



***BUILDING BLOCK* TEORI KEUANGAN**

Pertemuan Minggu III

Tabungan dan Investasi di Pasar Modal yang Sempurna

Pada awal dekade abad 20, Irving Fisher (1930) mengembangkan prinsip dasar dalam investasi dan konsumsi ketika tersedia pasar modal yang berfungsi dengan baik. Fisher (1930) mengatakan bahwa adanya pasar modal akan meningkatkan utilitas baik bagi agen ekonomi yang surplus (penabung) maupun agen ekonomi yang oportunitas investasinya lebih besar dari pada kekayaannya (peminjam) dengan memberikan kepada kedua pihak biaya yang lebih rendah untuk mencapai tujuannya. Penabung dapat memperoleh return yang lebih tinggi dengan meminjamkan dananya ke pasar modal dibandingkan dengan jika dia harus berkeliling mencari orang yang membutuhkan hutang dan peminjam dapat memperoleh pinjaman yang murah tanpa harus mengeluarkan ongkos untuk mencari orang yang ingin investasi. Sebagai akibatnya, penabung akan meminjamkan lebih banyak, peminjam akan memperoleh lebih mnbanyak pinjaman, sehingga total tabungan dan investasi juga ikut meningkat.

Hasil kerja fisher ini memunculkan sesuatu teorema yang di kenal dengan nama *fisher separation theorem*. Teorema ini menunjukkan bahwa pasar modal akan memunculkan satu suku bunga yang dapat dijadikan dasar pengambilan keputusan investasi atau konsumsi oleh peminjam dan pemberi pinjaman, dan ini pada gilirannya memungkinkan dipisahanya keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Perusahaan akan menerima semua proyek investasi yang menghasilkan return yang lebih besar atau sama dengan tingkat suku bunga tadi dan kalau dana internal tidak mencukupi dia dapat pergi ke pasar modal untuk mendapatkan dana tambahan. Peminjam ini tidak perlu mengetahui preferensi si pemberi pinjaman, yang penting pinjaman dapat memperoleh return paling tidak sama dengan tingkat suku bunga. Pemberi pinjaman (investor) juga tidak perlu mencari orang yang memiliki proyek investasi dengan pola *cash flows* dan masa jatuh tempo yang sesuai dengan preferensinya. Investor cukup menginvestasikan uangnya dipasar modal dan jika suatu saat dibutuhkan untuk konsumsi tinggal menjual surat berharganya ke investor lain.

Tanpa adanya pemisahan antara keputusan investasi dan pendanaan, perusahaan harus merangsang keputusan investasinya agar sesuai dengan preferensi tiap-tiap investor dan jika ini terjadi maka perusahaan perseroan terbatas yang memiliki horizon waktu tak terbatas tidak akan pernah menemukan investor. Salah satu masalah yang dihadapi oleh kebanyakan perusahaan kecil adalah karena mereka tidak memakai konsep pemisahan ini. Mereka beranggapan bahwa perusahaan tidak dapat dipisahkan dari pendirinya sehingga perusahaan pada akhirnya akan kesulitan memperoleh dana untuk membiayai pertumbuhannya. Maka tidak mengherankan jika perusahaan-perusahaan yang mendominasi bisnis dunia pada saat ini adalah perusahaan yang berbentuk perseorangan terbatas, dikelola oleh manajer profesional, dan dimiliki oleh bnyak investor. Perusahaan yang terahir inilah yang menerapkan konsep pemisahaan antara keputusan investasi dan pendanaan.

Prinsip-prinsip dasar Fisher tentang investasi dan konsumsi ini disempurnakan menjadi alat analisis yang efektif untuk pengambilan keputusan investasi dan keuangan perusahaan. Salah satu alat analisis tersebut adalah *discounted cash flow* (DCF) yang menghitung nilai sekarang dari satu beberapa pendapatan yang diprediksi akan diterima di masa yang akan datang. Metode DCF ini banyak dipakai untuk penilaian saham dan obligasi, dan juga banyak dipakai dalam analisis *capital budgeting*.

Teori Portfolio

Perkembangan penting berikutnya dalam teori keuangan terjadi ketika Markowitz (1952) menerbitkan artikel yang nantinya menjadi dasar dari teori portfolio. Meskipun artikel tersebut disusun dengan memakai alat analisis statistik, prinsip dasar berkaitan dengan alokasi portfolio yang rasional telah tercapai, yang sering ditampilkan dalam ungkapan “don’t put all your egg in one basket”. Markowitz menunjukkan bahwa ketika seseorang menambahkan suatu asset kedalam portfolio investasinya maka total resiko dari portfolio tersebut akan berkurang namun ekspektasi returnnya tetap sebesar rata-rata tertimbang dari ekspektasi return masing-masing asset yang ada di portfolio. Dengan kata lain, diversifikasi akan menurunkan risiko total tanpa mengorbankan return.

Ketika portfolio sudah terdiversifikasikan dengan baik, artinya penambahan kembali suatu asset ke portfolio sudah tidak lagi menurunkan total risiko secara berarti, maka pada saat itu variabilitas yang melekat dan unik pada tiap-tiap asset dalam portfolio (sering disebut risiko tidak sistematis) akan hilang. Risiko yang masih muncul adalah risiko sistematis yaitu risiko yang berpengaruh kepada seluruh asset. Dengan demikian, penilaian portfolio tidak perlu lagi dihitung besarnya total risiko tetapi dari besar kecilnya risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi tersebut. sebagai akibatnya penseleksian suatu asset untuk dimasukkan kedalam portfolio ditentukan oleh besarnya covariance asset untuk dengan asset yang lainnya. Asset dengan covariance yang rendah (lebih-lebih yang negative) akan lebih disukai dibandingkan dengan asset yang memiliki covariance tinggi. Aturan seleksi portfolio yang dikemukakan oleh Markowitz adalah memilih assets yang tertinggi ratio return dan covariansennya dan mengkombinasikan asset-asset tersebut dalam *efficient portfolio*- dimana mencari risiko terendah untuk ekspektasi return tertentu atau mencari returnmaksimum pada level risiko tertentu.

Temuan Markowitz ini meskipun belum berupa teori positif yang mampu menjelaskan bagaimana pasar modal menghitung dan member 'harga' terhadap risiko keuangan namun dia telah member landasan bagi pengembangan teori positif pada teori portfolio. Satu dekade berikutnya teori positif tersebut baru dikembangkan oleh Sharpe (1964) yang bersama-sama dengan Lintner (1964) dan Mossin (1966) memunculkan model penilaian asset yang bernama Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Teori Struktur Modal

Salah satu isu penting yang harus dihadapi oleh manajer keuangan adalah : "Bagaimana seharusnya perusahaan mendapatkan dana untuk membeli aktiva?" Apakah dengan meminjam (menggunakan hutang) atau menjual saham (menggunakan modal sendiri). Pada tahun 1958, Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) mempublikasikan salah satu teori keuangan modern paling mengejutkan : mereka menyimpulkan bahwa nilai suatu perusahaan semata-mata tergantung pada arus penghasilan dimasa mendatang (*future earnings stream*), dan oleh karena itu nilainya tidak tergantung kepada struktur modal (perbandingan hutang dan modal sendiri) perusahaan. Pada paper mereka, MM menggunakan asumsi yang sangat ketat, termasuk asumsi pasar modal sempurna, asumsi ini menunjukkan bahwa:

- Tidak ada *brokerage cost*.
- Investor dapat meminjam pada tingkat bunga yang sama dengan perusahaan.

Dalam teori Modigliani-Miller terdapat proposisi, yang dijelaskan sebagai berikut:

a. **Proposisi Modigliani-Miller (M&M)**, terdiri dari:

Dunia tanpa pajak (no-tax case)

Dalam proposisi ini diasumsikan bahwa keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pemberlakuan pajak sehingga nilai perusahaan yang menggunakan utang dengan perusahaan yang tidak menggunakan utang menjadi sama.

Dunia dengan pajak (tax case)

Proposisi ini mengasumsikan bahwa pasar modal sempurna dan diberlakukan pajak. Implikasinya adalah penggunaan utang dalam struktur modal menjadi sangat menguntungkan karena adanya *tax shield*. Sehingga nilai perusahaan yang menggunakan utang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak menggunakan utang .

Proposisi M&M ini memiliki kelemahan yang terletak pada asumsi dasar proposisi itu sendiri yaitu asumsi yang menyatakan bahwa tingkat utang tidak berhubungan dengan aliran kas (*cash flow*) perusahaan. Kelemahan ini disadari oleh Modigliani Miller, sehingga Modigliani-Miller menyebutkan bahwa asumsi pasar yang efisien merupakan dasar dari proposisi tersebut.

Karena salah satu asumsi penting adalah tidak adanya pajak, model ini sering disebut model MM-tanpa pajak. Teori Modigliani-Miller (MM) ini tidak relevan dengan realita yang sesungguhnya terhadap struktur modal karena tidak menyertakan *corporate tax* atau *personal tax* yang ada dalam perusahaan.

b. Pada tahun 1963 Modigliani dan Miller mempublikasikan teori kedua, yaitu **“Memperhatikan pajak”**

Dengan adanya pajak maka nilai perusahaan dan harga saham dipengaruhi oleh struktur modal. Semakin tinggi proporsi hutang yang digunakan maka semakin tinggi harga saham.

Dengan demikian penggunaan hutang mengakibatkan *pendapatan setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham menjadi lebih besar* dari pada jika perusahaan tidak menggunakan hutang.

Dalam penelitian lanjutan “bahwa penggunaan hutang memang akan meningkatkan nilai perusahaan”, tetapi pada suatu titik tertentu yaitu struktur modal optimum, nilai perusahaan akan menurun dengan semakin besarnya proporsi hutang dalam struktur modalnya, kemudian model ini diperbaiki dan sering disebut *Tax savings-financial costs trade-off theory*.

Kebijakan Dividen

Modigliani dan Miller (1961) menganalisis dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Pada paper mereka, selain asumsi pasar modal sempurna, dimasukkan pula asumsi :

- Kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen
- Semua investor berperilaku rasional.

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, mereka menyimpulkan bahwa kebijakan dividen akan mengurangi laba ditahan yang digunakan untuk membeli aktiva baru. Laba ditahan yang hilang harus ditutupi dengan menjual saham baru. Pembeli saham baru menghendaki dividen dan pembayaran dividen tersebut akan mengurangi nilai sekarang dari dividen yang akan diterima pemegang saham lama sejumlah sama dengan dividen yang mereka terima saat ini.

end

