

BAB VI

MANAJEMEN KAS BAGI MNE

Manajemen Keuangan bagi perusahaan multinasional (Multinational Firm) atau bagi Multinational Enterprise (MNE) merupakan adaptasi dari manajemen keuangan local yang disesuaikan dengan kondisi-kondisi luar negeri (internasional). Masalah keuangan yang dihadapi perusahaan antara lain;

- a. Pengawasan keuangan (*Financial control*);
- b. Manajemen kas (*Cash Management*);
- c. Transfer dikalangan sendiri (*Intrafirm transfers*); dan
- d. *Capital budgeting*.

Pengawasan Keuangan (*Financial Control*). Perusahaan multinasional dalam melakukan pengawasan keuangan baik di induk perusahaan maupun di anak-anak perusahaan mengikuti dua cara pengawasan yaitu:

- a. Sistem terdesentralisasi (*Decentralized management structure*).
- b. Sistem tersentralisasi (*Centralized management structure*).

Dalam system terdesentralisasi dilakukan dengan cara memberi wewenang penuh bagi anak perusahaan (*subsidiary*) untuk mengelola keuangan perusahaan bagi masing-masing anak perusahaan serta keputusan-keputusan berproduksi. Kedua keputusan tersebut ditujukan untuk mendukung tujuan kantor pusat (*Parent Company*). Para manajer anak perusahaan di evaluasi dan diukur kinerja oleh Kantor Pusat berdasar prestasinya dalam menaikkan nilai tambah perusahaan.

Sistem sentralisasi dijalankan melalui keputusan keuangan dan produksi ditentukan oleh Kantor pusat. Anak perusahaan tinggal menjalankan tugasnya sesuai dengan garis-garis keputusan yang diberikan Kantor pusat. Kinerja para manajer anak perusahaan dinilai berdasarkan pada seberapa efisien mereka dalam mengalokasikan dana untuk membiayai operasional perusahaan, biaya penjualan; biaya tenaga kerja dan lain-lain. Pada system sentralisasi Para manajer keuangan dikantor pusat harus melaksanakan tugas mengawasi keuangan perusahaan baik di negara asal

(*home country*) maupun di negara domisili anak perusahaan (*host country*). Kendala yang dihadapi adalah Perubahan undang-undang perpajakan, pengawasan nilai tukar dan tingkat inflasi. Faktor tersebut memungkinkan dapat menurunkan tingkat keuntungan secara keseluruhan.

Manajemen Kas (*Cash management*).

Menurut Moyer at. Al., 2012, **Corporate Definition of Cash Management** adalah sebuah perencanaan yang efektif, pengawasan serta pengelolaan sumber-sumber asset likuid dan hampir likuid (near liquid) termasuk dalam kegiatan pengawasan kas dari hari ke hari, cadangan uang di bank, penerimaan kas, pembayaran tunai, investasi dan pinjaman dan valuta asing. Sedangkan menurut definisi perbankan, menyatakan bahwa manajemen kas adalah perencanaan, pengawasan dan pengelolaan asset likuid dan near likuid melalui **Penyediaan rekening bank; Fasilitas Deposit / penarikan seperti ATM; Penyediaan informasi mengenai rekening Koran dan posisi keuangan perusahaan (deficit/surplus); Transfer uang dan layanan penagihan; fasilitas investasi, fasilitas pembiayaan, Pooling dan Netting.** Dengan demikian kegiatan manajemen kas yang dilakukan oleh MNE meliputi bagaimana perusahaan menggunakan kas perusahaan secara efisien. Pengawasan kas tidak hanya bagaimana mengatur aliran kas secara lancar, tetapi juga mengatur kekayaan likuid yang berupa valuta asing agar tidak mengalami kerugian manakala terjadi fluktuasi nilai tukar. Misalnya Anak perusahaan Amerika di Meksiko, menerima 500 juta peso, apakah uang peso ditukar dollar lalu di investasikan di Amerika atau peso tadi diinvestasikan di Meksiko atau peso ditukar dengan mata uang lain misalnya yen, DM, pound di pasar global? Hal ini tergantung peraturan yang berlaku di Meksiko. Jika pemerintah Meksiko memberlakukan kebijakan pengawasan nilai tukar, maka peso terpaksa harus diinvestasikan di Meksiko sampai peso digunakan oleh anak perusahaan untuk membayar penyelesaian transaksi (import). Jika tidak ada control dari pemerintah, Perusahaan bisa menggunakan peso nya dalam pasar berjangka atau melakukan arbitrase di pasar valuta asing yang bertujuan untuk memperoleh *capital gain*.

Manfaat manajemen kas (*Good Cash Management*)

- a. Pengendalian risiko keuangan (*Control of financial risk*).

Melalui pengendalian yang ketat terhadap dana tunai, maka perusahaan mampu meminimalisasi risiko – risiko keuangan, misalnya dengan pengawasan day – to - day, perusahaan akan mengetahui jumlah dana yang dimiliki perusahaan setiap hari. Jika diketahui merosotnya jumlah uang pada suatu saat tertentu, perusahaan bias memeriksa apakah ada pembayaran pada saat itu jika tidak, pasti ada yang mencurinya.

- b. Ada peluang untuk berbisnis dan mendapat keuntungan (*Opportunity for profit*), dengan mengetahui jumlah dana yang ada setiap hari, jika kondisi surplus (*idle fund*), perusahaan bisa menggunakan nya dalam investasi portofolio, saham, valas, atau emas. Dalam kegiatan investasi portofolio tersebut member peluang bagi perusahaan untuk memperoleh keuntungan.
- c. Akan memperkuat posisi Neraca Perusahaan (*Strengthened balance sheet*). Dengan perencanaan dan pengaturan yang baik, dapat diketahui posisi Neraca Perusahaan, sehingga bisa dideteksi secara dini, apakah posisi keuangan perusahaan sangat sehat atau lagi sakit (Illikuid).
- d. Mampu menaikkan kepercayaan pelanggan; pemasok dan pesero terhadap kemampuan perusahaan dalam mengelola baik aspek keuangan maupun aspek produksi dan pemasaran (*Increased customer, supplier, and shareholder confidence.*)

Netting adalah system manajemen kas terpusat (*centralization of cash management*) dimana kantor pusat melakukan *offset* dengan anak perusahaan antara pembayaran dengan piutang dan termasuk didalamnya juga utang dagang (*payables*) dan piutang (*receivables*) untuk satu transaksi jual dan beli valuta asing. Sebagai contoh Perusahaan sekuritas Oklahoma di Amerika menjual C\$2 juta atas pembelian telpon mobil di anak perusahaan Canada, dan beli C\$3 juta atas pengiriman komputer dari anak perusahaan Canada tersebut. Jika kegiatan kedua pembayaran tadi (*payment and receivable*) memiliki jatuh tempo yang sama, maka kantor pusat hanya perlu membeli C\$1 juta untuk merealisasi jual beli tadi. Kegiatan ini memerlukan biaya transaksi lebih murah ketimbang beli C\$3 juta untuk realisasi utang dagang dan C\$ 2 juta untuk piutang yang membutuhkan dua kali biaya transaksi.

TRANSFER DIKALANGAN SENDIRI (INTRAFIRM TRANSFERS). *Transfer Price* adalah harga transfer yang berlaku diantara kalangan sendiri misalnya Nestle Belanda (*Parent*

Company) menjual Bubuk Susu ke anak perusahaan Singapore Nestle (*subsidiary*) dengan harga transfer bukan harga pasar. Harga transfer biasanya ditentukan dengan cara harga jual dikurangi biaya promosi, biaya komisi, biaya pemasaran. Perusahaan pusat bisa memanfaatkan transfer pricing ini untuk mendapatkan tambahan profit melalui minimalisasi pajak dengan cara, memberi profit rendah bagi anak perusahaan yang berada di negara yang berpajak tinggi dan memberi profit yang tinggi bagi anak perusahaan yang berada di negara yang berpajak rendah. Di Amerika kegiatan tersebut sering istilahkan *ARM'S LENGTH PRICING BETWEEN SUBSIDIARIES*. Kegiatan ini bermanfaat bagi Kantor pusat karena bisa menaikkan profit perusahaan (*Global Profit*).

Contoh: Kegiatan *transfer pricing* yang dilakukan oleh Perusahaan Kemeja Waikiki (Waikiki Shirt Co.) sebuah pabrik kemeja di negara L dengan pajak 20% (Low tax country), dan kemudian mengirim kemeja ke pusat distributornya di negara H dengan pajak 40% (*High tax country*).

Berdasar perbedaan pajak di dua negara tersebut perusahaan Waikiki Shirt Co berkeinginan untuk menaikkan *Global profit* nya dengan cara melakukan *transfer pricing* di dua negara tersebut.

Contoh Transfer Pricing: Waikiki Shirt Co. 'produsen Kemeja di negara L dengan pajak 20% Mengirim produknya ke Pusat Distribusinya di negara H, pajak 40%.

Pabrik di negara L /unit Distributor di negara /unit

Arm's-Length Pricing

Sales price	\$5		\$20
Cost	\$1		\$5
Pre-tax Profit	\$4		\$15
Tax (0.2X\$4)	\$0.80	(0.4X\$15)	\$ 6
After-tax Profit	\$3.20		\$ 9
Global Profit : (\$3.20 + \$9)	\$ 12.20		

Distorted Prices:

Sales price	\$10		\$20
Cost	\$1		\$10
Pre-tax Profit	\$ 9		\$10
Tax (0.2X\$9)	\$1.80	(0.4X\$10)	\$ 4
After-tax Profit	\$ 7.20		\$ 6
Global Profit : (\$7.20 + \$6)	\$ 13.20		

Dari perhitungan diatas, jika perusahaan Waikiki menggunakan Arm"s-Length Pricing, memperoleh global profit sebesar \$12,20, sedangkan menggunakan *Distorted Prices*, perusahaan bisa menaikkan global profitnya menjadi \$13.20 (ada kenaikan sebesar \$1 atau 8,19%)

Selain beberapa cara mengelalola kas (terutama arus kas masuk), maka untuk mengoptimalkan arus kas masuk dapat dilakukan cara-cara seperti di bawah ini:

- a. Mempercepat arus kas masuk
- b. Mengelola dana yang tertahan .
- c. Mengelola transfer kas antar anak perusahaan .
- d. Meminimalkan biaya penukaran mata uang

CAPITAL BUDGETING.

Capital budgeting adalah proses pengambilan keputusan sehubungan dengan aktivitas investasi aset-aset tetap. Misalnya pembelian mobil baru, mesin pabrik baru dan lain-lain

Variabel-variabel dalam Keputusan Capital Budgeting

- a. Investasi awal (*Initial investment*)
- b. Permintaan pembeli (*Consumer demand*)
- c. Harga (*Price*)
- d. Biaya variabel (*Variable cost*).
- e. Biaya Tetap (*Fixed cost*)
- f. Usia Proyek (*Project lifetime*)
- g. Nilai penyelamatan dari risiko (*Salvage value*).
- h. Perpajakan (*Tax-laws*).
- i. Tingkat pengembalian yang diharapkan (*Required rate of return*).

Faktor lain yang perlu dipertimbangkan dalam Capital Budgeting untuk Multinasional:

- a. Fluktuasi nilai tukar
- b. Tingkat Inflasi di masing-masing Negara.
- c. Fasilitas pembiayaan (*Financing arrangements – subsidies /penalties*)

- d. Pembekuan dana (*Blocked funds*)
- e. Biaya provisi bank (*Remittance provisions*)
- f. Ketidakpastian sukses/gagal dalam aktivitas investasi (*Uncertain salvage values*)
- g. Dampak proyek bagi arus kas perusahaan
- h. Insentif pemerintah (*Government incentives*)
- i. Biaya sosial (*Social costs*) / *Externalities*
- j. Risiko politik / risiko Negara, Political risk (*Country risk*)
- k. Harga Transfer (*Transfer prices*)
- l. Penerimaan fee dan royalty dari hak paten
- m. Menggabungkan arus kas dan menetapkan tingkat diskonto yang berlaku untuk masing-masing komponen.

Dasar-dasar Capital Budgeting

Popular Techniques:

1. Payback Period: Lama waktu yang diperlukan kembalinya dana investasi awal. Artinya jumlah kumulatif penerimaan sama dengan dana awal yang diinvestasikan
Discounted Payback Period adalah modifikasi teknik Payback Period dengan cara di perhitungkan nilai waktu.
2. Net Present Value: adalah nilai bersih waktu sekarang dari sebuah proyek investasi.

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

k = required rate of return on "project."

Cost of capital is the cost of long-term funds for the firm.

Aturan keputusan:

Jika NPV > 0, proyek diterima

Jika NPV < 0, proyek ditolak.

Jika NPV = 0 ???

Jika ada dua proyek yang bersifat saling melengkapi maka proyek yang memiliki NPV lebih besar yang dipilih.

3. Profitability Index (PI): Ratio dari perbandingan nilai sekarang dari aliran kas masuk dengan dana awal investasi.

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}}{I_0}$$

CF_t = cash flow at time t

I_0 = initial outlay

k = required rate of return (cost of capital)

Decision Rule: When $PI > 1$, accept the project.

When $PI < 1$, reject the project

4. *Internal Rate of Return (IRR)*: adalah pengembalian yang diharapkan bagi suatu proyek atau investasi. Secara matematis IRR merupakan tingkat pengembalian return dengan syarat dimana discount rate nya diperoleh ketika present value aliran kas masuk sama dengan modal awal (the initial outlay).

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = I_0$$

Decision Rule:

Jika $IRR >$ required rate of return, Proyek diterima.

Jika $IRR <$ required rate of return, Proyek ditolak

5. Bagi MNE pendekatan *capital budgeting* dengan menggunakan *adjusted present value* (APV) yang diaplikasikan dengan dibawah contoh ini.

Midas Gold Extractor melakukan ekspansi dan eksplorasi lahan yang membutuhkan dana sebesar \$10 juta, kebutuhan kas selama dua tahun @ \$7.5 juta, biaya perizinan @ \$1 juta pertahun. Jika PT Midas menggunakan tingkat bunga bagi Cash Flow sebesar 6% dan untuk dana operasi sebesar 10 %, maka:

$APV = -10 + 7.5/1.06 + 7.5/1.062 + 1/1.01 + 1/1.012 = -10 + 15.49 = 5.49$ Jadi APV dari proyek eksplorasi emas tersebut sebesar \$5.49 juta . APV diartikan sebagai metode

evaluasi proyek yang mengukur seberapa besar efek keuangan akibat aktifitas aliran kas dalam proyek.

***Incremental Cash Flows* (tambahan aliran kas) dan factor-faktor yang mempengaruhi aliran kas (*Factors Affecting Cash Flows*).**

Secara umum tujuan pemegang saham adalah memaksimalkan kesejahteraan. Harapannya adalah bagaimana jumlah dana yang mereka investasikan memberikan keuntungan yang maksimal. Pemegang saham sangat tertarik dengan adanya berapa banyak tambahan lembar-lembar rupiah yang diterima dimasa yang datang dari kegiatan investasi yang dilakukan hari ini. Oleh karena itu bukan inkremental nya yang mereka pertimbangkan , tetapi apa yang terjadi setelah adanya kegiatan investasi

Dampak “*Incremental*” and “*Total*” Cash Flows bagi Perusahaan .

1. Mempengaruhi tingkat penjualan yang telah berjalan selama ini.
2. ***Cannibalization***: atau kanibalisasi produk baru terhadap produk lama. Contoh Produk substitusi di host country akan mempengaruhi volume ekspor perusahaan induk.
3. ***Sales Creation***: Investasi baru akan menciptakan tambahan volume penjualan bagi produk yang ada.
4. ***Transfer Pricing***: Harga barang atau jasa yang berlaku pada proses perdagangan antara induk perusahaan dengan anak perusahaan (internalitas). Kesimpulannya harga yang berlaku di setiap proyek atau investasi baru baik harga bahan atau harga jual harus berpedoman pada harga pasar bukan harga transfer.
5. ***Opportunity Costs***: **Biaya** Proyek harus meliputi biaya ekonomi senyatanya bagi setiap sumber daya yang dibutuhkan proyek atau investasi.
6. ***Sunk Costs***: Seluruh biaya yang harus dikeluarkan walaupun proyek tadi jadi dijalankan atau dibatalkan, e.g., site analysis, feasibility studies, etc.
7. ***Fees and Royalties***: Fee dan royalti bukan sebagai biaya dalam proyek tetapi sebagai keuntungan bagi perusahaan induk. e.g., *legal counsel, power, lighting, heat, rent, R&D, H.Q. cost, and management costs, etc*
8. Sebuah proyek yang memerlukan pengeluaran tambahan harus menjamin bahwa tambahan biaya dapat mendukung secara maksimal pada proyek yang bersangkutan.

9. Secara umum, arus kas tambahan yang berkaitan dengan investasi dapat mengurangi arus kas perusahaan secara keseluruhan operasional MNE, tanpa adanya tambahan arus kas pada investasi baru.

Capital budgeting bagi MNE dapat dikatakan suatu yang rumit, karena Analisis penganggaran modal untuk proyek asing jauh lebih rumit daripada kasus dalam negeri hal ini dapat dijelaskan beberapa point pertimbangan dibawah ini.

- a. Adanya perbedaan metode format pembiayaan antara *Parent Cash Flows* dengan *Project Cash Flows*. *Cash flows* perusahaan induk acapkali tergantung pada format pembiayaan jadi *cash flow* nya secara jelas dipisahkan antara keputusan pembiayaan dengan keputusan investasi tetapi Capital budgeting bagi anak perusahaan akan secara jelas bahwa aktivitas nya berupa investasi.
- b. Pengiriman uang ke perusahaan induk tidak bisa dengan mudah dijalankan, kondisi ini diperparah oleh perbedaan dalam sistem pajak, dan pasar keuangan dan lembaga serta kendala hukum dan politik terhadap mobilitas dana antar negara.
- c. Arus kas dari afiliasi untuk induk perusahaan dapat dihasilkan diperoleh dari: pembayaran operasional keuangan atau non-keuangan, misalnya, biaya, royalti, harga transfer, dll
- d. Tingkat inflasi nasional yang berbeda akan mendorong perubahan posisi kompetitif atau persaingan di setiap proyek.
- e. Tidak Terantisipasi perubahan kurs valuta asing memiliki efek langsung dan tidak langsung pada biaya, harga, dan volume penjualan.
- f. Transaksi antar Negara yang dituju dapat menciptakan peluang mendapat keuntungan atau mengakibatkan biaya tambahan.
- g. Peningkatan manfaat layanan jaringan global.
- h. Diversifikasi fasilitas produksi. dan
- i. Diversifikasi pasar.
- j. Ketersediaan pinjaman bersubsidi dari pemerintah *host country* dapat mempersulit keputusan struktur modal dan penentuan WACC yang tepat
- k. Risiko politik harus dievaluasi, dan biaya mungkin harus disediakan dalam pengelolaan risiko politik.
- l. Nilai terminal lebih sulit untuk memperkirakan, yaitu, *Salvage Value* yang tidak menentu.

m. Kompleksitas dunia global harus "dihitung" atau di modifikasi jumlah arus kas dan tingkat diskontonya.

Multinational Cost of Capital & Capital Structure.

Modal perusahaan terdiri dari:

- a. Laba ditahan (*Retained Earnings*)
- b. Penyertaan modal/Equity (*existing or newly issued*)
- c. Saham istimewa (*Preferred Stock*)
- d. Utang / Debt (*borrowed funds*)

Biaya modal perusahaan dari laba ditahan mencerminkan biaya kesempatan. Kondisi ini harus bisa menjawab pertanyaan Apakah pemegang saham yang ada bisa akan mendapatkan keuntungan jika mereka menginvestasikan dana sendiri.

Jika sebuah investasi baru dimana terdapat pengurangan pajak atas pembayaran bunga utang hal ini akan meningkatkan daya tarik pembiayaan utang yang akan dilakukan oleh MNE. Sehingga perusahaan harus menjaga keseimbangan yang tepat antara keuntungan pajak dari utang dan kerugian (kebangkrutan).

Faktor yang mempengaruhi *Cost of Capital Multinasional*

1. ***Size of the Firm***: Perusahaan besar selalu jumlah pinjamannya juga besar. Penerbitan saham atau obligasi dengan jumlah yang besar akan memperkecil tingkat biaya modal (cost of capital).
2. ***Access to International Capital Markets***: Akses ke Pasar modal internasional MNE akan memperoleh tingkat biaya modal yang lebih murah dibanding memanfaatkan sumber pendanaan di negara lokal (host country)
3. ***International Diversification***: Keanekaragaman aliran kas dari berbagai sumber pendanaan menghasilkan stabilisasi aliran kas bagi MNE dan pada akhirnya akan terhindar dari problem likuiditas.
4. ***Exposure to Exchange Rate Risk***: Perusahaan harus mampu mengelola valuta asing agar terhindar dari risiko nilai tukar.
5. Dengan cara mengelola bermacam-macam valuta asing akan menghilangkan risiko nilai tukar.

6. ***Exposure to Country Risks:*** Oleh karena risiko negara sulit di diversifikasikan, maka setiap kenaikan volatilitas aliran kas akan menghasilkan biaya modal meningkat.

Cost of Capital Across Countries:

1. Variasi dalam biaya modal antar negara, membuat MNE mampu melakukan bisnis internasional dengan memanfaatkan pendanaan internasional.
2. Perbedaan tingkat biaya modal antar negara membuat MNE dapat memilih tingkat biaya yang efisien di beberapa negara untuk membiayai struktur modalnya.
3. ***Differences in the Risk-Free Interest Rate:*** T-bills (*Treasury Bills*) 3 bulanan adalah sebuah pendanaan yang bebas risiko (*The risk-free rate*)

Faktor lain yang menentukan tinggi rendahnya risiko bagi MNE adalah faktor penawaran-permintaan di masing-masing negara, undang-undang perpajakan, kebijakan moneter, faktor demografi dan kondisi perekonomian.

4. ***Differences in the Risk Premium:***

Risiko premium sangat dipengaruhi hubungan baik antara peminjam dengan kreditur (e.g.. Japan's Keiretsu) (<http://id.wikipedia.org/wiki/Keiretsu>), dan ada kecenderungan pemerintah untuk campur tangan dan menyelamatkan perusahaan yang sakit atau gagal. (bandingkan AS untuk Inggris.) Juga perusahaan di beberapa negara memiliki kapasitas pinjaman yang lebih besar, hal ini disebabkan para kreditur sangat senang terhadap leverage keuangan yang lebih tinggi (e.g. Japanese and German firms have higher degrees of financial leverage than US. firms).

5. **Perbedaan biaya modal di beberapa negara:**

Tinggi rendahnya biaya modal berhubungan langsung dengan kesempatan investasi di masing-masing Negara. Di Negara – Negara yang memiliki banyak peluang investasi, keuntungan potensial bagi investor relatif tinggi sehingga biaya kesempatan bagi dana yang diinvestasikan juga menjadi tinggi.

Faktor penyebab biaya modal berbeda di masing-masing Negara:

- a. Sistem hukum yang berfungsi dan berjalan dengan baik akan melindungi investor, mengurangi biaya monitoring dan penegakan hukum untuk investor, mengurangi biaya perusahaan 'modal dengan cara mempermudah investor dalam segala urusan yang berhubungan dengan perizinan, akhirnya biaya modal total bisa diminimalkan.
- b. **Perbedaan peraturan surat berharga.** Persyaratan yang ketat, dan penegakan, pengungkapan keuangan tertentu membantu mengurangi asymmetric information antara perusahaan dengan kalangan investor.

STRUKTUR MODAL MNE

1. Aliran kas yang stabil
2. Aset MNE yang besar memudahkan akses ke lembaga keuangan untuk mendapatkan pinjaman.
3. Tingkat laba ditahan
4. Target struktur modal MNE dapat berbeda dengan negara host, untuk itu harus ada cara agar struktur modal lebih solid. Agar struktur modal MNE terjaga dengan baik, maka perlu konsolidasi internal yaitu, MNE dapat mengabaikan "lokal" target struktur modal dalam mendukung target struktur modal "global".

Capital Structure Across Countries (struktur modal antar Negara).

Perusahaan – perusahaan yang beroperasi Jepang dan Jerman cenderung menggunakan tingkat leverage keuangan yang lebih tinggi ketimbang Amerika Serikat atau Inggris. Sistem kepemilikan interlocking di Jepang dapat mendorong penggunaan leverage lebih besar.

Faktor lainnya antara lain: Pembatasan kepemilikan saham di Host Country; Tingkat bunga, Nilai tukar mata uang Host Country; Risiko Negara dan undang-undang perpajakan.

Ringkasan:

1. Kontrol Keuangan digunakan sebagai monitor operasi perusahaan
2. Kontrol Keuangan dapat dilakukan dua cara; 1. Desentralisasi, 2 Sentralisasi.
3. Manajemen Kas dapat membantu meningkatkan efisiensi kekayaan lancar.

4. Netting merupakan konsolidasi utang piutang dalam valas antara parent company dengan subsidiary
5. Transfer Price adalah harga yang berlaku antara parent company dengan subsidiary ketika melakukan transaksi.
6. Transfer Price mungkin dapat mengubah tingkat keuntungan bisa lebih tinggi atau membayar tarif lebih murah.
7. Capital Budgeting sebuah pendekatan praktis yang biasa dipakai perusahaan Multinasional untuk menentukan layak tidaknya suatu usaha yang akan dilaksanakan.
8. Biaya modal bagi MNE, karena adanya perbedaan tingkat biaya modal di berbagai Negara terutama di host country, menyebabkan struktur modal MNE harus dikonsolidasi dan disesuaikan dengan kondisi tingkat biaya modal yang berlaku di host country.

TUGAS:

Cari laporan keuangan (Balance Sheet dan Income statement) jika rekeningnya dalam valuta asing, convert ke IDR, (satu mahasiswa satu perusahaan).

Pertanyaan:

1. Bagaimana Perusahaan Multinasional mengawasi keuangannya yang digunakan oleh para anak perusahaannya? Jelaskan masing-masing?
2. Apa manfaat Cash Management dengan menggunakan NETTING PAYMENT dalam proses penyelesaian utang-piutang antara Kantor Pusat dengan anak perusahaan (*subsidiary*).
3. Apa yang dimaksud dengan Transfer Pricing?
4. Apa manfaat Tax Haven bagi perusahaan Multinasional?
5. Sebutkan nama-nama Perusahaan Multinasional yang berdagang ke Indonesia (minimal 3 Perusahaan)? Dan buat Gambaran Umum Perusahaan dari salah satu pilihan jawaban Saudara? Cari informasi di Internet.
6. Sebutkan factor utama biaya modal MNE selain dari factor ukuran perusahaan; akses ke pasar keuangan; diversifikasi internasional; risiko eksposue valuta asing; risiko Negara?
7. The following are major factors in multinational cost of capital except:
8. Pilihlah dari ketiga perbedaan yang ada di bawah yang bukan termasuk item akuntansi dalam biaya modal MNE:
 - a. Differences in risk free interest rate
 - b. Differences in risk premium

c. Differences in cost of equity

Reference:

1. Michael Melvin, 2000, *International Money and Finance*, sixth edition, Addison Wesley Educational Publishers Inc, USA.
2. R. Charles Moyer, James R. McGuigan, Ramesh P. Rao, 2012, *Contemporary Financial Management*, South Western, USA
3. Ensiklopedia Bebas Wikipedia, 2013, NPV, available at: <http://id.wikipedia.org/wiki/NPV>
Di akses 18 Juli 2913
4. Hanafi M Mamduh, 2003, *Manajemen Keuangan Internasional*, BPFE, Yogyakarta
5. Jeff Madura, 2006, *International Corporate Finance*, South Western, USA
6. Eka Wilis Damayanti, 2012, *Manajemen Kas Internasional*, available at:
<http://eka-wilis.blogspot.com/2008/04/manajemen-kas-internasional.html> di akses 28
November 2012.
7. Burton, Jonathan. 1998. Revisiting The Capital Asset Pricing Model. *Dow Jones Asset Manager*, May/June 1998, pp. 20-28 [Also Available at
<http://www.stanford.edu/~wfsharpe/art/djam/djam.htm>]
8. Naftali, Yohan. Capital Asset Pricing Model (CAPM). Yohan Naftali. 2 November 2007, Revisi 6 Agustus 2009. Yohan Naftali. <http://yohanli.com/2007/11/capital-asset-pricing-model-capm> di akses 18 Juli 2013.
9. Kamus Investopedia, 2013, *Capital Asset Pricing Model*, available at:
<http://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>.

Eksibit 1

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Definisi: Sebuah model yang menggambarkan hubungan antara risiko dan return yang diharapkan, model ini digunakan dalam penilaian harga sekuritas (*A model that describes the relationship between risk and expected return and that is used in the pricing of risky securities*) (Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>)

Model CAPM diperkenalkan oleh Treynor, Sharpe dan Litner. Model CAPM merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko spesifik/risiko tidak sistematis (*specific risk /unsystematic risk*). Pada tahun 1990, William Sharpe memperoleh nobel ekonomi atas teori pembentukan harga aset keuangan yang kemudian disebut Capital Asset Pricing Model (CAPM) Bodie et al. (2005) menjelaskan bahwa Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan hasil utama dari ekonomi keuangan modern. Capital Asset Pricing Model (CAPM) memberikan prediksi yang tepat antara hubungan risiko sebuah aset dan tingkat harapan pengembalian (*expected return*). Walaupun Capital Asset Pricing Model belum dapat dibuktikan secara empiris, Capital Asset Pricing Model sudah luas digunakan karena Capital Asset Pricing Model aplikasinya sederhana dan akurat.

Capital Asset Pricing Model mengasumsikan bahwa para investor adalah perencana pada suatu periode tunggal yang memiliki persepsi yang sama mengenai keadaan pasar dan mencari mean-variance dari portofolio yang optimal. Capital Asset Pricing Model juga mengasumsikan bahwa pasar saham yang ideal adalah pasar saham yang besar, dan para investor adalah para price-takers, tidak ada pajak maupun biaya transaksi, semua aset dapat diperdagangkan secara umum, dan para investor dapat meminjam maupun meminjamkan pada jumlah yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga tetap yang tidak berisiko (*fixed risk free rate*). Dengan asumsi ini, semua investor memiliki portofolio yang risikonya identik.

Capital Asset Pricing Model menyatakan bahwa dalam keadaan ekuilibrium, portofolio pasar adalah tangensial dari rata-rata varians portofolio. Sehingga strategi yang efisien adalah passive strategy. Capital Asset Pricing Model berimplikasi bahwa premium risiko dari sembarang aset

individu atau portofolio adalah hasil kali dari risk premium pada portofolio pasar dan koefisien beta.

Risiko dan Return

Keinginan utama dari investor adalah meminimalkan risiko dan meningkatkan perolehan (*minimize risk and maximize return*). Asumsi umum bahwa investor individu yang rasional adalah seorang yang tidak menyukai risiko (*risk averse*), sehingga investasi yang berisiko harus dapat menawarkan tingkat perolehan yang tinggi (*higher rates of return*), oleh karena itu investor sangat membutuhkan informasi mengenai risiko dan pengembalian yang diinginkan.

Risiko investasi yang dihadapi oleh investor (Rose, Peter S., dan Marquis, Milton H. 2006.

Money and Capital Markets, Ninth Edition, p 277-280):

1. *Market Risk* (risiko pasar), sering disebut juga sebagai interest rate risk, nilai investasi akan menjadi turun ketika suku bunga meningkat mengakibatkan pemilik investasi mengalami capital loss.
2. *Reinvestment risk*, risiko yang disebabkan sebuah aset akan memiliki yield yang lebih sedikit pada beberapa waktu di masa yang akan datang.
3. *Default risk*. Risiko apabila penerbit aset gagal membayar bunga atau bahkan pokok aset.
4. *Inflation risk*. Risiko menurunnya nilai riil aset karena inflasi.
5. *Currency risk*. Risiko menurunnya nilai aset karena penurunan nilai tukar mata uang yang dipakai oleh aset.
6. *Political risk*. Risiko menurunnya nilai aset karena perubahan dalam peraturan atau hukum karena perubahan kebijakan pemerintah atau perubahan penguasa.

Suku bunga bank sentral tentunya masih berpotensi memiliki semua risiko, akan tetapi diasumsikan negara tidak mungkin gagal membayar (walaupun ada juga kemungkinannya), oleh karena itu biasanya return dari *risk free* aset (R_f) digunakan suku bunga bank sentral.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) mencoba untuk menjelaskan hubungan antara risk dan return. Dalam penilaian mengenai risiko biasanya saham biasa digolongkan sebagai investasi yang berisiko. Risiko sendiri berarti kemungkinan penyimpangan perolehan aktual dari perolehan yang diharapkan (possibility), sedangkan derajat risiko (*degree of risk*) adalah jumlah dari kemungkinan fluktuasi (*amount of potential fluctuation*).

Saham berisiko dapat dikombinasi dalam sebuah portfolio menjadi investasi yang lebih rendah risiko daripada saham biasa tunggal. Diversifikasi akan mengurangi risiko sistematis (*systematic risk*), tetapi tidak dapat mengurangi risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*). *Unsystematic risk* adalah bagian dari risiko yang tidak umum dalam sebuah perusahaan yang dapat dipisahkan. *Systematic risks* adalah bagian yang tidak dapat dipisahkan yang berhubungan dengan seluruh pergerakan pasar saham dan tidak dapat dihindari. Untuk lebih jelasnya untuk memahami risiko sistematis dan risiko yang tidak sistematis lihat di laman berikut: <http://www.managementfile.com/journal.php?id=64&sub=journal&page=risk&awal=0>

Informasi keuangan mengenai sebuah perusahaan dapat membantu dalam menentukan keputusan investasi. Investor biasanya menghindari risiko, investor menginginkan perolehan tambahan (additional returns) untuk menanggung risiko tambahan (additional risks). Oleh karena itu saham berisiko tinggi (High-risk securities) harus mempunyai harga yang menghasilkan perolehan lebih tinggi daripada perolehan yang diharapkan dari saham berisiko lebih rendah.

Persamaan CAPM

Persamaan risiko dan perolehan (Equation Risk and Return) adalah :

$$R_s = R_f + R_p$$

R_s = Expected Return on a given risky security

R_f = Risk-free rate

R_p = Risk premium

Bila nilai $\beta = 1$ artinya adanya hubungan yang sempurna dengan kinerja seluruh pasar seperti yang diukur indek pasar (market index), contohnya nilai yang diukur oleh Dow-Jones Industrials dan Standard and Poor's 500-stock-index.

β adalah ukuran dari hubungan paralel dari sebuah saham biasa dengan seluruh tren dalam pasar saham.

Bila $\beta > 1.00$ artinya saham cenderung naik dan turun lebih tinggi daripada pasar.

$\beta < 1.00$ artinya saham cenderung naik dan turun lebih rendah daripada indek pasar secara umum (general market index).

Perubahan persamaan risiko dan perolehan (Equation Risk and Return) dengan memasukan faktor β dinyatakan sebagai:

$$R_s = R_f + \beta_s (R_m - R_f)$$

R_s = Expected Return on a given risky security

R_f = Risk-free rate

R_m = Expected return on the stock market as a whole

β_s = Stock's beta, yang dihitung berdasarkan waktu tertentu
CAPM bertahan bahwa harga saham tidak akan dipengaruhi oleh unsystematic risk, dan saham yang menawarkan risiko yang relatif lebih tinggi (higher β_s) akan dihargai relatif lebih daripada saham yang menawarkan risiko lebih rendah (lower β_s). Riset empiris mendukung argument mengenai β_s sebagai prediktor yang baik untuk memprediksi nilai saham di masa yang akan datang (future stock prices).

CAPM dikritik sebagai penyebab masalah kompetisi di Amerika Serikat. Manajer di sebuah perusahaan di Amerika Serikat yang menggunakan CAPM terpaksa membuat investasi yang aman dalam jangka pendek dan perolehannya dapat diprediksi dalam jangka pendek daripada investasi yang aman dan perolehan dalam jangka panjang. Para peneliti telah menggunakan CAPM untuk menguji hipotesa yang berhubungan dengan hipotesa pasar efisien

Markowitz dan Market Model

William Sharpe dalam membangun model CAPM diilhami dari teori portofolio yang diajukan oleh Harry Markowitz. Markowitz mengusulkan sebuah model untuk menjelaskan korelasi diantara return sekuritas. Model ini mengasumsikan bahawa return dari sekuritas ke-i tergantung pada sebuah faktor yang mendasari, nilai yang diwakili oleh indeks, dalam notasi matematika dinyatakan sebagai berikut:

$$r_i = a_i + B_i.F + u_i$$

r_i = return sekuritas i

B_i = Beta dari sekuritas i

F = indeks (belum tentu indeks pasar)

u_i = error term

(walaupun selanjutnya markowitz mengusulkan bahwa persamaan itu seharusnya tidak linier, karena ada faktor lain yang mendasarinya)

Kemudian pada tahun 1963, William Sharpe menguji persamaan tersebut sebagai penjelasan bagaimana return sekuritas cenderung naik dan turun seiring dengan naik turunnya indeks umum pasar, secara spesifik Sharpe menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$r_{it} = a_i + B_i.r_{mt} + u_{it}$$

r_{it} = return dari aset i pada periode t

r_{mt} = return dari indeks pasar pada periode t

a_i = komponen non-pasar dari return aset i

B_i = rasio kovarian dari return aset i dan return indeks pasar terhadap varians return indeks pasar

u_{it} = zero mean random error term

Model ini disebut model pasar indeks tunggal (single index market model) atau sering disebut market model.

Dilihat disini pada model markowitz, indeks-nya belum tentu indeks pasar, tetapi pada market model digunakan indeks pasar.

Aplikasi CAPM

Model yang dikembangkan CAPM menjelaskan bahwa tingkat return yang diharapkan adalah penjumlahan dari return aset bebas risiko dan premium risiko. Premium risiko dihitung dari beta dikalikan dengan premium risiko pasar yang diharapkan. Premium risiko pasar sendiri dihitung dari tingkat return pasar yang diharapkan dikurangi dengan tingkat return aset bebas risiko. Bentuk matematika CAPM sebagai berikut:

$$R_s = R_f + \beta_s (R_m - R_f)$$

R_f biasanya didekati dengan tingkat return suku bunga bank sentral, di Indonesia umumnya risk free aset didekati dengan tingkat return suku bunga Bank Indonesia.

β_s didekati dengan menghitung data time series saham dengan data return pasarnya.

Penjelasan mengenai cara menghitung beta disertakan di bagian akhir tulisan ini.

R_m didapatkan dengan meramalkan return IHSG. Banyak mahasiswa yang bingung mendapatkan nilai R_m yang negatif, biasanya mereka menghitung IHSG dengan cara memprediksi historisnya yaitu dengan membandingkan return IHSG tahun x dengan return IHSG tahun $x-1$. Dari definisi CAPM bahwa R_m adalah tingkat return pasar yang diharapkan, bukan tingkat return pasar yang periode yang lalu. Untuk mendapatkan nilai R_m tentunya harus dapat memprediksi berapa tingkat return IHSG yang diharapkan. Salah satu cara memprediksi IHSG adalah dengan cara analisis faktor. Di sini anda harus melakukan studi empiris, anda harus menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi IHSG, kemudian membuat persamaan regresi dari IHSG dan faktor yang mempengaruhinya. Dan terakhir anda harus memprediksi nilai dari faktor yang mempengaruhi IHSG untuk x periode yang anda tentukan. Cara lainnya adalah menggunakan nilai IHSG dari hasil penelitian empiris dari peneliti lain.

Contoh Aplikasi Menghitung R_s (tingkat return yang diharapkan)

Suatu sekuritas x yang mempunyai Expected Return 0.27 (27% per tahun) dan nilai betanya 1.2, apakah sekuritas x ini layak di beli atau tidak?

$$R_s = R_f + \beta_s (R_m - R_f)$$

R_f = misal SBI 1 bulan saat ini adalah 0.06 (6% per tahun) atau BI rate (www.bi.go.id)

R_m = misal return IHSG yang diharapkan saat ini adalah 0.26 (26% per tahun, didapatkan dengan cara memprediksi return)

Jika $\beta_s = 1.2$

Sehingga $R_s = 0.06 + 1.2 (0.26 - 0.06)$

$$R_s = 0.06 + 1.2 (0.2)$$

$$R_s = 0.06 + 0.24$$

$$R_s = 0.3 (30\%)$$

Kesimpulan, dengan nilai beta 1.2, apabila return yang diperoleh hanya 27%, maka harga sekuritas terlalu mahal, karena return wajarnya adalah 30%

Contoh cara menghitung Beta

Nilai β dapat dihitung sendiri menggunakan data time series suatu saham/industri dan time series return suatu pasar (misalnya IHSG, NYSE (New York Stock Exchange), TSE (Tokyo Stock Exchange) dan lain-lain.

Contoh perhitungan:

Return saham X dibandingkan dengan pasar

Tahun 1-return saham X = -0.05, return pasar -0.12

Tahun 2-return saham X = 0.05, return pasar = 0.01

Tahun 3-return saham X = 0.08, return pasar = 0.06

Tahun 4-return saham X = 0.15, return pasar = 0.10

Tahun 5-return saham X = 0.10, return pasar = 0.05

Sehingga rata-rata return saham X adalah 0.066

Menghitung deviasi return saham X

Tahun 1 = -0.1160

Tahun 2 = -0.0160

Tahun 3 = 0.0140

Tahun 4 = 0.0840

Tahun 5 = 0.0340

Rata-rata return pasar adalah 0.02 sehingga deviasi return pasar:

Tahun 1 = -0.14000

Tahun 2 = -0.0100

Tahun 3 = 0.0400

Tahun 4 = 0.0800

Tahun 5 = 0.0300

Kalikan masing masing deviasi return saham dengan deviasi return pasar:

$$\text{Tahun 1} = -0.1160 \times -0.14000 = 0.0162$$

$$\text{Tahun 2} = -0.0160 \times -0.0100 = 0.0002$$

$$\text{Tahun 3} = 0.0140 \times 0.0400 = 0.0006$$

$$\text{Tahun 4} = 0.0840 \times 0.0800 = 0.0067$$

$$\text{Tahun 5} = 0.0340 \times 0.0300 = 0.0010$$

$$\text{Jumlah} = 0.0247$$

Pangkat duakan deviasi return pasar

$$\text{tahun 1} = -0.14000^2 = 0.0196$$

$$\text{tahun 2} = -0.0100^2 = 0.0001$$

$$\text{tahun 3} = 0.0400^2 = 0.0016$$

$$\text{tahun 4} = 0.0800^2 = 0.0064$$

$$\text{tahun 5} = 0.0300^2 = 0.0009$$

$$\text{Jumlah} = 0.0286$$

Sehingga Beta untuk saham X adalah $0.0247/0.0286 = \mathbf{0.86}$.

$\beta = 0.86$ apa interpretasinya? Apakah Anda mau membeli saham yang betanya < 1 ? Apa alasan jawaban Anda?