFO memiliki peran khusus dalam perencanaan keuangan, penganggaran, pengendalian, pelaporan, perpajakan, treasury, pendanaan, hubungan investor, dan manajemen risiko keuangan.

Komite audit berperan mengawasi pelaporan keuangan, audit internal, audit eksternal, pengendalian internal, dan kepatuhan. Komite audit yang kuat dapat membantu mencegah manipulasi laporan dan meningkatkan kepercayaan pasar. Namun, komite audit harus memiliki kompetensi, independensi, akses informasi, dan keberanian bertanya.

Auditor internal mengevaluasi efektivitas pengendalian internal, manajemen risiko, dan proses tata kelola. Auditor internal tidak hanya mencari kesalahan transaksi, tetapi membantu organisasi memperbaiki sistem. Auditor eksternal memberikan opini atas kewajaran laporan keuangan. Auditor eksternal harus independen dan profesional.

Fungsi keuangan masa depan tidak boleh hanya menjadi pencatat transaksi. Fungsi keuangan harus menjadi mitra strategis yang menyediakan analisis, skenario, informasi risiko, dan rekomendasi berbasis data. CFO masa depan harus memahami akuntansi, keuangan, teknologi, data analytics, ESG, regulasi, dan komunikasi strategis.

7. Pengendalian Internal sebagai Fondasi Tata Kelola

Pengendalian internal adalah proses yang dirancang untuk memberikan keyakinan memadai bahwa tujuan organisasi tercapai dalam aspek operasi, pelaporan, dan kepatuhan. COSO Internal Control—Integrated Framework 2013 menjadi salah satu kerangka paling banyak digunakan dalam merancang dan mengevaluasi pengendalian internal. COSO mempertahankan kerangka pengendalian internal modern dengan komponen seperti lingkungan pengendalian, penilaian risiko, aktivitas pengendalian, informasi dan komunikasi, serta monitoring. ([COSO](#))

Dalam manajemen keuangan, pengendalian internal sangat penting karena transaksi keuangan rentan terhadap kesalahan, penyalahgunaan, dan fraud. Pengendalian internal yang baik mencakup pemisahan tugas, otorisasi transaksi, dokumentasi, rekonsiliasi, pembatasan akses, audit trail, persetujuan anggaran, review manajemen, dan monitoring.

Pemisahan tugas berarti orang yang menyetujui transaksi sebaiknya berbeda dari orang yang melakukan pembayaran, mencatat transaksi, dan merekonsiliasi rekening. Dalam organisasi kecil, pemisahan sempurna sulit dilakukan, tetapi pemilik atau pimpinan dapat membuat kompensasi

kontrol, misalnya review mingguan, batas pembayaran, atau rekonsiliasi independen.

Otorisasi transaksi memastikan bahwa pengeluaran dilakukan oleh pihak yang berwenang. Tidak semua orang boleh menyetujui pembelian, pinjaman, diskon, penghapusan piutang, atau pembayaran vendor. Semakin besar nilai transaksi, semakin tinggi level persetujuan.

Dokumentasi penting untuk akuntabilitas. Setiap transaksi harus memiliki bukti: invoice, kontrak, tanda terima, purchase order, berita acara, atau dokumen pendukung. Tanpa dokumentasi, audit sulit dilakukan.

Rekonsiliasi membantu mendeteksi perbedaan antara catatan internal dan sumber eksternal, seperti rekening bank, laporan pemasok, atau catatan pelanggan. Rekonsiliasi kas dan bank sangat penting untuk mencegah kesalahan dan penyalahgunaan.

Pengendalian internal bukan hanya sistem administratif. Ia adalah perlindungan terhadap kepercayaan. Organisasi yang memiliki pengendalian lemah dapat mengalami kebocoran dana, manipulasi data, atau keputusan yang tidak dapat dipertanggungjawabkan.

8. Fraud, Manipulasi Laporan, dan Krisis Kepercayaan

Fraud dalam keuangan dapat berbentuk penggelapan aset, manipulasi laporan keuangan, korupsi, suap, konflik kepentingan, transaksi fiktif, pengadaan tidak wajar, atau penyalahgunaan data. Fraud sering terjadi ketika terdapat tiga unsur: tekanan, kesempatan, dan rasionalisasi. Tekanan dapat berupa target laba, kebutuhan pribadi, utang, atau bonus. Kesempatan muncul dari pengendalian lemah. Rasionalisasi muncul ketika pelaku membenarkan tindakannya, misalnya "hanya sementara", "semua orang juga melakukan", atau "saya berjasa bagi perusahaan".

Manipulasi laporan keuangan sangat berbahaya karena menyesatkan banyak pihak. Investor membeli saham berdasarkan informasi yang salah. Kreditur memberi pinjaman berdasarkan risiko yang diremehkan. Karyawan percaya perusahaan sehat. Regulator terlambat bertindak. Ketika kebenaran terungkap, kerugian dapat meluas.

Pencegahan fraud memerlukan kombinasi budaya, sistem, dan penegakan. Budaya integritas harus dibangun dari pimpinan. *Tone at the top* sangat penting. Jika pimpinan menekan target dengan mengabaikan etika, bawahan akan menangkap pesan bahwa hasil lebih penting daripada cara. Sistem pengendalian internal harus mengurangi kesempatan fraud. Whistleblowing system harus memberi ruang pelaporan aman. Audit internal dan eksternal harus bekerja profesional. Pelanggaran harus ditindak konsisten.

Fraud digital menjadi tantangan baru. Pembayaran elektronik, akses sistem, data pelanggan, algoritma kredit, dan integrasi API membuka peluang baru bagi kejahatan. Karena itu, pengendalian internal harus berkembang menjadi pengendalian digital: autentikasi berlapis, pembatasan akses, enkripsi, log aktivitas, monitoring anomali, dan audit sistem.

9. Etika Pelaporan Keuangan

Pelaporan keuangan adalah sarana utama organisasi berkomunikasi dengan pemangku kepentingan. Laporan keuangan harus relevan, andal, dapat dibandingkan, dapat diverifikasi, tepat waktu, dan mudah dipahami. Etika pelaporan menuntut manajemen tidak hanya mengikuti standar secara formal, tetapi juga menyajikan substansi ekonomi secara jujur.

Salah satu tantangan pelaporan adalah ruang estimasi. Banyak akun memerlukan estimasi manajemen, seperti penyisihan piutang tak tertagih, umur manfaat aset, nilai wajar, kewajiban imbalan kerja, penurunan nilai, provisi, dan kontinjensi. Estimasi diperlukan, tetapi dapat disalahgunakan.

Manajemen dapat membuat estimasi terlalu optimistis untuk menaikkan laba atau terlalu konservatif untuk menciptakan cadangan tersembunyi.

Etika pelaporan juga mencakup pengungkapan risiko. Laporan yang baik tidak hanya menampilkan angka laba, tetapi juga menjelaskan risiko yang dapat memengaruhi masa depan: risiko likuiditas, risiko kredit, risiko pasar, risiko mata uang, risiko suku bunga, risiko pelanggan utama, risiko pemasok, risiko hukum, dan risiko teknologi. Healy dan Palepu menekankan pentingnya pengungkapan dalam mengurangi asimetri informasi di pasar modal. ([SCIRP](#))

Di era ESG, pelaporan keuangan semakin terhubung dengan pelaporan nonkeuangan. Investor ingin memahami bagaimana risiko keberlanjutan memengaruhi nilai perusahaan. IFRS S1 mewajibkan pengungkapan informasi risiko dan peluang keberlanjutan yang berguna bagi pengguna laporan keuangan umum dalam pengambilan keputusan penyediaan sumber daya. ([IFRS Foundation](#)) IFRS S2 berfokus pada pengungkapan terkait iklim dan berlaku bersamaan dengan IFRS S1. ([IFRS Foundation](#))

Dengan demikian, etika pelaporan masa depan menuntut integrasi antara angka keuangan, risiko keberlanjutan, data operasional, dan narasi strategi.

10. ESG dan Keuangan Berkelanjutan

ESG adalah kerangka yang menilai perusahaan dari aspek lingkungan (*environmental*), sosial (*social*), dan tata kelola (*governance*). Dalam aspek lingkungan, perusahaan memperhatikan emisi, energi, air, limbah, biodiversitas, dan efisiensi sumber daya. Dalam aspek sosial, perusahaan memperhatikan karyawan, keselamatan, hak asasi, pelanggan, komunitas, dan rantai pasok. Dalam aspek tata kelola, perusahaan memperhatikan dewan, etika, audit, transparansi, remunerasi, hak pemegang saham, dan kepatuhan.

ESG semakin penting dalam manajemen keuangan karena memengaruhi risiko, biaya modal, akses pendanaan, reputasi, dan nilai jangka panjang. Meta-studi Friede, Busch, dan Bassen atas lebih dari 2.000 studi empiris menemukan bahwa sebagian besar penelitian menunjukkan hubungan non-negatif antara ESG dan kinerja keuangan perusahaan. ([Taylor & Francis Online](#)) Eccles, Ioannou, dan Serafeim menunjukkan bahwa perusahaan dengan kebijakan keberlanjutan tinggi memiliki perbedaan proses organisasi dan kinerja dibanding perusahaan dengan kebijakan keberlanjutan rendah. ([PubsOnline](#))

Namun, ESG tidak boleh dipahami secara sederhana sebagai label. ESG yang baik membutuhkan data, strategi, pengukuran, governance, dan auditabilitas. Tantangan besar ESG adalah kualitas data dan perbedaan rating. Berg, Kölbel, dan Rigobon menunjukkan adanya perbedaan signifikan antar-rating ESG, yang dapat menimbulkan kebingungan bagi investor. Karena itu, standar pengungkapan yang lebih konsisten menjadi penting.

Keuangan berkelanjutan adalah penerapan prinsip keberlanjutan dalam keputusan pendanaan, investasi, kredit, asuransi, dan pasar modal. Dalam konteks Indonesia, POJK 51/POJK.03/2017 menjadi landasan penting bagi penerapan keuangan berkelanjutan pada lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik. ([OJK](#)) Regulasi ini mendorong perusahaan untuk menyusun rencana aksi keuangan berkelanjutan dan laporan keberlanjutan.

ESG mengubah cara CFO berpikir. Pengeluaran untuk efisiensi energi, keselamatan kerja, keamanan data, pelatihan SDM, pengendalian emisi, dan tata kelola tidak lagi dilihat semata-mata sebagai biaya. Ia dapat menjadi investasi untuk mengurangi risiko, memperkuat reputasi, meningkatkan akses modal, dan menciptakan nilai jangka panjang.

11. Integrated Reporting dan Pengungkapan Keberlanjutan

Integrated reporting adalah pendekatan pelaporan yang menghubungkan strategi, tata kelola, kinerja, prospek, dan penciptaan nilai dalam jangka pendek, menengah, dan panjang. Pendekatan ini mengakui bahwa nilai perusahaan tidak hanya berasal dari modal keuangan, tetapi juga modal manufaktur, intelektual, manusia, sosial-relasional, dan alam.

Dalam pelaporan tradisional, laporan keuangan dan laporan keberlanjutan sering terpisah. Laporan keuangan menjelaskan angka ekonomi, sedangkan laporan keberlanjutan menjelaskan dampak sosial dan lingkungan. *Integrated reporting* mencoba menjembatani keduanya. Pertanyaannya bukan hanya “berapa laba tahun ini?”, tetapi “bagaimana organisasi menciptakan nilai dan bagaimana risiko serta peluang memengaruhi nilai tersebut?”.

IFRS S1 dan S2 menunjukkan arah global menuju pengungkapan keberlanjutan yang lebih terhubung dengan keputusan investor. IFRS S1 mengatur persyaratan umum pengungkapan risiko dan peluang keberlanjutan, sedangkan IFRS S2 mengatur pengungkapan terkait iklim. ([IFRS Foundation](#)) Di Indonesia, SPK berbasis IFRS S1 dan S2 akan efektif 1 Januari 2027, sehingga organisasi perlu mulai mempersiapkan data, proses, kompetensi, dan governance pelaporan keberlanjutan. ([Ikatan Akuntan Indonesia](#))

Tantangan utama *integrated reporting* adalah integrasi data. Data keuangan biasanya sudah memiliki sistem kuat, sedangkan data ESG sering tersebar di berbagai unit: operasional, HR, lingkungan, legal, procurement, IT, dan CSR. CFO masa depan perlu bekerja sama dengan seluruh unit untuk memastikan data keberlanjutan dapat dikumpulkan, diverifikasi, dan dikaitkan dengan risiko keuangan.

Pelaporan keberlanjutan juga memerlukan assurance. Investor membutuhkan keyakinan bahwa data emisi, energi, keselamatan, keberagaman, dan tata kelola tidak sekadar klaim. Karena itu, profesi akuntansi dan audit akan semakin berperan dalam assurance nonkeuangan.

12. Etika AI dan Digital Finance

Digitalisasi mengubah manajemen keuangan secara mendalam. ERP, cloud accounting, digital payment, fintech lending, robo-advisor, blockchain, AI analytics, dan automation membuat keputusan keuangan lebih cepat dan berbasis data. Namun, teknologi juga membawa risiko etika.

AI dapat digunakan untuk memprediksi arus kas, menilai kredit, mendeteksi fraud, mengoptimalkan portofolio, membuat proyeksi penjualan, dan menganalisis kontrak. Namun, AI dapat menghasilkan bias jika data historis mengandung bias. Misalnya, model kredit dapat mendiskriminasi kelompok tertentu jika data masa lalu mencerminkan ketimpangan akses keuangan. AI juga dapat menjadi *black box*, sehingga manajer sulit menjelaskan alasan keputusan. Dalam keuangan, keputusan yang tidak dapat dijelaskan dapat menimbulkan risiko hukum dan reputasi.

NIST AI Risk Management Framework dikembangkan untuk membantu organisasi mengelola risiko AI terhadap individu, organisasi, dan masyarakat. Kerangka ini menekankan tata kelola, pemetaan, pengukuran, dan pengelolaan risiko AI agar sistem lebih dapat dipercaya. ([NIST](#))

Etika AI dalam manajemen keuangan mencakup beberapa prinsip. Pertama, fairness. Model tidak boleh menghasilkan diskriminasi yang tidak sah. Kedua, transparency. Pengguna perlu memahami bagaimana keputusan dibuat, terutama dalam kredit, investasi, dan risiko. Ketiga, accountability. Harus jelas siapa yang bertanggung jawab atas keputusan berbasis AI. Keempat, privacy. Data pelanggan dan karyawan harus dilindungi. Kelima, security. Sistem harus aman dari serangan. Keenam, human oversight. Keputusan kritis tidak boleh sepenuhnya dilepas tanpa pengawasan manusia.

Digital finance juga menimbulkan risiko baru bagi konsumen. Kemudahan pinjaman digital dapat mendorong konsumsi berlebihan. Aplikasi investasi

dapat membuat investor pemula mengambil risiko tanpa memahami produk. Data pribadi dapat disalahgunakan untuk penawaran yang agresif. Oleh karena itu, literasi keuangan digital menjadi bagian dari etika keuangan modern.

13. Cybersecurity sebagai Isu Keuangan

Keamanan siber bukan lagi hanya urusan departemen IT. Ia adalah isu keuangan strategis. Serangan siber dapat menghentikan operasi, mencuri data pelanggan, mengubah transaksi, mengganggu pembayaran, menurunkan reputasi, menimbulkan denda, dan merusak nilai perusahaan. Dalam organisasi keuangan, rumah sakit, perguruan tinggi, e-commerce, dan perusahaan publik, data adalah aset penting.

CFO masa depan harus memahami risiko siber dari perspektif keuangan. Berapa biaya jika sistem pembayaran berhenti dua hari? Berapa kerugian jika data pelanggan bocor? Berapa biaya pemulihan ransomware? Berapa dampaknya terhadap kepercayaan investor? Berapa premi asuransi siber? Pertanyaan ini menunjukkan bahwa cybersecurity harus masuk dalam risk management dan anggaran.

Pengendalian siber mencakup autentikasi berlapis, segmentasi akses, enkripsi data, backup, monitoring anomali, pelatihan karyawan, uji penetrasi, audit sistem, dan rencana respons insiden. Banyak serangan terjadi bukan hanya karena teknologi lemah, tetapi karena manusia tertipu phishing, password lemah, atau prosedur diabaikan.

Dari perspektif tata kelola, dewan dan komite audit perlu menerima laporan risiko siber secara berkala. Risiko siber harus dikaitkan dengan risiko keuangan, risiko operasional, dan risiko reputasi. Investasi keamanan siber harus dipandang sebagai proteksi nilai, bukan biaya yang mudah dipotong.

14. Masa Depan CFO dan Fungsi Keuangan

Peran CFO berubah secara dramatis. Pada masa lalu, fungsi keuangan sering dipandang sebagai pencatat transaksi, penyusun laporan, penjaga anggaran, dan pengawas biaya. Di masa depan, CFO menjadi arsitek nilai, mitra strategi, penjaga risiko, pemimpin transformasi digital, dan komunikator kepada investor.

CFO masa depan harus memiliki lima kompetensi utama. Pertama, kompetensi teknis keuangan: akuntansi, treasury, pajak, pendanaan, investasi, pelaporan, dan manajemen risiko. Kedua, kompetensi strategis: memahami model bisnis, industri, pelanggan, rantai pasok, dan keunggulan kompetitif. Ketiga, kompetensi digital: data analytics, AI, ERP, dashboard, cybersecurity, dan otomasi. Keempat, kompetensi ESG: memahami risiko iklim, pelaporan keberlanjutan, green finance, dan nilai jangka panjang. Kelima, kompetensi etis: keberanian menjaga integritas meskipun menghadapi tekanan target.

Fungsi keuangan masa depan juga akan semakin real-time. Laporan bulanan atau tahunan tetap penting, tetapi manajemen membutuhkan dashboard harian atau mingguan untuk kas, penjualan, piutang, persediaan, margin, risiko, dan indikator ESG. Forecasting akan semakin dinamis melalui *rolling forecast*. Budgeting akan bergerak dari proses statis menjadi proses adaptif.

AI dan automation akan mengambil alih banyak pekerjaan repetitif: rekonsiliasi, klasifikasi transaksi, deteksi anomali, pembuatan laporan awal, dan analisis pola. Namun, manusia tetap diperlukan untuk interpretasi, penilaian etis, komunikasi, dan keputusan strategis. Masa depan fungsi keuangan bukan mengganti manusia dengan mesin, tetapi mengangkat manusia dari pekerjaan mekanis menuju pekerjaan bernilai tinggi.

15. Masa Depan Manajemen Keuangan: Dari Profit ke Nilai Bertanggung Jawab

Manajemen keuangan klasik menekankan efisiensi modal dan maksimalisasi nilai. Manajemen keuangan modern tetap menghargai prinsip tersebut, tetapi memperluas makna nilai. Nilai tidak hanya diukur oleh laba jangka pendek atau harga saham sesaat. Nilai mencakup kemampuan organisasi menciptakan arus kas berkelanjutan, menjaga kepercayaan, mengelola risiko, memperhatikan dampak sosial-lingkungan, dan beradaptasi terhadap perubahan.

Konsep *responsible value creation* menjadi penting. Artinya, perusahaan harus menciptakan nilai secara bertanggung jawab. Laba yang diperoleh dengan merusak lingkungan, mengeksploitasi pekerja, memanipulasi laporan, mengabaikan data privacy, atau menyembunyikan risiko bukan nilai yang sehat. Nilai yang bertanggung jawab dibangun melalui strategi yang produktif, etika yang kuat, tata kelola yang baik, dan keberlanjutan.

Pergeseran ini bukan berarti perusahaan mengabaikan profit. Profit tetap penting karena tanpa profit, organisasi tidak dapat bertahan. Namun, profit harus dilihat sebagai hasil dari penciptaan nilai yang sehat, bukan tujuan yang membenarkan segala cara. Dalam bahasa praktis: *profit matters, but how profit is created matters too*.

Dalam dunia yang semakin terbuka, pemangku kepentingan dapat melihat dan menilai perusahaan lebih cepat. Media sosial, data publik, rating ESG, laporan keberlanjutan, investigasi media, dan regulasi membuat perilaku perusahaan lebih terlihat. Perusahaan tidak dapat lagi mengandalkan citra tanpa substansi. Kepercayaan harus dibangun melalui tindakan nyata dan laporan yang dapat diverifikasi.

16. Konteks Indonesia: Etika, Tata Kelola, dan Keuangan Berkelanjutan

Indonesia memiliki peluang besar dalam membangun manajemen keuangan yang etis dan berkelanjutan. Ekonomi yang besar, pasar domestik luas, sumber daya alam melimpah, bonus demografi, digitalisasi cepat, dan perkembangan pasar modal menciptakan ruang pertumbuhan. Namun, tantangan juga besar: korupsi, konflik kepentingan, kualitas pelaporan, literasi keuangan, ketimpangan, risiko lingkungan, dan tata kelola.

Bagi perusahaan publik di Indonesia, transparansi dan tata kelola menjadi semakin penting karena investor domestik dan global semakin memperhatikan kualitas governance. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan andal, komite audit efektif, pengungkapan risiko jelas, dan strategi ESG kredibel akan lebih mudah membangun kepercayaan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki transaksi pihak berelasi tidak transparan, leverage berlebihan, atau pelaporan ESG lemah akan menghadapi premi risiko.

POJK 51/POJK.03/2017 mendorong lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik menerapkan keuangan berkelanjutan dan menyusun laporan keberlanjutan. ([OJK](#)) Penerapan SPK berbasis IFRS S1 dan S2 mulai 2027 memperkuat kebutuhan organisasi Indonesia untuk meningkatkan kualitas data keberlanjutan, governance, dan assurance. ([Ikatan Akuntan Indonesia](#))

Bagi UMKM, etika dan tata kelola juga penting. UMKM yang mencatat keuangan dengan baik, memisahkan kas pribadi dan usaha, membayar kewajiban tepat waktu, memperlakukan karyawan dengan adil, serta menjaga kualitas produk akan lebih mudah memperoleh kepercayaan pelanggan dan akses pembiayaan. Tata kelola sederhana dapat menjadi pintu menuju pertumbuhan.

Bagi perguruan tinggi, rumah sakit, yayasan, dan lembaga sosial, tata kelola keuangan sangat penting karena dana yang dikelola sering berasal

dari mahasiswa, pasien, donor, pemerintah, atau masyarakat. Akuntabilitas bukan hanya kewajiban administratif, tetapi bagian dari pelayanan publik.

17. Studi Kasus Naratif: Manipulasi Anggaran dan Pembelajaran Etis

Sebuah perusahaan distribusi menetapkan target laba tinggi untuk seluruh cabang. Manajer cabang merasa target terlalu berat. Untuk memenuhi target, beberapa cabang menunda pencatatan biaya promosi, mempercepat pengakuan penjualan yang barangnya belum diterima pelanggan, dan menekan pemasok agar invoice dikirim bulan berikutnya. Secara laporan bulanan, cabang tampak berhasil. Bonus dibayarkan. Namun, tiga bulan kemudian, piutang meningkat, retur barang muncul, biaya tertunda menumpuk, dan kas melemah.

Kasus ini menunjukkan bahwa target keuangan tanpa etika dapat menghasilkan perilaku disfungsional. Masalahnya bukan hanya pada manajer cabang, tetapi pada sistem. Target tidak realistis, bonus terlalu sempit, pengendalian lemah, dan budaya organisasi menilai hasil tanpa memeriksa cara.

Perusahaan kemudian memperbaiki sistem. Target disusun berdasarkan data pasar. Bonus tidak hanya berdasarkan laba, tetapi juga kualitas piutang, arus kas, kepuasan pelanggan, dan kepatuhan. Audit internal diperkuat. Pelatihan etika dilakukan. Whistleblowing system dibuka. Direksi menegaskan bahwa pencapaian target tidak boleh dilakukan melalui manipulasi.

Pelajaran utama: tata kelola bukan hanya membuat aturan, tetapi membangun sistem insentif dan budaya yang mendorong perilaku benar.

18. Studi Kasus Naratif: ESG, Greenwashing, dan Kepercayaan Investor

Sebuah perusahaan manufaktur menyusun laporan keberlanjutan yang menonjolkan program penanaman pohon, donasi sosial, dan kampanye hemat energi. Laporan terlihat menarik. Namun, investor menemukan bahwa perusahaan tidak mengungkapkan data emisi yang memadai, tidak menjelaskan pengolahan limbah, dan tidak memiliki target penurunan energi. Selain itu, komunitas sekitar mengeluhkan pencemaran air.

Awalnya perusahaan menganggap laporan keberlanjutan sebagai dokumen reputasi. Namun, setelah investor mempertanyakan data dan media meliput keluhan masyarakat, reputasi perusahaan menurun. Bank meminta klarifikasi sebelum memperpanjang fasilitas kredit. Pelanggan besar meminta audit lingkungan.

Perusahaan kemudian menyadari bahwa ESG bukan komunikasi kosmetik. ESG membutuhkan strategi, data, target, pengendalian, dan pengungkapan yang jujur. Perusahaan membentuk komite keberlanjutan, mengukur emisi dan limbah, memasang sistem monitoring, memperbaiki instalasi pengolahan, melibatkan komunitas, dan menyusun laporan yang lebih transparan.

Pelajaran utama: greenwashing dapat memberi citra jangka pendek, tetapi menghancurkan kepercayaan jangka panjang. Dalam era standar pengungkapan keberlanjutan, data ESG harus dapat dipertanggungjawabkan.

19. Studi Kasus Naratif: AI Credit Scoring dan Bias

Sebuah fintech menggunakan AI untuk menilai kelayakan kredit. Model menganalisis riwayat transaksi, lokasi, perilaku aplikasi, jenis pekerjaan, dan pola pembayaran. Model mempercepat keputusan dan menurunkan biaya operasional. Namun, setelah beberapa waktu, ditemukan bahwa kelompok pelanggan tertentu lebih sering ditolak meskipun memiliki kemampuan

membayar baik. Analisis menunjukkan bahwa beberapa variabel proxy menciptakan bias tidak langsung.

Perusahaan menghadapi dilema. Model menghasilkan profitabilitas baik, tetapi berpotensi tidak adil dan merusak reputasi. Manajemen kemudian membentuk tim governance AI. Variabel model ditinjau. Data bias dibersihkan. Model diuji fairness. Keputusan kredit tertentu diberi mekanisme banding manusia. Kebijakan privasi diperjelas. Audit model dilakukan berkala.

Kasus ini menunjukkan bahwa AI dalam keuangan tidak cukup dinilai dari akurasi dan profitabilitas. AI harus dinilai dari fairness, transparansi, akuntabilitas, privasi, dan dampak sosial. NIST AI RMF memberikan kerangka bagi organisasi untuk mengelola risiko AI secara sistematis.

([NIST](#))

20. Etika dan Tata Kelola untuk UMKM

UMKM sering menganggap etika dan tata kelola sebagai urusan perusahaan besar. Pandangan ini keliru. Justru UMKM sangat membutuhkan tata kelola sederhana karena skala kecil sering membuat keuangan bercampur dengan kehidupan pribadi. Banyak UMKM sulit tumbuh bukan karena produk buruk, tetapi karena pencatatan lemah, kas bercampur, piutang tidak terkendali, dan keputusan diambil tanpa data.

Prinsip tata kelola UMKM dapat dimulai dari lima hal. Pertama, pisahkan rekening usaha dan pribadi. Kedua, catat semua pemasukan dan pengeluaran. Ketiga, buat anggaran sederhana. Keempat, simpan bukti transaksi. Kelima, buat aturan pengambilan dana pemilik. Keenam, bayar kewajiban tepat waktu. Ketujuh, jujur kepada mitra, karyawan, dan pelanggan.

Etika UMKM juga mencakup kualitas produk, kejujuran harga, pembayaran upah, keamanan pelanggan, dan hubungan pemasok. UMKM yang

membangun reputasi jujur akan memiliki modal sosial yang kuat. Reputasi tersebut membantu memperoleh pelanggan loyal, pemasok yang percaya, dan akses pembiayaan.

Digitalisasi dapat membantu UMKM menerapkan tata kelola. Aplikasi kasir, invoice digital, QR payment, inventory sederhana, dan laporan otomatis membuat pencatatan lebih mudah. Namun, pemilik tetap harus disiplin dan memahami laporan.

21. Pendidikan Manajemen Keuangan di Era Etika dan AI

Pendidikan manajemen keuangan perlu berubah. Mahasiswa tidak cukup belajar rumus. Mereka harus belajar menilai keputusan keuangan dalam konteks etika, tata kelola, teknologi, dan keberlanjutan. Setiap topik teknis perlu diberi dimensi moral.

Ketika mempelajari laporan keuangan, mahasiswa perlu bertanya tentang kualitas laba dan manipulasi. Ketika mempelajari NPV, mahasiswa perlu bertanya tentang asumsi dan dampak sosial proyek. Ketika mempelajari struktur modal, mahasiswa perlu bertanya tentang risiko gagal bayar dan tanggung jawab kepada kreditur. Ketika mempelajari modal kerja, mahasiswa perlu bertanya tentang etika pembayaran kepada pemasok kecil. Ketika mempelajari dividen, mahasiswa perlu bertanya tentang keseimbangan antara distribusi dan investasi masa depan.

AI juga perlu masuk dalam kurikulum. Mahasiswa perlu memahami bagaimana AI digunakan dalam forecasting, credit scoring, fraud detection, audit analytics, dan investment analysis. Namun, mereka juga harus memahami bias, privasi, cybersecurity, dan governance AI. Literasi digital tanpa etika dapat berbahaya. Etika tanpa literasi digital dapat tidak memadai dalam dunia baru.

Pendidikan yang baik harus menghasilkan manajer keuangan yang kompeten, kritis, dan bertanggung jawab. Mereka tidak hanya dapat

menghitung WACC, tetapi juga dapat bertanya apakah keputusan pendanaan adil dan berkelanjutan. Mereka tidak hanya dapat membaca rasio, tetapi juga memahami risiko di balik angka. Mereka tidak hanya dapat menggunakan AI, tetapi juga memahami batas dan tanggung jawabnya.

22. Prinsip Praktis Manajemen Keuangan yang Etis dan Berkelanjutan

Pertama, bangun budaya integritas dari pimpinan. Etika organisasi dimulai dari perilaku pimpinan. Jika pimpinan jujur, disiplin, dan transparan, organisasi lebih mudah mengikuti. Jika pimpinan permisif terhadap manipulasi, aturan tertulis tidak banyak berarti.

Kedua, perkuat pengendalian internal. Pemisahan tugas, otorisasi, dokumentasi, rekonsiliasi, dan audit harus berjalan. Pengendalian bukan untuk memperlambat organisasi, tetapi melindungi organisasi.

Ketiga, jadikan transparansi sebagai kebiasaan. Laporan harus jelas, tepat waktu, dan tidak menyembunyikan risiko material. Transparansi membangun kepercayaan.

Keempat, kelola konflik kepentingan. Setiap transaksi dengan pihak berelasi harus diungkapkan, dinilai wajar, dan disetujui melalui proses yang tepat.

Kelima, gunakan data secara bertanggung jawab. Data pelanggan, karyawan, dan mitra harus dilindungi. Penggunaan AI harus diaudit fairness, akurasi, dan dampaknya.

Keenam, masukkan ESG dalam keputusan investasi. Proyek tidak hanya dinilai dari NPV finansial, tetapi juga risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola yang dapat memengaruhi nilai jangka panjang.

Ketujuh, lakukan stress test. Struktur modal, kas, dan strategi harus diuji dalam skenario buruk: suku bunga naik, penjualan turun, kurs melemah, serangan siber, atau krisis pasokan.

Kedelapan, perkuat peran komite audit dan audit internal. Pengawasan harus aktif, bukan formalitas.

Kesembilan, gunakan teknologi untuk memperkuat governance. Dashboard, audit trail, anomaly detection, dan workflow approval dapat meningkatkan akuntabilitas.

Kesepuluh, ukur keberhasilan secara seimbang. Profit penting, tetapi harus diseimbangkan dengan people, planet, governance, dan resilience.

23. Ringkasan Bab

Bab ini membahas etika, tata kelola, dan masa depan manajemen keuangan sebagai fondasi integratif dari seluruh pembahasan *financial management*. Etika keuangan menuntut integritas, transparansi, akuntabilitas, keadilan, kepatuhan, dan tanggung jawab sosial. Tanpa etika, alat keuangan dapat disalahgunakan.

Tata kelola keuangan memastikan bahwa keputusan keuangan dibuat melalui struktur dan proses yang benar. Dewan, direksi, komite audit, auditor internal, auditor eksternal, pengendalian internal, dan manajemen risiko memiliki peran penting. COSO Internal Control Framework memberikan kerangka penting untuk membangun pengendalian internal yang efektif. ([COSO](#))

ESG dan keberlanjutan mengubah cara perusahaan memahami nilai. Nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh laba, tetapi juga oleh kualitas risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola. IFRS S1 dan S2, POJK 51, serta SPK Indonesia menunjukkan arah pelaporan yang semakin terintegrasi dan berbasis keberlanjutan. ([IFRS Foundation](#))

Digitalisasi dan AI membuka peluang besar bagi fungsi keuangan, tetapi juga menghadirkan risiko baru. AI dapat mempercepat analisis, tetapi harus dikelola agar adil, transparan, aman, dan akuntabel. Cybersecurity menjadi isu keuangan strategis. CFO masa depan harus menguasai keuangan, strategi, data, ESG, dan etika.

24. Kesimpulan

Bab ini menegaskan bahwa masa depan manajemen keuangan tidak dapat dipisahkan dari etika dan tata kelola. Keputusan keuangan yang baik bukan hanya keputusan yang menghasilkan laba, tetapi keputusan yang dapat dipertanggungjawabkan secara ekonomi, hukum, moral, sosial, dan strategis. Manajemen keuangan modern harus menjawab dua pertanyaan sekaligus: apakah keputusan ini menciptakan nilai, dan apakah nilai itu diciptakan secara bertanggung jawab?

Etika memberi arah moral. Tata kelola memberi struktur dan pengawasan. Pengendalian internal memberi perlindungan sistem. ESG memberi perspektif keberlanjutan. Teknologi memberi kecepatan dan kecerdasan. AI memberi kemampuan prediktif. Namun, semua itu membutuhkan manusia yang memiliki integritas dan kebijaksanaan.

Dalam dunia yang semakin kompleks, transparan, digital, dan penuh risiko, organisasi yang hanya mengejar laba jangka pendek akan rapuh. Organisasi yang membangun kepercayaan, mengelola risiko, menghormati pemangku kepentingan, menggunakan teknologi secara etis, dan melaporkan kinerja secara jujur akan memiliki ketahanan lebih kuat. Kepercayaan menjadi modal strategis.

Bagi mahasiswa dan praktisi manajemen, pesan utama bab ini adalah bahwa kompetensi teknis harus berjalan bersama karakter. Manajer keuangan yang hebat bukan hanya yang mampu menghitung NPV, WACC,

DER, ROE, atau CCC, tetapi yang mampu menggunakan alat tersebut untuk membuat keputusan yang benar, adil, transparan, dan berkelanjutan.

Pada akhirnya, masa depan manajemen keuangan adalah masa depan yang menggabungkan **profitability, integrity, governance, sustainability, and digital intelligence**. Perusahaan yang mampu mengintegrasikan kelima unsur ini akan lebih siap menghadapi perubahan dan menciptakan nilai jangka panjang yang bertanggung jawab.

Glossarium

Akuntabilitas

Kewajiban individu atau organisasi untuk menjelaskan dan mempertanggungjawabkan keputusan, tindakan, serta penggunaan sumber daya.

Artificial Intelligence dalam Keuangan

Penggunaan sistem kecerdasan buatan untuk forecasting, analisis risiko, deteksi fraud, scoring kredit, otomasi laporan, atau pengambilan keputusan keuangan.

Audit Eksternal

Pemeriksaan laporan keuangan oleh auditor independen untuk memberikan opini atas kewajaran penyajian laporan.

Audit Internal

Fungsi independen dalam organisasi yang mengevaluasi efektivitas pengendalian internal, manajemen risiko, dan tata kelola.

Bias Algoritma

Kecenderungan sistem algoritmik menghasilkan keputusan yang tidak adil karena data, desain model, atau asumsi yang bias.

Board Governance

Sistem pengawasan dan pengarahan oleh dewan komisaris atau dewan pengawas terhadap manajemen.

COSO Framework

Kerangka pengendalian internal yang banyak digunakan untuk membantu organisasi mencapai tujuan operasi, pelaporan, dan kepatuhan.

Cybersecurity

Perlindungan sistem digital, jaringan, data, dan transaksi dari serangan, pencurian, kerusakan, atau akses tidak sah.

Etika Keuangan

Prinsip moral yang mengatur cara organisasi memperoleh, menggunakan, melaporkan, dan mempertanggungjawabkan sumber daya keuangan.

ESG

Kerangka lingkungan, sosial, dan tata kelola yang digunakan untuk menilai risiko dan kinerja keberlanjutan perusahaan.

Fraud

Tindakan curang yang dilakukan untuk memperoleh keuntungan tidak sah, termasuk penggelapan aset, manipulasi laporan, atau korupsi.

Greenwashing

Praktik memberi kesan bahwa organisasi ramah lingkungan atau berkelanjutan tanpa bukti dan tindakan substansial.

Integrated Reporting

Pendekatan pelaporan yang menghubungkan strategi, tata kelola, kinerja, risiko, dan penciptaan nilai jangka panjang.

IFRS S1

Standar ISSB tentang persyaratan umum pengungkapan informasi keuangan terkait keberlanjutan.

IFRS S2

Standar ISSB tentang pengungkapan informasi terkait iklim.

Komite Audit

Komite yang membantu dewan mengawasi pelaporan keuangan, audit, pengendalian internal, dan kepatuhan.

Konflik Kepentingan

Situasi ketika kepentingan pribadi, keluarga, kelompok, atau pihak tertentu dapat memengaruhi keputusan profesional.

Manajemen Risiko

Proses mengidentifikasi, menilai, mengendalikan, dan memantau risiko yang dapat memengaruhi tujuan organisasi.

NIST AI RMF

Kerangka manajemen risiko AI dari NIST untuk membantu organisasi mengelola risiko kecerdasan buatan.

Pengendalian Internal

Proses, kebijakan, dan aktivitas yang dirancang untuk memberikan keyakinan memadai atas efektivitas operasi, pelaporan, dan kepatuhan.

POJK 51/POJK.03/2017

Regulasi OJK tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik.

SPK Indonesia

Standar Pengungkapan Keberlanjutan Indonesia, termasuk PSPK 1 dan PSPK 2, berbasis IFRS S1 dan IFRS S2.

Tata Kelola Perusahaan

Sistem yang mengatur hubungan antara pemegang saham, dewan, direksi, manajemen, dan pemangku kepentingan dalam mengarahkan serta mengawasi perusahaan.

Transparansi

Keterbukaan informasi yang relevan, tepat waktu, dan dapat dipahami oleh pemangku kepentingan.

Daftar Pustaka

Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), 2499–2536.

<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00298>

Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.

<https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>

Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344.

<https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>

COSO. (2013). *Internal control—Integrated framework*. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. DOI tidak tersedia.

COSO. (2017). *Enterprise risk management—Integrating with strategy and performance*. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. DOI tidak tersedia.

Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91.

<https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>

Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business*. Capstone. DOI tidak tersedia.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.

<https://doi.org/10.1086/467037>

Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*, 61(11), 2549–2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman. DOI tidak tersedia.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.

<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

G20/OECD. (2023). *G20/OECD principles of corporate governance 2023*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.

<https://doi.org/10.1162/00335530360535162>

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure

literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.

[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)

IFRS Foundation. (2023). *IFRS S1: General requirements for disclosure of sustainability-related financial information*. International Sustainability Standards Board. DOI tidak tersedia.

IFRS Foundation. (2023). *IFRS S2: Climate-related disclosures*. International Sustainability Standards Board. DOI tidak tersedia.

Ikatan Akuntan Indonesia. (2025). *Standar Pengungkapan Keberlanjutan: PSPK 1 dan PSPK 2*. DOI tidak tersedia.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. DOI tidak tersedia.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.963>

National Institute of Standards and Technology. (2023). *Artificial intelligence risk management framework (AI RMF 1.0)*. U.S. Department of Commerce. <https://doi.org/10.6028/NIST.AI.100-1>

Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *POJK Nomor 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik*. DOI tidak tersedia.

Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–77. DOI tidak tersedia.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Pearson Education. DOI tidak tersedia.

Kata Penutup

Buku *Financial Management* ini disusun sebagai upaya untuk memberikan pemahaman yang utuh mengenai manajemen keuangan sebagai disiplin ilmu, praktik manajerial, dan kerangka pengambilan keputusan strategis dalam organisasi modern. Manajemen keuangan bukan semata-mata kegiatan menghitung uang, menyusun laporan, membaca rasio, atau memilih sumber dana. Lebih dari itu, manajemen keuangan adalah seni dan ilmu mengelola sumber daya ekonomi agar organisasi mampu bertumbuh, bertahan, beradaptasi, serta menciptakan nilai secara berkelanjutan.

Sepanjang pembahasan dalam buku ini, pembaca diajak memahami bahwa setiap keputusan keuangan selalu berkaitan dengan waktu, risiko, informasi, kepercayaan, dan tanggung jawab. Pada bagian awal, pembahasan dimulai dari pengantar manajemen keuangan dan laporan keuangan sebagai dasar membaca kondisi organisasi. Laporan keuangan bukan hanya dokumen akuntansi, melainkan peta ekonomi yang membantu manajer, investor, kreditur, dan pemangku kepentingan memahami posisi keuangan, kinerja, arus kas, serta prospek organisasi.

Selanjutnya, konsep *Time Value of Money* memperlihatkan bahwa uang hari ini tidak sama nilainya dengan uang di masa depan. Konsep ini menjadi dasar bagi hampir seluruh keputusan keuangan, mulai dari

investasi, pinjaman, tabungan, penilaian aset, hingga kebijakan pendanaan. Dengan memahami nilai waktu uang, manajer dapat menilai apakah suatu proyek benar-benar menciptakan nilai atau hanya tampak menarik secara nominal.

Pembahasan mengenai risiko, *return*, dan biaya modal menegaskan bahwa setiap peluang keuangan selalu mengandung ketidakpastian. Tidak ada keputusan investasi yang bebas risiko. Oleh sebab itu, manajer keuangan harus mampu mengukur risiko, memperkirakan tingkat pengembalian yang wajar, dan menetapkan biaya modal sebagai ambang minimum penciptaan nilai. Dalam konteks ini, keputusan keuangan yang baik bukan sekadar mengejar *return* tertinggi, melainkan menyeimbangkan *return*, risiko, likuiditas, dan keberlanjutan.

Perencanaan keuangan dan anggaran kemudian menunjukkan pentingnya menerjemahkan strategi ke dalam angka, program, alokasi sumber daya, dan pengendalian. Anggaran bukan sekadar daftar pendapatan dan biaya, melainkan alat koordinasi, komunikasi, motivasi, evaluasi, dan pembelajaran organisasi. Tanpa perencanaan keuangan yang baik, strategi mudah berubah menjadi slogan. Tanpa anggaran yang sehat, organisasi mudah kehilangan disiplin dalam menggunakan sumber daya.

Pada bagian *capital budgeting*, pembaca diajak memahami bahwa keputusan investasi jangka panjang harus dianalisis dengan cermat melalui arus kas relevan, NPV, IRR, *payback period*, *profitability index*, analisis sensitivitas, skenario, dan pertimbangan risiko. Keputusan investasi yang salah dapat mengikat organisasi pada aset tidak produktif selama bertahun-tahun. Sebaliknya, keputusan investasi yang tepat dapat memperkuat kapasitas, efisiensi, inovasi, dan daya saing organisasi.

Pembahasan mengenai struktur modal dan pendanaan perusahaan memperlihatkan bahwa sumber dana memiliki konsekuensi. Utang dapat mempercepat pertumbuhan dan memberi manfaat pajak, tetapi juga meningkatkan risiko keuangan. Ekuitas memberikan fleksibilitas, tetapi memiliki biaya dan dapat menyebabkan dilusi kepemilikan. Oleh karena itu,

struktur modal yang baik bukanlah struktur dengan utang serendah mungkin atau ekuitas sebanyak mungkin, melainkan kombinasi pendanaan yang paling sesuai dengan strategi, risiko, arus kas, dan tahap perkembangan perusahaan.

Manajemen modal kerja menegaskan bahwa keberhasilan organisasi tidak hanya ditentukan oleh investasi besar dan strategi jangka panjang, tetapi juga oleh kemampuan mengelola kas, piutang, persediaan, utang usaha, dan siklus konversi kas. Banyak organisasi gagal bukan karena tidak memiliki peluang, melainkan karena tidak mampu menjaga likuiditas. Modal kerja adalah darah kehidupan organisasi. Tanpa kas yang cukup, operasi terganggu; tanpa piutang yang tertagih, penjualan tidak berubah menjadi uang; tanpa persediaan yang terkendali, modal tertahan; dan tanpa hubungan pemasok yang sehat, rantai pasok melemah.

Kebijakan dividen, pertumbuhan, dan nilai perusahaan memperlihatkan adanya keseimbangan antara membagikan hasil kepada pemegang saham dan menahan laba untuk investasi masa depan. Dividen memberi manfaat langsung kepada investor, tetapi laba ditahan memberi bahan bakar bagi pertumbuhan. Kebijakan dividen yang bijaksana harus mempertimbangkan arus kas, peluang investasi, struktur modal, tahap siklus hidup perusahaan, dan harapan pemegang saham. Nilai perusahaan tercipta ketika distribusi laba dan reinvestasi berjalan dalam keseimbangan yang sehat.

Akhirnya, pembahasan mengenai etika, tata kelola, dan masa depan manajemen keuangan mengingatkan bahwa semua teknik keuangan harus diletakkan dalam fondasi integritas. Tanpa etika, rumus dapat dimanipulasi. Tanpa tata kelola, sumber daya dapat disalahgunakan. Tanpa transparansi, kepercayaan akan runtuh. Tanpa keberlanjutan, keuntungan jangka pendek dapat berubah menjadi kerugian jangka panjang.

Masa depan manajemen keuangan akan semakin dipengaruhi oleh digitalisasi, kecerdasan buatan, analitik data, fintech, ESG, pelaporan keberlanjutan, keamanan siber, dan tuntutan transparansi publik. Fungsi keuangan masa depan tidak lagi cukup menjadi pencatat transaksi dan

penjaga anggaran. Fungsi keuangan harus menjadi mitra strategis yang mampu membaca data, mengelola risiko, menjaga integritas, memberi arah, dan membantu organisasi menciptakan nilai yang bertanggung jawab.

Dalam konteks pendidikan manajemen, buku ini diharapkan dapat menjadi bahan pembelajaran bagi mahasiswa, dosen, praktisi, pemimpin organisasi, pelaku UMKM, dan siapa pun yang ingin memahami logika keuangan secara lebih utuh. Generasi muda perlu memahami bahwa manajemen keuangan bukan hanya tentang mencari keuntungan, tetapi tentang membuat keputusan yang rasional, etis, adaptif, dan berorientasi masa depan.

Bagi organisasi bisnis, buku ini menegaskan bahwa keunggulan finansial tidak dapat dipisahkan dari strategi, tata kelola, inovasi, manusia, teknologi, dan keberlanjutan. Perusahaan yang kuat bukan hanya perusahaan yang mampu menghasilkan laba, tetapi perusahaan yang mampu menjaga kas, mengelola risiko, membangun kepercayaan, menggunakan modal secara produktif, serta bertanggung jawab kepada pemangku kepentingan.

Bagi organisasi pendidikan, rumah sakit, yayasan, koperasi, lembaga sosial, dan institusi publik, prinsip-prinsip manajemen keuangan dalam buku ini juga relevan. Setiap organisasi, baik berorientasi laba maupun nirlaba, tetap membutuhkan perencanaan keuangan, pengendalian, akuntabilitas, efisiensi, dan transparansi. Sumber daya selalu terbatas, sedangkan kebutuhan selalu berkembang. Karena itu, manajemen keuangan diperlukan agar setiap rupiah digunakan secara bijaksana.

Sebagai penutup, dapat ditegaskan bahwa *Financial Management* adalah disiplin tentang penciptaan nilai melalui pengelolaan dana yang cerdas dan bertanggung jawab. Ia mengajarkan bahwa uang memiliki waktu, risiko, biaya, peluang, dan konsekuensi. Ia menuntut kemampuan analitis, tetapi juga integritas moral. Ia membutuhkan teknologi, tetapi juga kebijaksanaan manusia. Ia mengejar efisiensi, tetapi tidak boleh mengabaikan keadilan dan keberlanjutan.

Semoga buku ini memberi kontribusi bagi pengembangan pemikiran, pengajaran, dan praktik manajemen keuangan yang lebih bermakna. Manajemen keuangan yang baik bukan hanya membantu organisasi menjadi lebih kaya secara ekonomi, tetapi juga lebih sehat, lebih dipercaya, lebih adaptif, dan lebih siap menghadapi masa depan.

Bogor, Juni 2026

Rudy C Tarumingkeng