PASAR MODAL SEBAGAI SUMBER PEMBIAYAAN PERUSAHAAN

Oleh : Sam‘ani.*)

Abstraksi

Pasar modal sebagai tempat untuk mencari pembiayaaan atau modal telah banyak membantu perusahaan didalam memenuhi kebutuhan permodalan, dan perusahaan/emiten dapat memilih alternative pendanaanya melalui Penawaran Umum Perdana atau IPO, melalui Penawaran Umum Terbatas atau Right Issue/HMETD.

Jumlah dana yang berhasil dihimpun oleh perusahaan/emiten melalui IPO dan Right Issue selama lima tahun terakhir (2006 s/d 2010) mencapai Rp. 218,34 triliun atau setara dengan 44,55 % dari total nilai emisi saham sampai dengan akhir tahun 2010.

Sedangkan jumlah dana yang berhasil dihimpun perusahaan/emiten melalui penerbitan obligasi korporasi selama lima tahun terakhir dari 2006 sampai dengan 2010 mencapai Rp. 85,437 triliun dengan jumlah emiten sebanyak 129 perusahaan.

Pendahuluan

Perkembangan pasar modal Indonesia telah memasuki era modern, dimulai tahun 1995 komputerisasi perdagangan saham melalui system JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Tahun 2000 secara bertahap perdagangan saham dirubah dari *script* (perdagangan saham dengan warkat) menuju *scriptless* (perdagangan saham tanpa warkat), dimana untuk perusahaan baru (IPO) sudah langsung *scriptless* sedang untuk perusahaan yang sudah melakukan IPO sebelumnya diberi tenggang waktu untuk melakukan immobilisasi (perubahan) menjadi *scriptless*. Tahun 2002 Bursa Efek mulai memperkenalkan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*) dengan uji coba beberapa saham dan secara bertahap menuju *remote trading* secara total.

Tahun 2007 Bursa Efek Jakarta (BEJ/JSX) digabung dengan Bursa Efek Surabaya (BES/SSX) menjadi Bursa Efek Indonesia/*Indonesia Stock Exchange* (BEI/IDX), kemudian tahun 2010 BEI melakukan penutupan lantai bursa dan selanjutnya perdagangan saham dilakukan secara *on line* dari masing-masing gallery broker (anggota bursa). Seiring dengan berkembangnya pasar modal Indonesia, sector pembiayaan bagi perusahaan/emiten maupun sector investasi bagi investor, semakin terbuka lebar kesempatan pada perusahaan untuk mencari sumber dana/modal baik itu melalui instrument saham maupun melalui instrument obligasi. Bagi investor, dengan banyaknya perusahaan/emiten yang *listing* di Bursa Efek akan memberikan keleluasaan didalam memlih instrument investasi di pasar modal.

**) Dosen STIE Dharma Putra*

Struktur Modal

Perkembangan perekonomian global yang semakin pesat merupakan suatu tantangan sekaligus peluang bagi perusahaan untuk melakukan penyesuaian terutama dalam hal kebijakan yang berkaitan dengan masalah pendanaan. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dapat berasal dari internal perusahaan (modal sendiri) maupun eksternal perusahaan (modal asing). Menurut Wild, Subramanyam, dan Hasley (2005) perusahaan mempertimbangkan beberapa hal dalam mencari pasar keuangan, meliputi jumlah pendanaan yang diperlukan, sumber pendanaan, waktu pembayaran kembali, dan struktur perjanjian pendanaan. Pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan merupakan alternatif selain dari sumber pendanaan internal perusahaan. Pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan dapat berupa hutang (*debt financing*) maupun berasal dari penerbitan saham (*external equity financing*).

Keputusan pendanaan keuangan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasi perusahaan dan juga terhadap resiko perusahaan itu sendiri. Keputusan pendanaan akan berpengaruh terhadap posisi finansial perusahaan yang berujung pada nilai perusahaan. Oleh karena itu manajemen perusahaan maupun kreditur harus mengetahui faktor-faktor yang berkaitan dengan masalah pendanaan tersebut. Dengan mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan, maka dapat dijadikan sebagai alat evaluasi baik bagi pihak manajemen perusahaan maupun oleh investor dalam melakukan suatu keputusan bisnis.

Struktur modal merupakan cerminan dari kebijakan pendanaan perusahaan, dan ini dapat dilihat dari jenis sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan, karena masalah struktur modal memiliki keterkaitan yang erat dengan kapitalisasi perusahaan. Dengan mengetahui apa dan bagaimana faktor-faktor yang paling mempengaruhi stuktur modal diperusahaan, maka akan dapat membantu manajer perusahaan pada khususnya dalam membuat suatu keputusan bagaimana seharusnya pemenuhan kebutuhan dana perusahaan. Kebijakan pemenuhan dana tersebut ditujukan untuk mencapai struktur modal yang optimal, sehingga tujuan manajemen untuk memakmurkan pemegang saham dapat tercapai.

Menurut Brigham dan Houston (2011), struktur modal yang optimal (*optimal capital structure)* suatu perusahaan adalah struktur modal yang akan memaksimalkan harga saham, dan sasaran struktur modal (*target capital* structure) adalah kombinasi utang, saham preferen

dan ekuitas biasa yang akan menjadi dasar penghimpunan modal oleh perusahaan. Sedangkan menurut Hanafi (2004:297) Perusahaan dapat melakukan perubahan struktur modal untuk mencapai struktur modal yang optimal dalam perusahaan.

Pendanaan yang bersumber dari utang memiliki dua keunggulan penting (Brigham dan Houston, 2011) : (1) bunga yang dibayarkan atas utang dapat menjadi pengurang pajak, sementara deviden yang dibayarkan atas saham bukan pengurang pajak. Hal ini akan menurunkan biaya relative utang. (2) Pengembalian atas utang jumlahnya tetap, sehingga pemegang utang tidak ikut menerima laba perusahaan jika perusahaan meraih keberhasilan yang luar biasa. Naumun utang juga memiliki kelemahan: (1) penggunaan utang dalam jumlah yang besar akan meningkatkan resiko perusahaan, yang meningkatkan biaya dari utang maupun ekuitas. (2) Jika perusahaan mengalami masa-masa yang buruk dan laba operasinya tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, pemegang saham terpaksa harus menutupi kekurangan tersebut; jika tidak bisa, perusahaan tersebut akan bangkrut (Brigham dan Houston, 2011).

Pada kondisi dan jumlah pendanaan tertentu, pembiayaan dengan menerbitkan obligasi akan menaikkan laba per saham atau EPS, karena adanya efisiensi pembayaran pajak. Illustrasi berikut adalah skema pembiayaan dengan 3 (tiga) alternative :

Keterangan	Alternatif 1 Saham biasa	Alternatif 2 Saham biasa dan Saham preferen	Alternatif 3 Saham biasa, Saham preferen Dan Obligasi
Obligasi, bunga 12 % Saham preferen 9 %, nominal $50 Saham biasa, nominal $10	- - $.8.000.000	- $.4.000.000 $.4.000.000	$.4.000.000 $.2.000.000 $.2.000.000
Total pembiayaan	$.8.000.000	$.8.000.000	$.8.000.000
Asumsi : laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) = $.800.000 (sama) Dikurangi bunga obligasi	$. 1.600.000 -	$.1.600.000 -	$.1.600.000 $. 480.000
Laba sebelum pajak Dikurangi Pajak 25 %	$. 1.600.000 $. 400.000	$. 1.600.000 $. 400.000	$.1.120.000 $. 280.000
Laba bersih setelah pajak (NIAT) Deviden saham preferen	$. 1.200.000 -	$. 1.200.000 $. 360.000	$. 840.000 $. 180.000
Laba bersih setelah saham preferen	$. 1.200.000	$. 840.000	$. 660.000
Jumlah saham biasa EPS / laba per saham biasa	800.000 lembar $.1,50	400.000 lembar $.2,10	200.000 lembar $.3,30

Dengan melihat tiga model struktur modal/pembiayaan tersebut menjelaskan bahwa sumber dana yang diperoleh melalui pinjaman tidak selalu merugikan perusahaan karena

adanya beban bunga, tetapi sebaliknya dengan beban bunga aka ada penghematan pajak yang dibayar. Secara total laba bersih yang menggunakan saham sebagai sumber dananya, akan menghasilkan jumlah yang lebih besar karena tidak ada beban bunga, tetapi kalau dilihat dari laba per lembar saham atau EPS nya akan menghasilkan jumlah yang lebih kecil yaitu sebesar $.1,5 dibandingkan yang menggunakan pinjaman sebagai sumber pembiayaan yang menghasilkan EPS sebesar $.3,3. Dan investor akan melihat kinerja perusahaan dari laba per saham (EPS) bukan dari laba perusahaan secara total.

Pembiayaan Melalui Penerbitan Saham

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam perusahaan (*internal)* maupun dari luar perusahaan (*external*). Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan maupun pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan go publik.

Perkembangan pasar modal yang semakin baik, memungkinkan perusahaan dapat mencari sumber pendanaan guna memperbaiki struktur modalnya melalui skema sumber internal pemegang saham yaitu dengan menerbitkan saham lewat *Initial Public Offering/IPO* atau penawaran umum perdana. Perusahaan bisa memperoleh dana sesuai dengan jumlah yang dibutuhkan guna memperbesar modalnya, dan selanjutnya akan mempermudah dalam pengelolaan usahanya.

Manfaat dan keuntungan yang diperoleh dengan penawaran umum perdana (IPO) antara lain (Robert Ang, 1995) :

1. Memperoleh dana murah dari basis pemodal yang sangat luas dan diterima sekaligus.
2. Memberikan likuiditas dan nilai pasar terhadap aset perusahaan
3. Mangangkat pandangan masyarakat umum terhadap perusahaan sehingga menjadi incaran para profesional sebagai tempat kerja.
4. Pemegang saham individu akan cenderung menjadi konsumen terhadap produk perusahaan.
5. Menikmati secara cuma-cuma promosi melalui media masa.

Pertama, perusahaan akan memperoleh sumber dana dari masyarakat luas atau investor melalui penawaran umum perdana (IPO) dalam jumlah yang besar sesuai dengan kebutuhannya, dimana dana tersebut tidak perlu mengembalikan dan juga tidak dikenai beban

atau bunga. *Kedua,* nilai perusahaan dapat diketahui dengan mudah dan likuid, sehingga memberikan kemudahan dan keuntungan bagi pendiri perusahaan (*founder*) apabila dikemudian hari atau diwaktu yang akan datang ingin menjual sebagian atau seluruh sahamnya di perusahaan. *Ketiga, image* masyarakat terhadap perusahaan yang sudah go public meningkat, dan ini dimanfaatkan oleh para professional untuk mencari peluang bergabung kedalam perusahaan karena adanya jaminan social yang lebih baik. *Keempat,* adanya kecenderungan pemegang saham individu untuk menggunakan produk dari perusahaan miliknya sendiri, dan ini sangat menguntungkan perusahaan dan secara langsung akan menaikkan omzet penjualan dan pada akhirnya akan meningkatkan laba, dan *kelima* setiap hari media masa akan memuat atau memberitakan perusahaan secara kontinyu tanpa dipungut biaya sepeserpun, dan akan diberitakan secara khusus apabila sahamnya menempati posisi sebagai *top gainer, top value* dan tentunya juga pada saat sahamnya menempati posisi *top losser.*

Namun disamping keuntungan dan manfaat yang diperoleh, perusahaan juga mempunyai tanggung jawab dan konsekuensi dengan diperolehnya modal dari masyarakat dalam bentuk penyertaan saham. Tanggung jawab dan konsekuensi tersebut adalah (Robert Ang, 1995) :

a. Membutuhkan pengorbanan baik tenaga, waktu dan biaya.
b. Masuknya peserta baru yang akan ikut mengambil bagian dalam kebijaksanaan perusahan.
c. Kewajiban untuk memenuhi keterbukaan informasi.
d. Transformasi sikap dan tindak tanduk manajemen maupun pemegang saham pendiri (*founder*) terutama hubungan dengan pemegang saham minoritas.

Untuk mendapatkan dana melalui penerbitan saham tidak mudah dan juga tidak gratis, namun membutuhkan biaya dan pengorbanan tidak sedikit yang kadang-kadang dibutuhkan pengorbanan dari dalam perusahaan sendiri yaitu perlunya dilakukan rasionalisasi karyawan sehingga perusahaan terpaksa harus melakukan peutusan hubungan kerja maupun pension dini. Juga biaya-biaya lainnya seperti biaya penjamin emisi (*underwriter*), biaya akuntan, biaya konsultan hukum, biaya *appraisal* dan biaya notaries dan tentunya biaya pencatatan (*listing*) maupun biaya rutin tahunan *annual fee.*

Kemudian akan ada pemegang saham baru yaitu pemegang saham public maupun manajemen independen yang akan ikut ambil bagian dalam penentuan kebijakan dan pengambilan keputusan. Disamping itu perusahaan dituntut untuk terbuka dan transparan, sehingga semua informasi yang signifikan dan berpotensi mempengaruhi harga saham baik

itu inforamsi positif maupun inforamsi negative harus dan wajib dipublikasikan paling labat dua hari kerja. Dan pemegang saham pendiri (*founder*) harus bisa menyesuaikan serta merubah sikap dan tindak tanduk dengan masuknya pemegang saham public walaupun mereka pemegang saham minoritas.

Perkembangan penerbitan saham melalui skema *initial public offering (IPO)* maupun *right issue (*penawaran umum terbatas) dalam lima tahun terakhir cukup menggembirakan dan ini sangat menguntungkan perusahaan. Karena dengan semakin banyaknya perusahaan public yang menjadi milik masyarakat, permodalan perusahaan akan semakin besar dan menjadi perusahaan yang besar dan siap bersaing di era globalisasi perdagangan. Perkembangan IPO dan *Right Issue* atau HMETD (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu) serta dana yang diperoleh perusahaan dari tahun 2006 sampai dengan 2010 adalah sebagai berikut.

Tahun	Jumlah Emisi IPO	Nilai Emisi (Rp milyar)	Jumlah Emisi Right Issue	Nilai Emisi (Rp milyar)
2006	12	3.014,11	17	9.978,33
2007	24	17.181,54	23	27.885,60
2008	17	23.714,20	25	55.458,47
2009	12	3.717,97	13	9.325,34
2010	22	29.300,20	27	38.563,19
Jumlah	87	76.928,02	105	141.210,93

Sumber : Statistik pasar modal

Selama kurun waktu lima tahun terakhir dana yang berhasil dihimpun oleh perusahaan melalui IPO sebesar Rp. 76.928.02 milyar atau rata-rata 17 emiten dengan nilai emisi rata-rata sebesar Rp. 15.385 milyar dan Right Issue sebesar Rp. 141.210,93 milyar atau rata-rata 21 emiten dengan nilai emisi rata-rata sebesar Rp. 28.242 milyar. Tahun 2009 terjadi penurunan yang cukup signifikan baik dari sisi jumlah emiten maupun dari nilai emisinya, dimana hanya ada 12 emiten yang melakukan IPO dengan nilai emisi Rp. 3.717,97 milyar dan Right Issue sebanyak 13 emiten dengan nilai emisi sebesar Rp. 9.325,34 milyar. Penurunan tersebut terjadi karena adanya krisis yang terjadi pada kwartal empat tahun 2008.

Dalam kurun waktu lima tahun dari 2006 sampai dengan 2010, dana yang berhasil dihimpun melalui IPO dan Rihgt Issue sebesar Rp. 218,34 triliun atau setara dengan 44,55 % dari total nilai emisi saham. Sampai dengan akhir tahun 2010, dana yang diperoleh perusahaan melalui skema IPO dan melalui Right Issue adalah sebesar Rp. 490,014 triliun dengan melibatkan 520 perusahaan publik.

Pembiayaan Melalui Penerbitan Obligasi

Sebagai alternatif sumber pendanaan perusahaan, obligasi mempunyai peranan penting dalam meningkatkan dan memperbaiki struktur modal, walaupun modal yang diperoleh lewat skema penerbitan obligasi tidak permanen sebagaimana saham. Pada saat tingkat bunga pasar rendah yang pada saat ini sebesar 6,5 %, penerbitan obligasi akan menguntungkan perusahaan karena beban bunga yang ditanggung perusahaan lebih rendah. Perusahaan mempunyai waktu yang panjang untuk membayar kembali obligasi tersebut, dan beban bunga ataupun bagi hasil pembayarannya setiap tiga bulan sekali (triwulanan).

Keuntungan dan kelebihan mencari sumber pembiayaan melalui penerbitan obligasi antara lain :

1. Perusahaan mendapatkan modal sesuai dengan jumlah yang diinginkan dan diterima sekaligus, sehingga penggunaannya dapat segera di realisasikan dan sesuai rencana.
2. Beban bunga obligasi lebih rendah dibandingkan dengan kredit perbankan, sehingga akan menghemat pengeluaran perusahaan dalam bentuk biaya bunga yang lebih kecil serta pembayaran bunga periodiknya setiap tiga bulan sekali.
3. Pengembalian atau pelunasan obligasi dibayarkan pada saat jatuh tempo dan tidak diangsur sebagaimana kredit bank, sehingga selama umur obligasi perusahaan dapat memanfaatkan modal obligasi tersebut secara optimal.
4. Pemegang obligasi merupakan investor pasif dan tidak akan ikut dalam pengelolaan manajemen perusahaan sebagaimana pemegang saham, sehingga manajemen perusahaan dapat menjalankan bisnis sesuai dengan sebelum adanya modal obligasi.

Adapun kekurangannya dengan modal obligasi, perusahaan harus membayar bunga atau bagi hasil secara periodic dan harus membayar kembali setelah jatuh tempo, karena modal dari obligasi merupakan modal eksternal dalam bentuk utang. Bila perusahaan kurang cermat didalam memengola keuangan (*cash flow*) dan mengalami *default* atau kegagalan dalam pembayaran bunga ataupun pengembalian *principal* atau pokoknya, kondite dan citra perusahaan akan menjadi jelek.

Perkembangan penghimpunan modal melalui penerbitan obligasi yang diperoleh perusahaan dan pemerintah dari tahun 2006 sampai dengan 2010 adalah sebagai berikut:

Tahun	Jumlah Emisi Obligasi Korporasi	Nilai Emisi (Rp milyar)	Jumlah Emisi Obligasi Negara	Nilai Emisi (Rp milyar)
2006	15	11.450,10	10	47.251,65
2007	45	31.275,00	13	84.594,90

2008	19	11.900,00	11	50.237,35
2009	26	27.215,00	12	30.656,29
2010	24	35.397,00	20	76.997,80
Jumlah	129	85.437,10	66	289.737,99

Sumber : Statistik pasar modal

Selama kurun waktu lima tahun terakhir dana yang berhasil dihimpun oleh 129 perusahaan/emiten melalui Emisi Obligasi Korporasi sebesar Rp. 85.437,12 milyar atau rata-rata 26 emiten dengan nilai emisi obligasi rata-rata sebesar Rp. 17.087,4 milyar dan Emisi Obligasi Pemerintah sebanyak 66 emisi dengan nilai Rp. 289.737,99 milyar atau rata-rata 13 emisi dengan nilai rata-rata sebesar Rp. 57.947,60 milyar. Tahun 2009 dan 2010 terjadi kenaikan yang cukup signifikan baik dari sisi emisinya yang masing-masing Rp. 27.215 milyar untuk tahun 2009 dan Rp. 35.397 milyar. Naiknya nilai emisi obligasi tersebut karena rendahnya tingkat bunga pasar yang berada pada level 6,5 % dan bertahan sampai sekarang.

Sampai dengan akhir tahun 2010, dana yang berhasil dihimpun melalui emisi obligasi korporasi sebanyak 189 emiten dengan nilai emisi sebesar Rp. 213,927, sementara untuk obligasi pemerintah sampai dengan tahun 2010 nilai obligasi yang belum jatuh tempo dan diperdagangkan di pasar modal adalah sebesar Rp. 641,857 triliun, Dari jumlah obligasi beredar yang diperdagangkan sampai dengan tahun 2010, obligasi pemerintah memiliki porsi sebesar 85 % dan obligasi korporasi sebesar 15 %.

Kesimpulan

Perusahaan/emiten dapat memanfaatkan pasar modal untuk mencari sumber pendanaan guna memenuhi kebutuhan permodalan perusahaan, baik melalui skema penerbitan saham perusahaan ataupun melalui skema penerbitan obligasi. Pendanaan perusahaan yang memilih dengan penerbitan saham baru, dapat dilaksanakan melalui penewaran umum perdana (*initial public offering/IPO*) atau bagi perusahaan yang go public dapat mencari sumber pendanaan melalui penawaran umum terbatas (*right issue/HMETD*).

Jumlah dana yang berhasil dihimpun oleh perusahaan/emiten melalui *IPO* dan *Right Issue* selama lima tahun terakhir (2006 s/d 2010) mencapai Rp. 218,34 triliun atau setara dengan 44,55 % dari total nilai emisi saham sampai dengan akhir tahun 2010 sebesar Rp. 490,014 triliun.

Sedangkan jumlah dana yang berhasil dihimpun perusahaan/emiten melalui penerbitan obligasi korporasi selama lima tahun terakhir dari 2006 sampai dengan 2010 mencapai Rp. 85,437 triliun dengan jumlah emiten sebanyak 129 perusahaan.

Referensi :

Bapaepam-LK, 2006, *Statistik Pasar Modal 28 Desember 2006*
Bapaepam-LK, 2007, *Statistik Pasar Modal 28 Desember 2007*
Bapaepam-LK, 2008, *Statistik Pasar Modal 30 Desember 2008*
Bapaepam-LK, 2009, *Statistik Pasar Modal 30 Desember 2009*
Bapaepam-LK, 2010, *Statistik Pasar Modal 23 Desember 2010*
Brigham dan Houston (Penerjemah Ali Akbar Yulianto), 2011, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Essentials of Financial Management)*, Salemba Empat, Jakarta.
Hanafi, M. Mamduh, 2004. *Manajemen Keuangan*, BPFE, Yogyakarta.
Robert Ang, 1997, *Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft, Jakarta
Wild, John J., K.R.Subramayam dan Robert F.Halsey (Penerjemah, Yanivi S. Bachtiar dan S. Nurwahyu Harahap), 2005. *Financial Statement Analysis: Analisis Laporan Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta.
www.bapepam.go.id,
www.bi.co.id,
www.idx.co.id,