



Program Pascasarjana Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik  
Universitas Padjadjaran



## **“MANAJEMEN KEUANGAN DAN LINGKUNGAN KEUANGAN”**

**Oleh:**

**Dr. Elizabeth Tiur Manurung, M.Si., Ak., CA.**

Dipresentasikan pada Pertemuan para Siswa Program Magister  
Administrasi Bisnis

Pascasarjana FISIP – UNPAD

3 November 2010

UNIVERSITAS KATOLIK PARAHYANGAN

FAKULTAS EKONOMI

BANDUNG

2010



Program Pascasarjana Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik  
Universitas Padjadjaran

Telah dipresentasikan pada Pertemuan para siswa Program Magister  
Administrasi Binsis Pascasarjana FISIP – UNPAD

3 November 2010



Yanggetahui:

Indra Indrawan

## KATA PENGANTAR

Aspek keuangan dalam suatu perusahaan/ bisnis/ organisasi merupakan sesuatu yang sangat penting, bagaikan darah yang mengalir dalam tubuh manusia yang dapat menghidupkan orang tersebut.

Saya berterima kasih karena mendapat kesempatan menjadi pemakalah dengan materi yang penting ini, yaitu : “MANAJEMEN KEUANGAN DAN LINGKUNGAN KEUANGAN” . Dan bersyukur pula kepada Tuhan Yang Maha Kuasa karena diperkenankan menyelesaikan karya ilmiah ini.

Terima kasih kepada semua peserta, baik yang berasal dari Pulau Jawa maupun yang dari luar Pulau. Semoga ilmu yang saya sharingkan ini dapat menambah pengetahuan Anda sekalian. Pada kesempatan ini, saya juga terbuka dengan besar hati, akan menerima segala masukan/ input dari peserta sekalian, sehingga dapat menyempurnakan karya ilmiah ini. Atas perhatian seluruh peserta yang hadir, saya haturkan terima kasih yang tidak terhingga.

Tuhan memberkati kita sekalian. Amin.

Bandung, 3 November 2010

Elizabeth Tiur Manurung

## DAFTAR ISI

Lembar Persetujuan	Hal 2
Kata Pengantar	Hal 3
Daftar Isi	Hal 4
Manajemen Keuangan & Lingkungan Keuangan	
Skema Manajemen Keuangan & Lingkungan Keuangan	
Sekilas tentang Manajemen Keuangan & Lingkungan Keuangan	
The Corporate Life Cycle	
Perusahaan Perorangan	
Firma/ Partnership	
Perseroan	
The Primary Objective of The Corporation	
Financial Securities	
The Cost of Money	
The Global Economic Crisis	

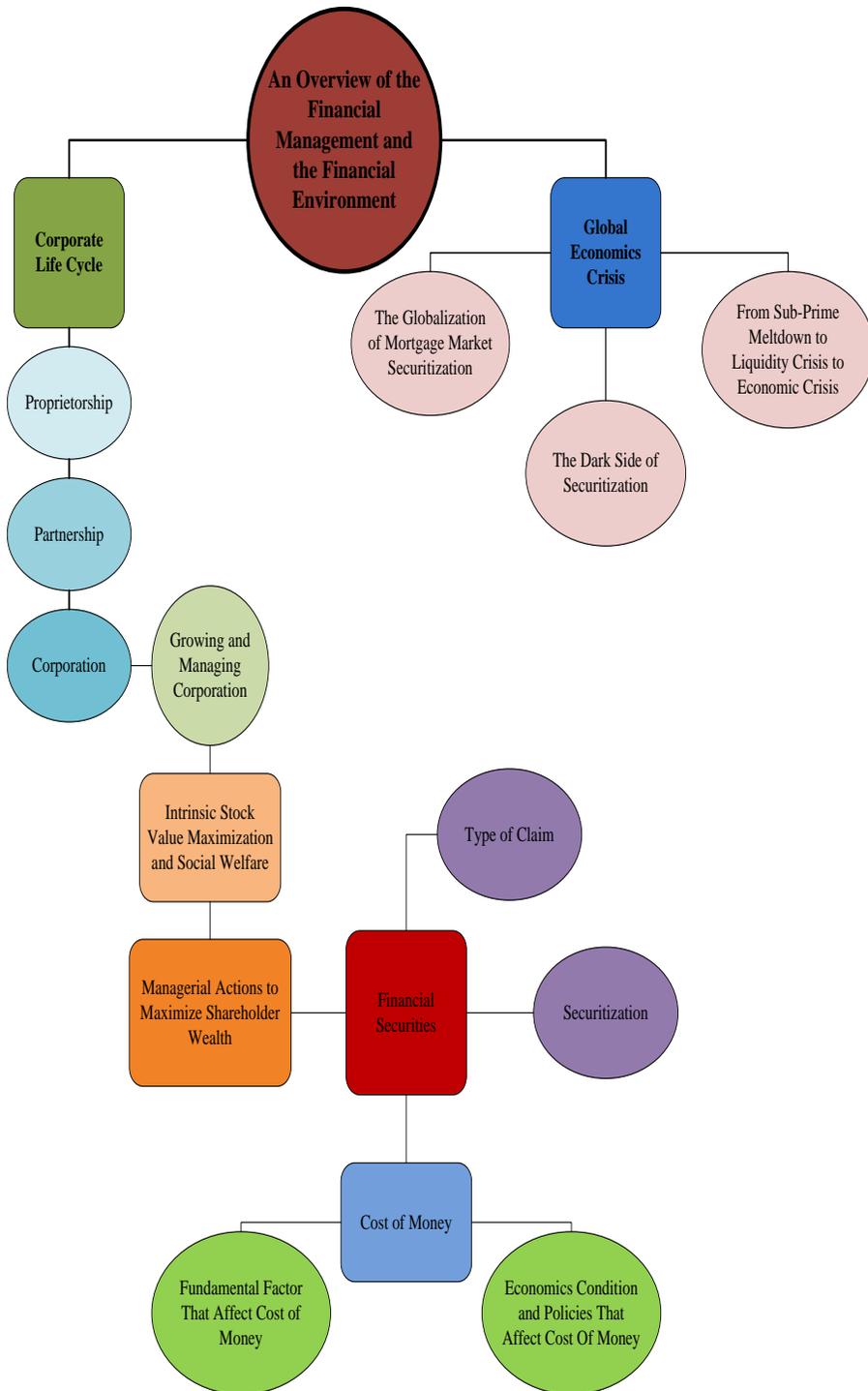
## Manajemen Keuangan dan Lingkungan Keuangan

Oleh : Elizabeth Tiur Manurung

Pembahasan mengenai materi Manajemen Keuangan dan Lingkungan Keuangan, pada umumnya akan membahas mengenai:

- (1) Penjelasan akan didahului dengan sekilas mengenai Manajemen Keuangan dan Lingkungan Keuangan
- (2) Materi corporate lifecycle, yang terdiri dari:
  - Perusahaan Perorangan
  - Firma/ Partnership
  - Perseroan (Terbuka' Tertutup)
- (3) The Primary objective of The Corporation
- (4) Financial Securities
- (5) The Cost of Money
- (6) The Global economics crisis, yang terdiri dari:
  - The globalization of mortgage market securitization
  - The dark side of securitization
  - From sub-prime meltdown to liquidity crisis to economic crisis

Materi yang berisi 6 konsep diatas, bila ditunjukkan dalam suatu Skema, maka akan Nampak sebagai berikut ini.



***Skema 1 “Materi dalam Manajemen Keuangan & Lingkungan Keuangan***

## Sekilas tentang Financial Management and the Financial Environment

*Intermediate Financial Management* mengharuskan kita menerapkan konsep-konsep yang telah dipelajari, bagaimana memperoleh data yang dibutuhkan untuk mengimplementasikan berbagai model keputusan, dan bagaimana hubungan berbagai bagian keuangan dengan yang lainnya. Saat kita membahas metode *net present value* (NPV) dan *internal rate of return* (IRR), kita harus menyelidiki lebih dalam, dengan mempertimbangkan bagaimana mempersingkat dan membuat perhitungan, bagaimana memperoleh data yang dibutuhkan, dan bagaimana data *error* mempengaruhi hasil perhitungan.

### *The Corporate Life Cycle*

Banyak perusahaan besar, seperti Apple Computer dan Hewlett-Packard berawal dari bengkel atau ruang bawah tanah. Kenapa perusahaan seperti ini bisa saja tumbuh menjadi perusahaan besar seperti saat ini? Tidak ada dua perusahaan berkembang dengan cara yang sama, tetapi bagian ini menjelaskan *corporate life cycle*.

#### *1. Starting Up as a Proprietorship*

Banyak perusahaan berawal dari *proprietorship* (perseorangan), yaitu bisnis yang dijalankan oleh satu orang. Memulai bisnis sebagai perseorangan itu mudah—terkadang hanya dengan mencari lisensi bisnis di tiap kota atau negaranya. Perseorangan mempunyai tiga keuntungan, antara lain:

- a. Mudah untuk dilakukan

- b. Tidak terlalu banyak peraturan pemerintah yang mengatur perusahaan
- c. Pendapatan bukan merupakan subjek dari pajak perusahaan, tetapi pajaknya masuk kedalam pendapatan personal pemiliknya

Selain mempunyai keuntungan, perseorangan memiliki tiga keterbatasan, antara lain:

- a. Sulit untuk memperoleh modal untuk tumbuh
- b. Memiliki kewajiban personal yang tidak terbatas untuk utang bisnisnya, yang dapat mengakibatkan kehilangan uang berlebihan yang dapat digunakan untuk investasi (kreditor bisa saja menyita aset dari pemilik)
- c. Hidup dari perusahaan perseorangan terbatas berdasarkan hidup pemilik

Karena adanya alasan tersebut, perseorangan biasanya digunakan untuk bisnis kecil.

## 2. *More Than One Owner: A Partnership*

Beberapa perusahaan memulai bisnisnya dengan memiliki lebih dari satu pemilik, dan beberapa pemilik perusahaan perseorangan memutuskan untuk menambah *partner* untuk mengembangkan bisnisnya. *Partnership* (persekutuan) adalah dimana dua atau lebih orang atau perusahaan bergabung untuk mengadakan bisnis *non-corporate* untuk mendapat *profit*. Perjanjian persekutuan berisi tata cara pembagian *profit* dan *loss* diantara pemilik. Keuntungan dan kekurangan dari persekutuan mirip dengan perseorangan.

Sehubungan dengan utang, *partner* berpotensi kehilangan dari seluruh aset pribadinya, walaupun aset tidak diinvestasikan dalam bisnis, karena dibawah hukum persekutuan, setiap *partner* dapat dikenakan utang bisnis. Maka dari itu, saat persekutuan bangkrut, jika salah satu *partner* tidak dapat memenuhi utangnya maka sisa *partner* lainnya harus menerima klaim, yaitu menarik aset pribadinya. Untuk menghindari hal tersebut, dimungkinkan untuk membatasi liabilitas untuk beberapa *partner* dengan menetapkan *limited partnership*, dimana *partner* disebut *general partners* dan *partner* lainnya adalah *limited partners*.

Dalam *limited partnership*, *limited partners* hanya kehilangan aset sesuai dengan jumlah yang diinvestasikan di persekutuan, sedangkan *general partner* memiliki liabilitas yang tidak terbatas. Tetapi, *limited partners* tidak mempunyai *control* atas persekutuan dan pengembaliannya terbatas. *Limited partnership* sangat umum di industri *real estate*, *oil*, *equipment*, *leasing ventures*, dan *venture capital*. Tetapi, *limited partnership* jarang digunakan dalam bisnis secara umum karena biasanya tidak ada *partner* yang ingin menjadi *general partner* dan mau menerima sebagian besar dari resiko bisnis, dan tidak ada *partner* yang ingin menjadi *limited partner* dan tidak mendapat *control* sama sekali.

Dalam *regular* dan *limited partnership*, paling tidak ada satu *partner* yang dapat dikenakan utang dari *partnership*. Tetapi, di *limited liability partnership* (LLP), terkadang disebut *limited liability company* (LLC), semua *partner* menikmati liabilitas terbatas dengan memandang liabilitas bisnis, dan potensi kehilangan investasi terbatas di LLP.

### 3. *Many Owners: A Corporation*

Banyak perusahaan berkembang, seperti Hewlett-Packard dan Microsoft memulai bisnisnya dari persekutuan, tetapi pemiliknya memutuskan untuk mengubah menjadi *corporation*. *Corporation* (perseroan terbatas) adalah perusahaan yang legal dibuat berdasarkan hukum, dan adanya pemisahan antara pemilik dan manajer. Pemisahan ini memberikan tiga keuntungan, yaitu

a. *Unlimited life*

*Corporation* dapat melanjutkan setelah pemilik sebenarnya dan manajer meninggal dunia

b. *Easy transferability of ownership interest*

Bagian dari pemilik dibagi menjadi saham, yang dapat dipindah lebih mudah dibandingkan perseorangan atau persekutuan

c. *Limited liability*

Kerugian hanya terbatas pada dana yang diinvestasikan

Misalnya, kita berinvestasi sebesar \$10.000 di persekutuan yang kemudian bangkrut dan berutang \$1 juta. Karena pemilik bertanggungjawab atas utang persekutuan, dapat dihitung bagian dari utang perusahaan, dan kita bisa saja bertanggungjawab atas seluruh utang, yaitu \$1 juta jika *partner* lainnya tidak dapat membayar bagiannya. Di sisi lain, jika kita menginvestasi \$10.000 di dalam saham perusahaan yang akan bangkrut, potensi kerugian kita dalam investasi terbatas pada \$10.000 yang kita investasikan. Masa hidup yang tidak terbatas, mudah memindahkan bagian pemilik, dan utang terbatas membuat hal ini lebih mudah sebagai perseroan terbatas dibandingkan perseorangan atau persekutuan untuk bertumbuh menjadi perusahaan yang lebih besar.

Selain itu, ada dua keterbatasan dari *corporate* dibandingkan dengan perseorangan dan persekutuan, antara lain:

- a. Pendapatan dari *corporate* merupakan subjek dari pajak rangkap—pendapatan dari *corporate* dikenakan pajak tingkat *corporate*, dan kemudian pendapatan yang digunakan untuk membayar dividen merupakan subjek pajak dari pendapatan para pemegang saham
- b. Membuat *corporate* membutuhkan izin (*charter*) yang memakan waktu lebih lama dibandingkan membuat perseorangan atau persekutuan.

*Charter* yang dimaksud, berisi:

1. Nama dari *corporation* yang diinginkan
2. Tipe aktivitas yang akan dijalankan
3. Jumlah *capital stock*
4. Jumlah direktur
5. Nama dan alamat dari direktur

*Charter* diisi oleh sekretaris dari negara dimana perusahaan akan beroperasi, dan saat perusahaan disetujui, perusahaan secara resmi terbentuk. Setelah perusahaan mulai beroperasi, ada kewajiban membuat laporan kepada berbagai pihak.

*Bylaws* adalah sekumpulan peraturan yang dikeluarkan oleh pemilik *corporation* yang berisi:

1. Bagaimana prosedur pemilihan direktur (pemilihan setiap tahun atau mungkin tiga kali setahun untuk tiga tahun)

2. Apakah pemegang saham sekarang mempunyai hak untuk membeli saham apabila perusahaan mengeluarkan saham baru
3. Prosedur dalam mengganti peraturan itu sendiri, harus sesuai dengan kondisi yang telah ditentukan

Ada beberapa tipe dari *corporations*. Profesional seperti dokter, pengacara, dan akuntan terkadang disebut sebagai *professional corporation* (PC) atau *professional association* (PA). Tipe badan ini tidak dibebastugaskan dari kewajiban partisipan atas profesional (*malpractice*). Tentu saja, motivasi utama dibalik badan profesional adalah untuk menyediakan sekelompok profesional untuk menggabungkan dan menghindari tipe utang tidak terbatas yang masih menjadi tanggungjawab profesional.

### *Growing and Managing a Corporation*

Apabila perusahaan telah dibuat, bagaimana cara untuk mengembangkannya? Saat seorang *entrepreneur* memulai perusahaan, mereka biasanya menyediakan semua modal yang berasal dari sumberdaya pribadinya sendiri, yang mungkin termasuk simpanan, jaminan rumah, atau mungkin kartu kredit. Seiring tumbuhnya perusahaan, perusahaan akan memerlukan pabrik, *equipment*, persediaan, dan sumberdaya lainnya. *Entrepreneur* biasanya harus menghabiskan sumberdayanya sendiri dan mengubahnya menjadi keuangan eksternal. Banyak perusahaan baru terlalu beresiko untuk bank, maka pendirinya harus menjual saham keluar, termasuk teman, keluarga, *investor privat (angels)*, atau *venture capitalists*. Jika perusahaan terus berkembang, perusahaan akan cukup dipercaya untuk meminjam dari bank, atau mungkin dapat menaikkan sumber dana melalui

*initial public offering* (IPO) dengan cara menjual saham kepada publik. Setelah IPO, perusahaan dapat berkembang dengan meminjam dana dari bank, mengeluarkan surat utang, atau menjual saham baru. Jadi, kemampuan perusahaan untuk tumbuh berdasar pada kemampuan berinteraksi dengan pasar keuangan.

Untuk perseorangan, persekutuan, dan perusahaan kecil, pemilik perusahaan adalah manajer. Hal ini biasanya tidak baik untuk perusahaan besar, yang artinya pemegang saham perusahaan besar, yang juga merupakan pemilik, menghadapi masalah besar. Apa yang dapat dilakukan untuk menghindari manajer untuk melakukan hal yang menguntungkan dirinya sendiri, dibandingkan dengan kepentingan pemegang saham/pemilik? Hal ini disebut *agency problem*, karena manajer digaji sebagai agen untuk menjadi kaki tangan pemilik. *Agency problems* dapat ditujukan dengan *corporate governance* dari perusahaan, yaitu rangkaian proses, kebiasaan, kebijakan, aturan, dan institusi yang memengaruhi pengarahannya, pengelolaan, serta pengontrolan suatu perusahaan atau korporasi terhadap direktur, manajer, karyawan, pemegang saham, kreditor, konsumen, kompetitor dan komoditi.

Terhadap dua hubungan yang dapat menyebabkan *agency problem*, yaitu:

1. Manajer dengan *shareholder*

Terdapat lima masalah dari hubungan ini, yaitu:

1. *Risk-aversion problem*

Berbedanya tingkat resiko antara *agent* dan *principal*. *Principal* biasanya melakukan diversifikasi portfolio di berbagai industri, sehingga resiko yang ditanggungnya tidak

terlalu besar. Sedangkan, *agent* mempunyai tanggungjawab yang besar di perusahaan, sehingga mempunyai resiko yang besar pula apabila terjadi sesuatu pada perusahaan.

2. *The dividend-retention problem*

*Agent* lebih memilih untuk tidak memberikan dividen terlalu banyak karena laba yang didapatkan lebih baik untuk melakukan ekspansi, sedangkan *principal* menginginkan dividen yang besar.

3. *The horizon problem*

Principal menginginkan keuntungan yang baik untuk jangka panjang.

4. *Effort aversion by agent*

Usaha yang biasa dilakukan agent tidak maksimal, biasanya maksimal hanya apabila ada *principal*/atasan.

5. *Divert resources for private consumption*

Sumber daya yang dimiliki perusahaan biasanya digunakan untuk pribadi oleh *agent*.

2. *Shareholder* dengan *debtholder*

Terdapat empat masalah dari hubungan ini, yaitu:

1. *Excessive dividend payments*

*Shareholder* menginginkan pembagian dividen yang besar, sedangkan *debtholder* tidak menginginkan pembagian dividen yang terlalu besar. Karena dengan membagi dividen dapat mengurangi aset yang mungkin saja menjadi jaminan atas utang.

2. *Asset substitution*

*Debtholder* tidak menginginkan perusahaan berinvestasi di aset atau proyek yang beresiko tinggi karena apabila investasi menguntungkan, *debtholder* tidak mendapat keuntungan, tetapi apabila investasi tidak menguntungkan, *debtholder* akan menanggung kerugian, yaitu adanya kemungkinan perusahaan tidak dapat membayar kewajibannya.

3. *Underinvestment*

*Shareholder* tidak mau mengambil proyek untuk memperbaiki NPV karena dapat menaikkan jumlah dana untuk *debtholder*, tetapi tidak untuk *shareholder*.

4. *Claim dilution*

*Debtholder* tidak menginginkan perusahaan untuk mengeluarkan surat utang yang memiliki tingkat prioritas lebih tinggi dibandingkan surat utangnya karena adanya resiko perusahaan untuk tidak dapat membayar kewajiban kepadanya apabila terjadi kebangkrutan.

*The Primary Objective of the Corporation: Value Maximization*

Pemegang saham adalah pemilik perusahaan, dan mereka membeli saham karena mereka menginginkan pengembalian yang akan didapat dari investasi yang dilakukan. Dalam beberapa kasus, pemegang saham memilih direktur, yang kemudian memperkerjakan manajer untuk menjalani operasi perusahaan sehari-hari. Karena manajer seharusnya bekerja sebagai pengganti pemegang saham, mereka harus menjalankan tugas yang dapat menaikkan nilai pemegang saham. Buku ini berasumsi tujuan dari manajemen adalah *stockholders wealth maximization*.

*Market price* adalah harga saham yang ditinjau di pasar keuangan. Jika *market price* mempresentasikan semua informasi yang relevan, maka harga yang diamati adalah harga intrinsik atau *fundamental*. Tetapi, investor jarang mempunyai semua informasi yang relevan. Contohnya, laporan perusahaan digunakan untuk mengambil keputusan, tetapi terkadang mereka tidak menyampaikan semua informasi untuk menghindari kompetitor dalam mendapat keuntungan strategi.

Sayangnya, beberapa manajer terkadang melakukan hal yang tidak seharusnya untuk menaikkan nilai perusahaan padahal tidak sesuai dengan kenyataan. Terkadang tindakan yang dilakukan ilegal, seperti yang dilakukan senior manajer di Enron. Terkadang tindakan yang dilakukan juga legal, tetapi dilakukan untuk mendorong harga pasar saat ini agar berada di atas harga *fundamental* dalam jangka pendek. Contoh, seharusnya harga saham adalah sama dengan harga *fundamental* yaitu \$50/saham. Apa yang akan terjadi apabila ada *tree-trimming* tetapi tidak diberitahu ke investor? Hal ini akan menurunkan biaya saat ini, menaikkan pendapatan dan aliran kas saat ini, tetapi ini akan menjadikan pengeluaran yang besar di masa yang akan datang. Apabila investor diberitahu mengenai biaya perbaikan yang dihadapi perusahaan, harga pasar akan turun ke harga *fundamental* baru yaitu \$45. Tetapi apabila investor tetap mempertahankan investasinya harga pasar mungkin akan naik menjadi \$52. Investor akan mengerti apabila perusahaan mengeluarkan biaya yang besar untuk memperbaiki suatu hal, saat itu terjadi, harga akan jatuh menjadi harga *fundamental*.

Cara menghitung nilai buku dari saham:

$$\text{Nilai buku saham} = \frac{\text{Total modal}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Sesuai dengan hipotesa diatas, manajer tidak jujur pada investor, harga naik menjadi \$52 bukan jatuh ke \$45. Tentu saja, hal ini menguntungkan mereka yang mempunyai saham saat adanya ketidakjujuran, termasuk manajer yang mempunyai *stock option*. Tetapi saat ketidakjujuran terungkap, pemegang saham yang masih memiliki saham menderita kerugian yang signifikan, yang berakhir pada harga saham berharga kurang dari harga *fundamental*. Jika manajer menggunakan *stock option* pada saat seperti ini, maka hanya pemegang saham yang menderita dari ketidakjujuran ini. Karena manajer digaji untuk melakukan tindakan sesuai dengan keinginan pemegang saham, penipuan mereka merupakan pelanggaran dari tanggungjawab. Maka, penipuan dari manajer akan merugikan reputasi perusahaan, membuat perusahaan akan sulit untuk menambah modal di masa yang akan datang.

Oleh karena itu, saat kita bilang tujuan manajer adalah *maximize stockholder wealth*, kita mengartikannya sebagai *maximize the fundamental price of the firm's common stock*, tidak hanya harga pasar saat ini. Maka, *maximizing intrinsic stock value* adalah tujuan paling penting dari perusahaan.

#### *Intrinsic Stock Value Maximization and Social Welfare*

Jika perusahaan mencoba memaksimalkan nilai intrinsik saham, apakah merupakan dampak yang baik atau buruk bagi masyarakat? Secara umum, hal ini bagus. Di samping adanya tindakan ilegal seperti kecurangan akuntansi, *exploiting monopoly power*, *violating safety codes*, dan *failing to meet environmental standards*, tindakan yang sama untuk memaksimalkan nilai intrinsik saham juga bermanfaat bagi masyarakat. Di bawah ini merupakan beberapa alasan:

1. Pemegang saham adalah masyarakat. Tujuh puluh lima tahun yang lalu, hal ini tidak benar karena kebanyakan dari pemilik saham berkonsentrasi di segmen yang relatif kecil yang berisi individu paling kaya. Sejak itu, ada pertumbuhan yang pesat di dana pensiun, perusahaan asuransi jiwa, dan *mutual funds*. Institusi ini memiliki 61% dari semua saham, yang artinya para individu mempunyai kekuasaan tidak langsung di pasar saham. Selain itu, lebih dari 47% rumah tangga memiliki saham atau surat utang dibandingkan 32.5% di 1989. Demikian, kebanyakan anggota masyarakat memiliki kekuasaan penting di pasar saham, baik langsung maupun tidak langsung. Oleh karena itu, saat manajer mengambil tindakan untuk memaksimalkan harga saham, hal ini meningkatkan kualitas hidup dari jutaan warganegara biasa.
2. *Consumers benefit*. Memaksimalkan harga saham memerlukan efisiensi, bisnis yang berbiaya rendah yang dapat memproduksi produk dan jasa berkualitas tinggi dengan biaya terendah. Hal ini berarti perusahaan harus mengembangkan produk dan jasa yang diinginkan dan dibutuhkan konsumen, yang menuju pada teknologi baru dan produk baru.
3. *Employees benefit*. Secara umum, perusahaan yang sukses meningkatkan harga saham akan tumbuh dan menambah karyawannya

### *Managerial Actions to Maximize Shareholder Wealth*

Apa tindakan yang dapat dilakukan manajer untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham? “Apa saja yang menentukan nilai perusahaan?”

Singkatnya adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas saat ini dan di masa yang akan datang.

Aspek penting perusahaan:

1. Aset keuangan, termasuk saham perusahaan, bernilai hanya saat diubah menjadi aliran kas
2. Waktu dari aliran kas sangat berarti—kas diterima lebih cepat lebih baik
3. Investor adalah penghindar resiko, mereka akan membayar saham lebih apabila aliran kas pasti dibanding yang aliran kasnya lebih berresiko.

Dari tiga fakta diatas, manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan mereka dengan meningkatkan ukuran dari ekspektasi aliran kas, dengan mempercepat penerimaan kas, dan mengurangi resiko.

Aliran kas yang penting adalah *free cash flow* (FCF), bukan karena *free*, tetapi karena mereka tersedia (bebas) untuk digunakan oleh investor perusahaan, termasuk kreditor dan pemegang saham.

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Sales Revenue} - \text{Operating Costs} - \text{Operating Taxes} - \text{Required Investments in Operating Capital}$$

Manajer *brand* dan manajer pemasaran dapat meningkatkan penjualan (dan harga) dengan memahami keinginan konsumennya dan kemudian mendesain barang dan jasa yang diinginkan konsumen. Manajer sumberdaya manusia dapat meningkatkan produktivitas dengan pelatihan dan retensi karyawan. Manajer produksi dan logistik dapat meningkatkan *profit margin*, menurunkan persediaan, dan meningkatkan *throughput* perusahaan dengan mengimplementasikan *supply chain management*, *just-*

*in-time management*, dan *lean manufacturing*. Faktanya, semua manajer dapat membuat keputusan yang dapat meningkatkan *free cash flows*.

Salah satu peran manajer keuangan adalah membantu manajer lain untuk melihat bagaimana tindakan mereka berakibat pada kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas dan meningkatkan nilai intrinsik. Manajer keuangan harus memutuskan bagaimana keuangan di perusahaan. Khususnya, mereka harus memilih mencampur utang atau modal yang seharusnya digunakan dan tipe spesifik dari utang dan efek sekuritas yang akan dikeluarkan. Mereka juga harus memutuskan persentase dari pendapatan saat ini yang harus ditahan dan diinvestasi kembali dibandingkan membayarkan sebagai dividen. Selain dengan keputusan keuangan, resiko dari operasi perusahaan, dan pasar saham investor menentukan tingkat pengembalian yang dibutuhkan untuk memuaskan investor perusahaan. Tingkat pengembalian dari perspektif investor adalah biaya dari sudut pandang perusahaan. Oleh karena itu, tingkat pengembalian yang dibutuhkan investor disebut *weighted average cost of capital (WACC)*.

Hubungan antara nilai *fundamental* perusahaan, *free cash flow*, dan *cost of capital* didefinisikan sebagai

$$Value = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+WACC)^\infty}$$

- 1) Perusahaan berkembang terkadang butuh meningkatkan dana eksternal di pasar keuangan, dan
- 2) Harga aktual dari saham perusahaan ditentukan di pasar tersebut

## ***Financial Securities***

Sekuritas keuangan dapat diklasifikasikan berdasarkan klaim dan waktu jatuh tempo.

### *Type of Claim: Debt, Equity, or Derivatives*

Sekuritas keuangan adalah selembar kertas dengan ketentuan kontrak yang berisi hak spesifik dari pemilik dan klaim atas aliran kas. Instrumen utang biasanya terdapat pembayaran spesifik dan jatuh tempo yang spesifik. Contohnya, Alcoa bond berjanji membayar 10% bunga dalam 30 tahun dan membayar \$1000 pembayaran pokok. Jika utang jatuh tempo lebih dari 1 tahun, maka disebut *capital market security*. Demikian, Alcoa bond dalam contoh ini disebut *capital market security*.

Jika utang jatuh tempo kurang dari 1 tahun, maka disebut *money market security*. Contohnya, Home Depot akan mendapat \$300.000 dalam 75 hari, tetapi perusahaan membutuhkan dana saat ini. Home Depot dapat mengeluarkan *commercial paper*, yang pada pokoknya adalah IOU. Pada contoh ini, Home Depot setuju untuk membayar \$300.000 di 75 hari sebagai penukaran untuk \$297.000 hari ini. Demikian, *commercial paper* adalah *money market security*.

*Equity instruments* adalah klaim terhadap *residual value*. Contohnya, pemegang saham Alcoa berhak untuk hasil aliran kas dari Alcoa setelah pemegang surat utang, kreditor, dan pengklaim lainnya yang sudah terpuaskan. Karena saham tidak mempunyai tanggal jatuh tempo, maka disebut *capital market security*.

Utang dan modal mewakili klaim atas aliran kas dari aset sesungguhnya, seperti hasil aliran kas dari pabrik dan operasi Alcoa.

*Derivative* adalah sekuritas yang nilainya bergantung pada, atau terjadi karena, nilai dari beberapa aset yang diperdagangkan. Contohnya, *options* dan *future contract* adalah tipe penting dari *derivative*, dan nilainya bergantung pada harga dari aset lainnya. *Option* dari saham Alcoa atau kontrak masa depan untuk membeli perut babi adalah contoh dari *derivative*.

Beberapa sekuritas terdiri atas campuran dari utang, ekuitas, dan *derivative*. Contohnya, saham preferen mempunyai sifat seperti utang dan terkadang seperti ekuitas, sedangkan *convertible debt* mempunyai sifat utang maupun modal.

Beberapa sekuritas dibuat dari sekumpulan sekuritas lainnya, prosesnya disebut *securitization*. Penyalahgunaan aset sekuritas adalah salah satu sebab utama dari krisis keuangan global.

*Summary of Major Financial Instruments*

<b>Instrument</b>	<b>Major Participants</b>	<b>Risk</b>	<b>Original Maturity</b>	<b>Rates of Return on 5/10/11</b>
Commercial Paper	Issued by major banks to large investors	Low default risk	Up to 270 days	0.17%
Commercial Loans	Loans by banks to corporations	Depends on borrower	Up to 7 years	Tied to prime rate (3.25%) or LIBOR (0.42%)
Mortgages	Loans secured by property	Risk is variable	Up to 30 years	3.94%

Preferred Stocks	Issued by corporation to individuals and institutions	Riskier than corporate bonds	Unlimited	6% to 9%
------------------	---	------------------------------	-----------	----------

### *The Process of Securitization*

Umumnya *mortgages* dibuat oleh *savings and loan associations* (S&Ls). S&Ls mengumpulkan dana dari sekitarnya dan kemudian meminjamkan uang kepada orang di sekitar dengan *rate* tetap. Pemilik rumah membayar pokok dan bunga kepada S&Ls, yang kemudian membayar bunga kepada pemilik deposito dan menginvestisasikan lagi pokok kepada *mortgages* lainnya. Hal ini lebih baik dilakukan dibanding seorang individu meminjamkan langsung ke seorang pemilik rumah baru, karena seorang individu mungkin tidak mempunyai dana yang cukup untuk membiayai seluruh biaya rumahnya atau tidak mengetahui apakah peminjam adalah kreditor berharga (*creditworthy*).

S&Ls adalah institusi pemerintah, dan mereka mendapat uang dengan menarik deposito dan kemudian menginvestasikan sebagian besar ke dalam *mortgage* dengan *rate* bunga tetap di tiap individu. Dan juga, S&Ls tidak diperbolehkan membuka cabang operasi—mereka terbatas untuk mempunyai satu kantor untuk *memantain* orientasi lokalnya.

Pembatasan mempunyai maksud yang penting, pertama, di tahun 1950 ada migrasi besar-besaran kearah barat, maka banyak permintaan atas dana di area tersebut. Tetapi, *wealthiest savers* berada di timur. Ini berarti *rate* bunga *mortgage* lebih tinggi di California dan negara lain di bagian

barat dibandingkan di New York dan di bagian Timur. Hal ini membuat ketidakseimbangan.

Kedua, aset dari S&L sebagian besar adalah untuk jangka panjang, *mortgage* dengan *rate* tetap, sedangkan utang mereka terdiri atas deposit yang dapat diambil kapan saja. Kombinasi antara aset jangka panjang dengan utang jangka pendek menimbulkan banyak masalah. Jika tingkat bunga naik, S&L harus meningkatkan *rate* depositnya atau semua penyimpan akan menyimpan dananya di tempat lain. Tetapi, S&L tidak dapat meningkatkan tingkat bunganya terhadap *mortgage* yang beredar karena *mortgage* memiliki tingkat bunga tetap. Masalah ini timbul di awal 1960, saat perang Vietnam menyebabkan inflasi, yang mendorong tingkat suku bunga. Saat itu, industri “*money market fund*” bermunculan, dan sesungguhnya menyerap uang dari S&L, dan membuat S&L bangkrut.

Pemerintah merespon dengan memberi S&L kekuatan pinjaman lebih luas, mengizinkan membuka cabang dan mengizinkan untuk menambah dana sebagai utang jangka panjang sebagai ganti deposit yang dapat ditarik kapan saja. Sayangnya, perubahan ini membuat konsekuensi yang tidak disengaja. Manajer dari S&L yang sebelumnya hanya bertransaksi dengan aturan yang terbatas terhadap investasi dan pilihan dana di komunitas lokal tiba-tiba diizinkan untuk memperluas ruang lingkup operasinya. Banyak dari manajer yang tidak berpengalaman membuat keputusan bisnis yang salah dan hasilnya dapat membawa petaka—industri S&L mengalami kejatuhan, dengan banyak S&L mengalami bangkrut atau diakuisisi oleh bank komersial. Kematian dari S&L menciptakan ketidakseimbangan keuangan lainnya—tingginya permintaan atas *mortgages* dibanding dengan penawaran dana dari industri peminjaman *mortgage*.

Situasi ini mengakibatkan perkembangan sekuritas *mortgage*, proses dimana bank, sisa S&L, dan *mortgage special* memulai perusahaan dan menjual mortgage ke bank investasi, yang akan mem-*bundle* dengan paket dan kemudian menggunakan paket tersebut sebagai *bonds collateral* yang dapat dijual ke dana pensiun, perusahaan asuransi, dan perusahaan institusional investor. Dengan demikian, pinjaman individu di-*bundle* dan kemudian digunakan sebagai *bonds* dan dapat diperdagangkan di pasar keuangan.

Kongres memfasilitasi proses ini dengan mendirikan dua perusahaan yang disponsori pemerintah, the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) dan the Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Fannie Mae dan Freddie Mac mendapat dana dengan sedikit modal dan banyak utang.

Proses *securitization* adalah S&L atau bank memberi penyimpan 5% tetapi membebankan peminjam 8% dari *mortgage*. S&L dapat mengeluarkan ratusan *mortgage*, menjadikan satu, kemudian menjualnya ke Fannie Mae. Berdasar sudut pandang S&L, pertama, S&L dapat menggunakan uang kas untuk menerbitkan *mortgage* lain. Kedua, S&L sudah tidak mempunyai resiko yang besar. Resiko tidak hilang, hanya berpindah dari S&L ke Fannie Mae. Fannie Mae dapat menjual *mortgage* tersebut kepada investor.

Dengan demikian, teori ini merupakan solusi “win-win”, uang lebih tersedia untuk pemilik rumah baru, S&L mempunyai resiko yang rendah, dan adanya kesempatan untuk investor yang menginginkan pengembalian tinggi. Walaupun proses securitization dimulai oleh mortgages, saat ini ada juga untuk pinjaman mobil, pinjaman murid, utang kartu kredit, dan pinjaman lain.

## *The Cost of Money*

Di ekonomi bebas, modal yang berasal dari dana yang tersedia dialokasikan dengan sistem harga kepada pengguna yang membutuhkan dana. Interaksi antara pemberi penawaran dan pemilik permintaan ditentukan dengan biaya (atau harga) dari uang, yang tingkat bunga dibayarkan pengguna kepada penyedia. Untuk utang, kita menyebutkan *interest rate*. Untuk modal, disebut *cost of equity*, dan terdiri atas *dividend an capital gains stockholders*. “Harga” dari uang adalah biaya dari perspektif pengguna tetapi pengembalian dari sudut pandang penyedia.

### *Fundamental Factors That Affect the Cost of Money*

Empat faktor dasar yang mempengaruhi *cost of money*, antara lain

1. *Production Opportunities*
2. *Time preferences for consumption*
3. Resiko
4. Inflasi

Maksud dari *production opportunities* adalah kemampuan mengubah modal menjadi manfaat. Jika bisnis menaikkan modal, manfaat ditentukan oleh tingkat pengembalian di kesempatan produksi. Jika seorang mahasiswa meminjam dana untuk membiayai pendidikannya, manfaat yang didapat akan lebih besar yaitu gaji di masa depan.

*Provider* dapat menggunakan dananya untuk digunakan atau ditabung. Dengan ditabung, mereka membuang kesempatan untuk menggunakannya sekarang dengan ekspektasi mendapat lebih di masa depan. Oleh karena itu, *time preferences for consumption* mempunyai dampak yang besar terhadap *cost of money*. Pilihan waktu berbeda untuk tiap

orang, kelompok usia, dan perbedaan budaya. Contohnya masyarakat Jepang mempunyai *time preferences for consumption* lebih rendah dibanding mereka di U.S., yang menjelaskan mengapa keluarga di Jepang cenderung menyimpan uangnya dibanding keluarga di US walaupun tingkat suku bunga lebih rendah di Jepang.

Jika tingkat pengembalian terlalu beresiko, maka *provider* membutuhkan pengembalian yang lebih tinggi untuk membujuk agar mau mengambil resiko lebih tinggi, yang akan menaikkan *cost of money*.

#### *Economics Conditions and Policies That Affect the Cost of Money*

Kondisi dan kebijakan ekonomi juga mengakibatkan *cost of money*. Hal ini termasuk:

1. *Federal Reserve policy*
2. *The federal budget deficit or surplus*
3. *The level of business activity*
4. *International factor*, termasuk *foreign trade balance*, *international business climate*, dan *exchange rates*

#### 1. *Federal Reserve Policy*

Jika Federal Reserve ingin merangsang ekonomi, terkadang mereka menggunakan pasar terbuka untuk membeli *Treasury securities* yang dimiliki bank. Karena bank menjual beberapa sekuritasnya, bank akan mendapat kas, yang akan meningkatkan dana pinjaman, yang membuat bank dapat meminjamkan dana dengan tingkat bunga rendah. Singkatnya, pembelian Fed mewakili kenaikan permintaan untuk *Treasury securities*. Naiknya permintaan dari *Treasury securities* akan menaikkan harga dari *Treasury Securities* dan tingkat bunga dapat menurun. Hasil akhirnya adalah turunnya tingkat bunga, yang merangsang ekonomi dengan menjadikan

rendahnya biaya apabila perusahaan meminjam untuk proyek baru atau untuk individu yang ingin melakukan pengeluaran besar.

Saat bank menjual *treasury securities*nya kepada Fed, cadangan bank akan naik yang akan meningkatkan penawaran uang. Banyaknya penawaran uang akan mengakibatkan meningkatnya inflasi, yang mendorong tingkat bunga naik. Demikian, Fed dapat menstimuli ekonomi untuk jangka pendek dengan menurunkan tingkat suku bunga dan meningkatkan penawaran uang, tetapi hal ini menciptakan inflasi jangka panjang. Hal ini merupakan dilema yang dihadapi Fed ditengah 2011. Jika Fed ingin men-*slow down* ekonomi dan menurunkan inflasi, Fed mencadangkan dananya. Dibandingkan membeli *Treasury securities*, Fed menjual *Treasury securities* kepada bank, yang akan menyebabkan kenaikan di tingkat bunga selama jangka pendek tetapi menurunkan tekanan inflasi jangka panjang.

## 2. *Budget Deficits or Surpluses*

Jika pemerintah federal membelanjakan lebih dari pendapatan yang diterima dari pendapatan pajak maka mengakibatkan defisit, dan defisit tersebut harus ditutup baik dengan meminjam atau mencetak uang (meningkatkan jumlah uang). Pemerintah meminjam dengan cara mengeluarkan *treasury securities* baru. Hal ini membuat penawaran yang lebih besar dari *treasury securities*, yang mengakibatkan turunnya harga *securities* dan tingginya tingkat bunga.

## 3. *Business Activity*

Permintaan konsumen menurun saat resesi, menahan perusahaan menaikkan harga, yang dapat mengurangi inflasi harga. Perusahaan juga *cut back hiring*, yang menyebabkan menurunnya inflasi upah. Kurangnya pendapatan menyebabkan konsumen mengurangi pembelian atas rumah dan

*automobile*, yang mengurangi permintaan konsumen atas pinjaman. Perusahaan mengurangi investasi di operasi baru, yang dapat mengurangi permintaan atas dana. Akibat kumulatif adalah menurunnya inflasi dan tingkat suku bunga. Federal Reserve juga aktif saat resesi, mencoba menstimuli ekonomi dengan menurunkan tingkat suku bunga.

#### 4. *International Trade Deficits or Surpluses*

Bisnis dan individu di U.S. menjual dan membeli barang dari orang atau perusahaan di negara lain. Jika membeli lebih banyak daripada menjual, maka dapat disebut *foreign trade deficit*. Saat hal ini terjadi maka dibutuhkan dana, dan sumber dana utama adalah utang. Oleh karena itu, semakin besar defisit perdagangan, maka semakin besar pinjaman dan meningkatnya suku bunga pinjaman.

#### 5. *International Country Risk*

*Country risk* adalah resiko yang muncul dari investasi atau melakukan bisnis di negara tertentu, dan hal ini bergantung kepada ekonomi, sosial dan lingkungan sosial negara tersebut. Negara dengan ekonomi, sosial, politik, dan kebijakan yang stabil lebih aman untuk investasi.

#### 6. *Exchange rate risk*

Internasional *securities* terkadang *denominated* di mata uang asing selain dolar yang berarti nilai dari investasi bergantung pada hal yang sedang terjadi pada nilai tukar. Hal ini disebut *exchange rate risk*. Maka tingkat pengembalian investasi luar negeri bergantung pada *performance* dari kedua negara dan bagaimana nilai tukar selama investasi itu ada.

## *The Global Economic Crisis*

Banyak penyebab dari krisis ekonomi global, salah satunya, *mortgage*.

### *The Globalization of Mortgage Market Securitization*

Program TV nasional menayangkan dokumentasi dari kerja keras pensiunan Norwegia akibat kegagalan *mortgages* Florida. Seorang dari Florida menjual rumahnya karena membutuhkan uang. Untuk mendapatkan uang, pembeli menandatangani kontrak perjanjian utang dan memberikan kepada “*originator*”. Setahun lalu, *originator* tersebut mungkin saja S&L atau bank, tetapi akhir-akhir ini *originator* berspesialis pada *broker mortgages*. *Broker* mengumpulkan dan memeriksa informasi peminjam, menyusun penilai independen untuk mengetahui nilai dari rumah, menangani kertas kerja, dan menerima bayaran dari jasanya.

Untuk mendapat kas, *originator* menjual *mortgage* kepada perusahaan sekuritas. Contohnya Merrill Lynch yang bergerak di pinjaman sekuritas. Merrill Lynch akan mem-*bundle* beberapa *mortgage* dan kemudian membuat sekuritas baru.

Untuk mendapat kas, perusahaan sekuritas menjual sekuritas baru ke investor individu, *hedge fund*, *college endowments*, perusahaan asuransi, dan institusi keuangan lainnya, termasuk dana pensiun. Institusi keuangan dibiayai oleh individu, maka kas mulai dari individu dan mengalir melalui sistem yang kemudian diterima oleh penjual rumah. Jika semua terjadi menurut rencana, pembayaran *mortgages* akan kembali pada individu yang sesungguhnya menyediakan kas. Tetapi tidak di rantai ini karena adanya *wave of mortgage default*, yang berakibat adanya masalah pada pensiunan Norwegia.

*The Dark Side of Securitization: The Sub-Prime Mortgage Meltdown*  
*Regulators Approved Sub-Prime Standards*

Di 1980 dan awal 1990, kebijakan tidak mengizinkan *mortgage* yang tidak memenuhi kualifikasi untuk di-*securitized*, maka banyak *originators* mengawasi peminjam untuk menemui kebutuhannya saat ini, termasuk mempunyai pendapatan yang mencukupi untuk membayar *mortgages*. Tetapi di tahun 1990, kebijakan mengendur sehingga *mortgage* tidak memenuhi kualifikasi dapat di-*securitized*.

*The Fed Helped Fuel the Real Estate Bubble*

Dengan banyaknya permintaan atas *mortgage*, termasuk orang yang seharusnya tidak mendapatkannya, permintaan atas rumah meningkat. Hal ini dapat meningkatkan harga rumah. Tetapi, Fed memotong tingkat suku bunga sepanjang sejarah akibat serangan teroris 9/11 untuk menghindari resesi, dan melakukannya untuk jangka waktu yang lama. Tingkat bunga yang rendah membuat pembayaran *mortgage* rendah, yang dapat berakibat mempunyai rumah akan semakin mudah, yang kemudian berkontribusi meningkatkan permintaan atas rumah.

*Home Buyers Wanted More for Less*

Walaupun dengan bunga rendah, apakah sub-prime dapat membayar *mortgage*, apalagi apabila harga rumah naik? Pertama, banyak sub-prime memilih *adjustable rate mortgage* (ARM) dengan tingkat suku bunga berdasarkan pada tingkat suku bunga jangka pendek, seperti *treasury bond* 1 tahun, yang peminjam menambah beberapa persen. Karena Fed mendorong tingkat bunga jangka pendek menjadi rendah, tingkat bunga ARM akan sangat rendah.

Kenapa setiap orang yang tidak dapat membayar \$2545 tiap bulannya memilih ARM? Alasannya, pertama, beberapa peminjam tidak tahu situasi dan merupakan korban *broker*. Kedua, beberapa peminjam berpikir harga rumah akan naik dan cukup untuk mereka jual untuk membayar utang lainnya. Tiga, beberapa orang serakah dan berpikir pendek, dan menginginkan tinggal di rumah yang baik walaupun tidak mampu membayarnya.

### *Mortgage Brokers Didn't Care*

Seharusnya S&L memeriksa apakah peminjam dapat membayar penuh pembayaran *mortgages*. Tetapi 80% dari *mortgages* dibuat oleh *broker* independen yang mengharapkan komisi karena insentif diberikan apabila peminjam setuju untuk meminjam walaupun peminjam tidak dapat membayar *mortgages*.

### *Real Estate Appraisers Were Lax*

Kendornya regulasi untuk memeriksa pendapatan peminjam, maka banyak “*liar loans*” karena peminjam dapat menaikkan pendapatannya. Walau begitu, *broker* harus mendapat penilaian bahwa nilai rumah lebih dari utang yang dipinjam. Banyak penilai real estate berasumsi bahwa nilai rumah akan naik. Seperti *broker*, penilai juga dibayar berdasarkan jasa yang diberikan.

### *Originators and Securitizers Wanted Quantity, Not Quality*

Insentif yang didapat berdasarkan pada jumlah utang yang diberikan. Hal ini berasal dari CEO dan top eksekutif lainnya menerima *stock option* dan *bonus* berdasarkan profit, dan profit berdasar pada *volume*. Demikian,

*top officer* mendorong bawahannya untuk meningkatkan *volume*, dan subordinator mendorong *originator* mengeluarkan *mortgage* lebih banyak, dan *originator* mendorong penilai menilai dengan tinggi.

#### *Rating Agencies Were Lax*

Investor yang membeli *mortgages* sulit mengetahui tingkat resiko dari *bonds*. *Rating agencies* dibayar untuk menginvestigasi dan memberikan rating dari tiap *bond*. Dan perusahaan sekuritas membayar *rating agencies* untuk melakukan pekerjaannya.

#### *Insurance Wasn't Insurance*

Untuk mendapat *rating* tinggi dan membuat *mortgage* terlihat lebih menarik, *issuer* akan membeli *type of insurance policy* yang disebut *credit default swap*. Contohnya apabila ingin membeli CDO di Lehman Brothers, tetapi khawatir akan resikonya. Lehman Brother menawarkan untuk menyewa perusahaan asuransi seperti AIG untuk menjamin pembayaran CDO apabila menghadapi kegagalan? Maka individu akan lebih percaya. Padahal perusahaan disewa oleh pemberi CDO.

#### *Rocket Scientists Had Poor Rearview Mirrors*

Ahli keuangan, terkadang dilatih untuk menentukan nilai dari sekuritas baru. Para ahli melihat tingginya tingkat pertumbuhan harga untuk *real estate* saat ini, dan berasumsi pertumbuhan di masa yang akan datang juga akan tinggi.

#### *Investors Wanted More for Less*

Pada awal tahun 2000, sekuritas dengan tingkat bunga rendah, *hedge funds*, *private equity fund* menghasilkan pengembalian yang baik. Banyak

investor membeli sekuritas ini karena investor hanya fokus pada pengembalian dan besarnya resiko. Beberapa investor menganggap *credit rating* akurat, dan mereka percaya pada investasi yang ada di bank sekuritas. Tetapi pepatah Warren Buffett “saya hanya berinvestasi di perusahaan yang saya mengerti” terdengar lebih bijaksana.

### *The Emperor Has No Clothes*

Pada awal 2009, 1 dari 10 mortgage *default* atau *foreclosure*. Maka perusahaan insurance seperti AIG yang menjamin CDO mengalami kejatuhan. Investor menyadari bahwa harga mortgage kurang dari nilai rumah yang dijamin sehingga tidak ada investor yang membeli mortgage baru.

### *From Sub-Prime Meltdown to Liquidity Crisis to Economic Crisis*

Saat *sub-prime meltdown*, perusahaan keuangan merupakan yang pertama akan mendapat dampak. Banyak perusahaan *originating* belum menjual *sub-prime mortgage* dan akhirnya gagal. Perusahaan sekuritas juga *crash*, karena mereka masih menyimpan sekuritas baru yang dibuat.

### *The Big Picture*

Tugas utama manajer adalah meningkatkan nilai intrinsik perusahaan. Nilai intrinsik adalah *present value* dari *expected free cash flow* perusahaan, didiskon menggunakan *weighted average cost of capital*. Ada dua pendekatan untuk meningkatkan nilai intrinsik: menaikkan *free cash flow* atau mengurangi *weighted average cost of capital*.

## DAFTAR PUSTAKA

[1] Brigham, Eugene F., Phillip R. Daves. (2013). *Intermediate Financial Manajemen*. 11 th edition. United States: South-Western Publisher.

[2] Darmawati, Deni, Khamsiyah, dan Rika Gelar Rahayu. (2005). *Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*: 8 Januari pp 65 – 81.

[3] FCGI (2001). *Corporate Governance: Tata Kelola Perusahaan*. Edisi ke 3 Jakarta.

[4] Ikatan Akuntan Indonesia. (2007) *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.

[5] Iqbal, M. Zafar. (2002). *International Accounting: A Global Perspective*. 2 nd edition. United States: South-western Publisher.

[6] Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, Terry D. Warfield. (2004). *Intermediate accounting*, 12th edition. New York: John Wiley & Sons, Inc

[7] Meigs, Robert F., Walter B. Meigs. (1993), *Accounting The Basis for Business Decision*. 9th edition. United States of America: McGraw-Hill, Inc.

[8] Seybold, Patricia, with Ronnie Marshak, *Customers.Com*, (1998), *How to Create a Profitable business Strategy for the Internet and Beyond*. New York: Times Business

[9] Tjondro, David. (2011). *Hubungan Good Corporate Governance dengan Profitabilitas*” *Journal of Business and Banking*.

[10] Williams, Jan R., Susan F. Haka, Mark S. Bettner., Joseph V. Carcello. (2015). Financial & Managerial Accounting: The Basis for Business Decisions. 17th edition. United States: Mc Graw-Hill International Publisher.

[11] Wolk, Harry I., James L. Dodd, and John J. R. (2008). Accounting Theory. United States: Sage Publication Inc.