

PEMBIAYAAN BERBASIS MANAJEMEN RISIKO KEUANGAN PADA PROYEK ABC

Indri Gunantia Yadin
*Program Studi S2 MM Wijawiyata Manajemen
Sekolah Tinggi Manajemen PPM*

Obaja Kurniawan
*Program Studi S2 MM Wijawiyata Manajemen
Sekolah Tinggi Manajemen PPM*

Aries Heru Prasetyo
Sekolah Tinggi Manajemen PPM

PT XYZ, selaku perusahaan yang beroperasi pada bidang properti, memiliki rencana investasi perumahan sederhana yang akan launching pada bulan Januari 2012. Proyek perumahan tersebut diberi nama ABC, yang bertempat di daerah Sawangan, Kota Depok. Di atas tanah seluas 25.754 m² akan dibangun 182 unit rumah sederhana dengan target pasar adalah mereka yang berpenghasilan antara Rp. 5.000.00,- s/d Rp. 17.000.000,- per bulannya. Adapun jumlah investasi yang dibutuhkan adalah sebesar Rp. 6.954.202.000,-. Berdasarkan kebutuhan ini maka penulisan ini memiliki tiga tujuan yaitu pertama, menganalisis sumber pendanaan yang optimal antara utang dan ekuitas untuk proyek ABC; kedua, melakukan analisis studi kelayakan untuk proyek ABC, dalam kondisi pesimis dan optimis berdasarkan manajemen risiko keuangan; ketiga, menganalisis risiko kebangkrutan berdasarkan komposisi struktur modal terpilih untuk proyek ABC. Pendekatan yang digunakan dalam penentuan bauran pendanaan optimal adalah pendekatan biaya modal (cost of capital) yang paling minimum. Selain itu, akan digunakan pendekatan risiko kebangkrutan Altman Z-Score, sedangkan risiko keuangan dalam bentuk kenaikan tingkat inflasi dan suku bunga. Berdasarkan hasil analisis maka bauran pendanaan yang optimal untuk proyek ini adalah komposisi antara utang 44% (35% pinjaman ke bank dan 9% utang pemegang saham) dan ekuitas, dalam bentuk retained earnings, sebanyak 56 % dari total investasi dan dihasilkan cost of capital paling minimum yaitu 40,41%. Berdasarkan hasil komposisi tersebut, dilakukan analisa investasi terhadap proyek ABC dengan pendekatan NPV dan IRR yang menghasilkan NPV sebesar Rp. 557.498.750,- dan IRR sebesar 43.84%. Oleh karena itu, investasi pada proyek ABC dapat disebut layak dari sudut pandang keuangan. Selanjutnya dilakukan analisis studi kelayakan dalam bentuk analisis skenario dengan risk event kenaikan inflasi dan suku bunga. Dalam skenario pesimis, dihasilkan penghitungan NPV proyek menjadi minus Rp. 4.910.135.740,- Sedangkan dalam skenario optimis, dihasilkan penghitungan NPV proyek sebesar Rp. 5.312.277.990,- dan IRR sebesar 79,57%. Satu jenis risiko yang teridentifikasi adalah risiko kebangkrutan PT XYZ. Melalui analisis Altman Z-Score, PT XYZ masih jauh di atas ambang kebangkrutan dengan nilai Altman Z-Score 5,285 (> dari 2,6). Walaupun demikian, risiko kebangkrutan berpotensi terjadi khususnya di saat kondisi perekonomian makro sedang bergejolak dan mempengaruhi daya beli masyarakat, pada saat yang sama utang bank harus dibayar lunas tanpa ada lagi kebijakan perpanjangan masa pinjaman.

I. PENDAHULUAN

Tahun 2010 merupakan tahun emas bagi investasi di bidang properti dan diyakini bahwa dunia bisnis di bidang properti di tahun 2011 akan semakin menjanjikan. Dalam catatan akhir tahun yang dikeluarkan oleh PT Bahana TCW Investment Management, perbankan akan semakin fokus pada kredit properti. Hal tersebut akan membuat kompetisi dalam hal kredit perumahan semakin ketat dan akan berdampak kepadaterjaganya suku bunga KPR pada tingkat yang rendah.

Pada saat ini, rata-rata imbal hasil sewa properti di Jakarta mencapai 11,3%. Angka ini lebih tinggi dibanding dengan Manila (11%), Kuala Lumpur (9,2%), dan Bangkok (8%), sedangkan kota-kota besar seperti Shanghai, Mumbai, Singapura, dan Hongkong hanya sekitar 4%.

Perusahaan yang beroperasi pada dunia properti dituntut untuk mempunyai keunggulan dalam bersaing baik itu dalam hal teknologi yang digunakan, mesin-mesin yang mutakhir, maupun kualitas dari produk yang dihasilkan agar terus bertahan dalam industri properti.

Selain itu, pada zaman sekarang perusahaan harus melakukan berbagai investasi agar dapat tetap bertahan di dunia persaingan industri. Investasi ini bertujuan bukan hanya demi kepentingan naiknya laba perusahaan tetapi juga untuk meningkatkan nilai dari perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan tujuan perusahaan yang tidak hanya berorientasi pada pencapaian laba yang maksimal, tetapi juga berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran bagi pemiliknya.

PT XYZ adalah sebuah perusahaan yang bergerak di bidang properti dan didirikan pada tanggal 31 Januari 1997. Pada saat ini PT XYZ memiliki tujuh proyek, salah satunya adalah proyek yang

akan dibahas dalam penelitian ini yaitu proyek ABC. Pada perencanaannya, proyek ini akan berupa perumahan sederhana. Total aset yang dimiliki oleh perusahaan per 30 April 2011 adalah sebesar Rp 44.109.685.856.

Pada saat ini, proyek ABC sudah memasuki tahap pembelian lahan dan perijinan. Lahan seluas 24.754 m² di Jl. Caltex, Kelurahan Curug, Kecamatan Sawangan, Kota Depok menjadi pilihan PT XYZ untuk melaksanakan proyek perumahan sederhana ini. Rencana pelaksanaan proyek ini adalah pada bulan Januari 2012, paling lambat akan dilaksanakan pada bulan Maret 2012, hal ini dikarenakan adanya kekhawatiran dari pihak manajemen bahwa akan terjadinya *canibal* dengan proyek lain yang sedang dijalankan oleh perusahaan, yang pada perencanaannya akan *launching* pada bulan Agustus atau September 2011.

Dalam melakukan investasi ini, tentu perusahaan membutuhkan sebuah bauran pendanaan yang optimal sehingga nilai perusahaan dapat menjadi optimal. Salah satu cara untuk menemukan sebuah bauran pendanaan yang optimal adalah dengan menggunakan pendekatan *biaya modal* minimum.

Biaya modal minimum erat hubungannya dengan sumber pendanaan dan struktur modal yang digunakan oleh perusahaan. Perusahaan memerlukan pendanaan jangka panjang untuk membiayai investasi jangka panjangnya. Struktur keuangan suatu perusahaan secara umum dapat dibagi ke dalam dua kelompok, yaitu sumber pendanaan jangka pendek dan sumber pendanaan jangka panjang. Sumber pendanaan jangka pendek adalah sumber pendanaan atau pinjaman yang jatuh tempo pelunasannya kurang dari dua belas bulan, sedangkan sumber pendanaan jangka panjang adalah sumber pendanaan yang

jatuh tempo pelunasannya lebih dari dua belas bulan.

Struktur modal merupakan pembiayaan aktiva-aktiva jangka panjang perusahaan yang berasal dari kombinasi utang jangka panjang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan, yang sifatnya lebih permanen. Teori struktur modal bertujuan untuk memberikan suatu landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal tentunya akan menghasilkan biaya-biaya, baik itu biaya karena penggunaan pinjaman atau biaya karena penggunaan ekuitas. Penggunaan biaya yang minimal ini pada akhirnya dapat memberikan dampak kepada naiknya nilai perusahaan.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Analisis Kelayakan Investasi

Investasi, menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia, yaitu penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan. Investasi dapat dibedakan

menjadi dua jenis, investasi jangka pendek dan jangka panjang.

Salah satu keputusan keuangan yang sangat berhubungan dengan investasi jangka panjang adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan memiliki empat aspek yang harus diputuskan yaitu jumlah modal, jenis modal, sumber modal, dan struktur modal.

Beberapa pendekatan yang dapat digunakan dalam menilai kelayakan investasi dari sudut pandang keuangan adalah *Payback Period*, *Present Value Payback Period*, *Net Present Value*, *Profitability Index*, *Internal Rate of Return*, dan *Modified Internal Rate of Return*.

2.1.1 Net Present Value

Net Present Value dapat diartikan sebagai keuntungan atau kelebihan nilai dari uang yang dihasilkan oleh proyek atau investasi perusahaan, dimana keuntungan ini telah mempertimbangkan nilai waktu dari uang tersebut.

Adapun rumus penghitungan *Net Present Value* adalah sebagai berikut :

$$\text{NPV dari Proyek} = \sum_{t=1}^{i=N} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - \text{Initial Investment}$$

Gambar 1.
Rumus *Net Present Value*

Dimana CF_t merupakan *cash flow* (*Free Cash Flow to The Firm*) perusahaan pada tahun ke-t, r merupakan *discount rate* dengan menggunakan biaya modal perusahaan (*cost of capital*), dan *initial investment* merupakan nominal investasi yang dilakukan oleh perusahaan.

Suatu proyek dikatakan layak dari pendekatan *Net Present Value* adalah sebagai berikut :

1. Bila $NPV > 0$, proyek diterima.
2. Bila $NPV < 0$, proyek ditolak.

3. Bila $NPV = 0$, berarti indifferen, maksudnya proyek dapat diterima atau ditolak.

2.1.2 Internal Rate of Return

Internal Rate of Return merupakan besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan dari proyek. IRR merupakan tingkat diskonto yang digunakan untuk menghitung NPV sehingga NPV sama dengan nol.

Cara mengukur kelayakan suatu proyek dari sudut pandang *internal rate of return* adalah sebagai berikut :

1. Jika $IRR > Cost\ of\ Capital$ berarti proyek dapat diterima.
2. Jika $IRR < Cost\ of\ Capital$ berarti proyek ditolak.

2.2 Struktur Modal

Struktur modal dapat didefinisikan sebagai perimbangan atau bauran antara jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa.

Teori Tentang Struktur Modal

Franco Modigliani dan Merton Miller memperkenalkan teori struktur modal yang lebih dikenal dengan teori MM, yang menyatakan bahwa rasio utang tidak relevan dan tidak ada struktur modal yang optimal. Pada dasarnya, nilai perusahaan bergantung pada arus kas yang dihasilkan dan bukan pada rasio utang dan ekuitas. Teori yang dikeluarkan MM pada tahun 1958 ini berlaku hanya dengan asumsi pasar yang sempurna, tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, tidak ada konflik antar pihak dalam perusahaan (*agency cost*), maupun kesenjangan informasi, sehingga nilai perusahaan tidak tergantung kepada keputusan pendanaan.

Teori MM mengalami perkembangan seiring dengan dipertimbangkannya pajak dalam kerangka teorinya. Modigliani-Miller menyatakan bahwa keputusan pendanaan dengan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena bunga utang akan mengurangi penghasilan kena pajak.

Selanjutnya, Merton Miller pada tahun 1976 memperkenalkan teori struktur modal tentang pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan, dan hal ini bisa terjadi jika terdapat pajak perusahaan dan pajak

perorangan. Teori dari Merton Miller ini dikenal dengan istilah *static trade-off theory* dimana struktur modal optimal dapat terjadi karena proses *trade off* antara manfaat penghematan pajak (*tax shield of leverage*) dengan biaya penggunaan utang (*cost of financial distress and agency cost of leverage*). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan sedikit utang. Penggunaan utang yang tinggi akan memperbesar biaya bunga serta menurunkan laba, sehingga perusahaan akan mengalami *financial distress*.

Teori mengenai struktur modal berkembang lebih lanjut. Myers menggunakan sebuah teori mengenai struktur modal yaitu *pecking order theory*. Menurut Bramantyo (2008), prinsip dasar dari *pecking order theory* adalah perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang paling mudah diperoleh terlebih dahulu. Jikalau sumber yang paling mudah tidak mencukupi, maka perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang lebih sulit. Biasanya urutan sumber pendanaan adalah sumber dana internal (laba ditahan), pinjaman, dan setoran ekuitas baru.

2.3 Biaya Modal

Konsep biaya modal bertujuan untuk menentukan besarnya biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan sebagai konsekuensi perolehan dana dari sumber tertentu.

Perhitungan biaya modal dari sebuah perusahaan didasarkan atas pemahaman bahwa biaya modal merupakan rata-rata dari biaya masing-masing komponen modal (ekuitas dan pinjaman). Oleh karena itu, dalam penghitungannya biaya modal merupakan rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*) dengan rumus sebagai berikut :

$$WACC = \text{After Tax COD} \left(\frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Ekuitas}} \right) + \text{COE} \left(\frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Ekuitas}} \right)$$

Gambar 2.
Rumus *Weighted Average Cost of Capital*

Dimana COD merupakan biaya pinjaman, COE merupakan biaya ekuitas, D merupakan nilai buku dari pinjaman, dan E merupakan jumlah ekuitas sebuah perusahaan.

2.3.1 Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

Biaya ekuitas, menurut Damodaran (2011), merupakan tingkat pengembalian

yang diharapkan oleh para investor yang menanamkan dananya dalam bentuk ekuitas dan telah mempertimbangkan risiko premium dari sebuah perusahaan.

Salah satu model yang digunakan untuk menghitung biaya ekuitas adalah *capital asset pricing model (CAPM)*, adapun rumusnya adalah sebagai berikut :

$$\text{Expected Return} = \text{Riskless Rate} + \beta (\text{Risk Premium})$$

Gambar 3.
Rumus CAPM

Rumus ini didasarkan atas konsep CAPM dimana biaya dari laba ditahan sama dengan besarnya pendapatan atau suku bunga bebas risiko ditambah sejumlah tambahan atau premium untuk mengkompensasi risiko yang harus ditanggung oleh investor.

- a. Tingkat Suku Bunga Bebas Risiko
Riskless rate merupakan tingkat pengembalian bebas risiko yang dapat diterima oleh investor, dimana beberapa instrumen yang biasa digunakan adalah Surat Utang Negara (SUN). Sedangkan,

Damodaran (2011) mendefinisikan *riskless asset* sebagai suatu aset dimana investor mengetahui imbal hasil (*return*) secara pasti.

- b. Premi Risiko
Risk premium menurut Damodaran (2011) merupakan “pengembalian extra” yang akan diminta oleh investor agar mereka mau memindahkan uangnya dari investasi yang tidak berisiko ke investasi yang berisiko. Dalam penelitian ini, digunakan *historical premium* dalam menghitung premi risiko :

$$\text{Risk Premium} = \text{Return Market} - \text{Risk Free}$$

Gambar 4.
Rumus Premi Risiko

- c. Beta
 Beta, dengan bahasa lainnya dapat disebut sebagai *systematic risk*, menunjukkan sampai seberapa jauh instrumen investasi tersebut relatif berisiko terhadap portfolio. Damodaran menyatakan ada beberapa cara untuk menghitung beta. Cara pertama yang sering digunakan oleh

banyak orang adalah dengan meregresi tingkat pengembalian sebuah aset dengan tingkat pengembalian dari sebuah indeks yang direpresentasikan oleh portfolio pasar (Indeks Harga Saham Gabungan) pada waktu tertentu. Adapun rumus dari beta regresi adalah sebagai berikut :

$$R_i = \alpha + \beta R_m$$

Gambar 5.
 Rumus Beta Regresi

Damodaran memberikan beberapa kelemahan dengan penggunaan beta regresi yaitu permasalahan indeks, dimana beta akan berubah seturut dengan perubahan periode yang digunakan, selain itu standar eror dari masing-masing indeks juga berlainan, dan beta regresi hanya berdasarkan data historis tanpa memperlihatkan perubahan yang terjadi dalam perusahaan.

Berdasarkan kelemahan-kelemahan tersebut, maka Damodaran mengajukan penghitungan beta dengan cara *bottom-up beta*. Beta, menurutnya, dipengaruhi oleh tiga variabel yaitu tipe bisnis dimana perusahaan berbisnis, tingkat *operating leverage* dari perusahaan, dan *financial leverage* sebuah perusahaan. Berdasarkan tiga variabel ini, maka Damodaran mengajukan sebuah rumus untuk mengukur beta yaitu :

$$\beta_L = \beta_U (1 + (1-t)(D/E))$$

Gambar 6.
 Rumus Beta

Perhitungan beta dengan cara *bottom up beta* dapat digunakan untuk menghitung beta dari perusahaan tertutup.

2.3.2 Biaya Pinjaman (*Cost of Debt*)

Menurut Damodaran (2011), biaya pinjaman atau *cost of debt* mengukur seluruh jenis biaya yang dihasilkan karena perusahaan melakukan pinjaman dalam rangka membiayai aktivitasnya. Secara

umum, biaya pinjaman dipengaruhi oleh beberapa variabel yaitu tingkat suku bunga, risiko gagal bayar dari perusahaan, dan keuntungan pajak sehubungan dengan pinjaman. Berdasarkan hal ini, maka rumus dari biaya pinjaman setelah pajak (*after tax cost of debt*) adalah :

$$\text{After-tax Cost of Debt} = \text{Pre-tax Cost of Debt} (1 - \text{tax rate})$$

Gambar 7.

Rumus Biaya Pinjaman

2.4 Bauran Pendanaan yang Optimal

Terdapat lima pendekatan untuk menentukan bauran pendanaan yang optimal, yaitu pendekatan *operating income*, *cost of capital*, *return on equity*, *adjusted present value*, dan analisis komparasi. Dari kelima pendekatan tersebut maka dalam penelitian ini hanya akan digunakan satu pendekatan yaitu *cost of capital*.

Penentuan dari bauran pendanaan yang optimal didasarkan atas biaya modal yang paling rendah. Salah satu cara untuk meningkatkan nilai dari perusahaan adalah dengan meminimalisasi biaya modal. Oleh karena itu, untuk meningkatkan nilai dari perusahaan dapat dicari sebuah biaya modal yang minimal. Keterbatasan dari penggunaan pendekatan ini adalah perusahaan mungkin saja berbeda dalam kondisi yang berbahaya ketika perusahaan menggunakan pendekatan biaya modal terendah. Hal ini dikarenakan jumlah utang yang diluar batas kemampuan perusahaan.

2.5 Manajemen Risiko

Salah satu istilah yang seringkali digunakan dalam rangka mengimplementasikan manajemen risiko dalam sebuah perusahaan adalah *Enterprise Risk Management* (ERM) yang dapat diartikan sebagai suatu cara atau proses yang digunakan perusahaan untuk menangani risiko-risiko yang dihadapi dalam usaha mencapai tujuannya.

Sehubungan dengan pemahaman bahwa risiko perlu ditangani dengan baik, maka ada beberapa tahapan dalam rangka penerapan manajemen risiko korporat terintegrasi yaitu :

1. Tahap 1 : Identifikasi Risiko. Pada tahap ini dilakukan proses identifikasi apa saja risiko yang dapat dihadapi oleh perusahaan.
2. Tahap 2 : Pengukuran Risiko. Pada tahap ini, risiko yang telah teridentifikasi akan diukur melalui dua faktor yaitu kuantitas (dampak, nilai, atau eksposur) risiko dan kualitas risiko (seberapa sering atau frekuensi risiko).
3. Tahap 3 : Pemetaan Risiko. Tujuan dari pemetaan ini adalah untuk menetapkan prioritas risiko berdasarkan kepentingannya bagi perusahaan.
4. Tahap 4 : Model Pengelolaan Risiko. Pada dasarnya model pengelolaan risiko dapat dibagi menjadi dua yaitu strategi preventif dan strategi mitigasi. Strategi preventif dilakukan untuk menghindari terjadinya risiko. Sedangkan strategi mitigasi merupakan strategi penanganan risiko untuk memperkecil dampak yang ditimbulkan dari risiko.

2.6 Risiko Keuangan

Risiko keuangan merupakan fluktuasi target keuangan atau ukuran moneter perusahaan dikarenakan gejala berbagai variabel makro.

Risiko Kebangkrutan

Salah satu metode yang dapat digunakan untuk mengukur risiko kebangkrutan dari perusahaan adalah model Altman. Terkhusus untuk penelitian ini model Altman yang digunakan adalah model Altman Modifikasi, dimana model ini dapat diterapkan pada semua perusahaan, seperti manufaktur, non manufaktur, dan perusahaan penerbit obligasi di negara berkembang.

Adapaun rumus Altman Modifikasi adalah sebagai berikut :

$$Z'' = 6,51 X1 + 3,26 X2 + 6,72 X3 + 1,05 X4$$

Gambar 8.
Rumus Altman Modifikasi

Dimana Z'' adalah indeks kebangkrutan, $X1$ merupakan rasio antara *working capital* dengan *total asset*, $X2$ adalah rasio antara *retained earnings* dengan *total asset*, $X3$ adalah rasio antara *earning before interest and taxes* dengan *total asset*, dan $X4$ adalah rasio antara *Book Value of Equity* dengan *Book Value of Total Debt*.

Klasifikasi perusahaan yang sehat dan bangkrut didasarkan nilai Z-score model Altman Modifikasi yaitu :

1. $Z'' < 1,1$ maka termasuk perusahaan yang bangkrut.
2. $1,1 < Z'' < 2,6$ termasuk *grey area* (tidak dapat ditentukan apakah perusahaan sehat ataupun mengalami kebangkrutan).
3. $Z'' > 2,6$ maka termasuk perusahaan yang tidak bangkrut.

III. METODOLOGI PENELITIAN

Jenis data yang digunakan untuk penulisan tesis ini adalah sebagai berikut :

3.1 Data primer (*Primary Data*)

Data primer merupakan data yang didapat dari sumber pertama, misalnya dari individu atau perseorangan. Data ini didapatkan melalui hasil wawancara dengan pihak manajemen PT XYZ, dan data-data mengenai gambaran proyek secara keseluruhan.

3.2 Data sekunder (*Secondary Data*)

Data sekunder merupakan data yang diperoleh seorang peneliti secara tidak langsung dari obyeknya, tetapi melalui sumber lain, baik secara lisan maupun

tertulis. Sumber data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari buku, internet, dan jurnal.

IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Total *initial investment* dari proyek ABC adalah sebesar Rp 6.954.202.000,-. Berdasarkan hasil wawancara dengan pihak manajemen PT XYZ, dinyatakan bahwa dana maksimum yang dapat dikeluarkan oleh perusahaan termasuk pemegang saham sebesar Rp 4.500.000.000,-. Jumlah tersebut sudah termasuk pembelian tanah yang sudah dilakukan oleh perusahaan dengan jumlah nominal sebesar Rp 3.903.150.000,-. Sisa dana yang masih dapat diberikan oleh perusahaan maupun pemegang saham adalah sebesar Rp 569.850.000,-. Selain itu, batas pinjaman PT XYZ kepada bank dapat dilakukan selama perusahaan memiliki aset yang dapat dijaminkan.

4.1 Biaya Modal Minimum

Melalui penghitungan beta *bottom-up* dengan 14 perusahaan pembanding, didapatkan bahwa risiko dari perusahaan PT XYZ adalah sebesar 3,0. Setelah mengetahui beta perusahaan, maka dapat diperhitungkan biaya dari penggunaan ekuitas (*cost of equity*) yaitu sebesar 63,06%, sedangkan biaya penggunaan pinjaman dari bank (*cost of debt*) setelah dikurangi pajak adalah sebesar 9%.

Berdasarkan hasil penghitungan, didapatkan bahwa proporsi yang paling minimum biaya modal tertimbang yaitu 40,41% untuk WACC proyek dan 14,36%

untuk WACC PT XYZ. Adapun proporsi pendanaan yang memiliki biaya modal tertimbang paling kecil adalah setoran modal dalam bentuk utang pemegang saham sebesar 9% (Rp 596.850.000), 35% pinjaman ke Bank (Rp 2.454.202.000), *retained earnings* sebesar 56% (Rp 3.903.150.000). WACC paling minimum yang dihasilkan oleh proporsi ini dikarenakan penggunaan setoran modal dalam bentuk utang pemegang saham terbesar. Semakin besar penggunaan utang pemegang saham akan membuat biaya modal tertimbang perusahaan maupun proyek semakin kecil. Hal tersebut disebabkan oleh tidak adanya biaya pinjaman dari penggunaan utang pemegang saham.

4.2 Analisis Investasi

Berdasarkan proporsi terpilih, yaitu utang 44% (9% utang pemegang saham dan 35% pinjaman ke Bank) dan ekuitas 56%, maka *net present value* dari proyek ABC selama 40 bulan adalah sebesar Rp 557.498.750,-. Nilai NPV ini memperlihatkan bahwa proyek ABC pada tingkat diskonto 40,41% per tahunnya, memberikan keuntungan sebesar Rp 557.498.750,-. Sedangkan, jika dilihat dari pendekatan IRR, proyek ABC memiliki nilai IRR sebesar 43,84%, dimana nilai tersebut lebih besar dibandingkan dengan biaya modal dari investasi proyek ABC. Nilai IRR tersebut menandakan bahwa NPV dari proyek ABC akan mencapai tingkat pengembalian sama dengan 0 pada tingkat diskonto 43,84%.

Berdasarkan kedua pendekatan di atas, maka proyek ABC dapat dijalankan mengingat proyek ini memberikan keuntungan bagi perusahaan dan tingkat pengembaliannya berada di atas biaya modal yang harus ditanggungnya.

4.3 Analisis Skenario berbasis Manajemen Risiko Keuangan

Dalam skenario yang akan diasumsikan dalam tesis ini, akan dibagi menjadi dua skenario yaitu skenario optimis dengan *risk event* turunnya angka inflasi dan turunnya angka suku bunga kredit, dan skenario pesimis dengan *risk event* naiknya angka inflasi dan naiknya suku bunga kredit.

4.3.1 Skenario Pesimis

Pada skenario pesimis, digunakan tingkat inflasi pada 6 tahun terakhir yaitu pada tahun 2006 dengan angka 13,33%. Tingkat inflasi ini akan mempengaruhi COGS dari proyek ABC dan juga daya beli konsumen, dari target 5 konsumen per bulannya menjadi 3 per bulannya. Selain itu, untuk nilai suku bunga kredit akan digunakan suku bunga kredit BTN periode 2006 yaitu sebesar 18%.

Berdasarkan proyeksi *cash flow*, didapatkan hasil NPV sebesar (Rp 4.910.135.740), nilai tersebut menunjukkan bahwa proyek ABC tidaklah menguntungkan ketika inflasi naik 13,33% dan suku bunga kredit menyentuh angka 18%. Kerugian ini diakibatkan oleh karena bertambahnya umur proyek sehingga *free cash flow* yang diterima oleh perusahaan juga akan semakin kecil dikarenakan adanya pengaruh tingkat diskonto yang digunakan. Kemungkinan terjadinya kondisi pesimis pada tingkat inflasi mencapai 13,33% dan suku bunga kredit mencapai 18% hanyalah sebanyak 1 kali dalam 6 tahun terakhir (16,67%).

4.3.2 Skenario Optimis

Pada skenario optimis, digunakan tingkat inflasi terendah yaitu pada tahun 2009 sebesar 4,895%. Rendahnya tingkat inflasi akan mempengaruhi proyeksi kenaikan COGS proyek per tahap pembangunannya. Selain itu, daya beli konsumen akan meningkat dari target

konsumen per bulan 5 menjadi 10 konsumen per bulan.

Berdasarkan hasil penghitungan, didapatkan NPV adalah sebesar RP 5.312.277.990,-, dan IRR sebesar 79,57%. Berdasarkan kedua pendekatan di atas, maka proyek ini layak untuk dijalankan. Hal ini disebabkan rentang waktu proyek semakin pendek, COGS dari setiap tahap pembangunan lebih murah dibandingkan dengan kondisi lainnya. Kemungkinan terjadinya skenario ini pada masa mendatang melihat tren 6 tahun terakhir adalah sebesar 16,67% (1 kali dalam 6 tahun terakhir).

4.4 Analisis Risiko Kebangkrutan

Berdasarkan hasil penghitungan, didapatkan bahwa Altman Z-Score dari PT XYZ adalah sebesar 5,285. Angka ini menunjukkan bahwa PT XYZ berada dalam kondisi tidak bangkrut, karena nilai Altman Z-Score lebih besar dari 2,6.

Penambahan posisi utang dengan penggunaan proporsi pendanaan optimum (44% utang dan 56% ekuitas) memperlihatkan bahwa tingkat kebangkrutan dari PT XYZ, pada saat proyek masih dalam bulan ke-0 adalah sebesar 5,3602.

Hal ini menunjukkan bahwa terjadinya peningkatan nilai Altman Z-Score PT XYZ dengan menggunakan proporsi pendanaan yang optimum. Peningkatan nilai Altman Z-Score dikarenakan *working capital* PT XYZ mengalami peningkatan dengan adanya proyek ABC. Pada sisi aset, *current asset* dari proyek ABC mengalami peningkatan, sedangkan pada sisi *current liabilities* tidak mengalami perubahan apapun karena utang yang digunakan adalah utang jangka panjang.

Selain itu, jika rasio *working capital* dibagi dengan total aset memiliki nilai paling tinggi yaitu 0,66. Hal ini menunjukkan bahwa *current asset* dari PT XYZ memiliki kontribusi yang besar terhadap total asetnya.

Hal tersebut diperjelas dengan kenyataan bahwa 99,35% aset yang dimiliki oleh PT XYZ berupa aset lancar.

Walaupun tingkat kebangkrutan PT XYZ masih jauh dari batas kebangkrutan Altman Z-Score, ketergantungan terhadap persediaan akan menimbulkan risiko kebangkrutan khususnya komponen persediaan PT XYZ tidak dapat diperjualbelikan. Hal ini dapat dilihat dari *quick ratio* PT XYZ sebesar 0,01, yang berarti bahwa aset yang cepat untuk diuangkan (kas dan *marketable securities*) hanya dapat menanggung 1% dari total utang lancar perusahaan.

Selain itu, jika dibandingkan *debt to equity ratio* PT XYZ dengan rata-rata DER dari 26 perusahaan di industri *real estate* per 31 Desember 2010, maka DER dari PT XYZ 5,3 kali dari rata-rata DER 25 perusahaan yang berada pada industri *real estate*. Perbandingan ini memperlihatkan bahwa tingkat DER PT XYZ selalu berada di atas rata-rata DER perusahaan di industri *real estate*, dimana struktur modal dari PT XYZ berada jauh di atas tingkat kewajaran struktur modal perusahaan di industri *real estate*.

4.5 Pembahasan

Terdapat dua hal yang akan menjadi perhatian dalam bagian ini yaitu :

1. Biaya Ekuitas (COE) dari PT XYZ per April 2011 adalah 63,06%. Tingginya biaya ekuitas dari PT XYZ tidak dapat dipisahkan dari struktur modal perusahaan.
2. Proses mitigasi dari risiko-risiko keuangan yang telah diidentifikasi dan diukur, secara khusus risiko kenaikan tingkat inflasi dan tingkat suku bunga kredit.

Tingginya biaya ekuitas akan berdampak kepada penentuan proporsi pendanaan yang optimal dari perusahaan

dengan melihat WACC minimum. Semakin tinggi biaya ekuitas maka perusahaan dalam rangka mendanai investasinya akan cenderung menggunakan pinjaman, karena semakin tinggi perusahaan menggunakan ekuitas maka akan semakin tinggi WACC dari perusahaan.

Penggunaan utang secara terus menerus akan berdampak kepada risiko kegagalan bayar perusahaan atas pinjaman yang digunakannya. Hal ini secara tidak langsung sudah dirasakan oleh PT XYZ dengan melakukan proses perpajakan waktu jatuh tempo dari pinjaman bank. Selain itu, jika dilihat dari jumlah utang yang tidak pernah berkurang sejak tahun 2006-2009, yang memperlihatkan bagaimana perusahaan tidak mampu untuk memenuhi kewajibannya dari laba usaha yang selama ini didapatkannya.

Pemaparan di atas mendorong manajemen perusahaan untuk memikirkan strategi pengurangan utang perusahaan, khususnya utang kepada bank. Tujuan dari pengurangan utang adalah untuk mengurangi risiko kebangkrutan dan kegagalan bayar yang dapat dihadapi oleh perusahaan ke depannya. Target dari pengurangan utang bagi PT XYZ dapat didasarkan atas kemampuan perusahaan menghasilkan laba usahanya.

Sedangkan untuk akun pinjaman kepada pemegang saham, keterbatasannya adalah perusahaan akan sangat tergantung kepada pemegang saham dalam rangka mengembangkan usahanya dikarenakan perusahaan cenderung akan menggunakan opsi pinjaman pemegang saham dikarenakan akun ini tidak memiliki biaya dan waktu jatuh tempo. Selain itu, bagi pemegang saham, pemberian pinjaman tanpa biaya dan waktu jatuh tempo memiliki *opportunity cost*. *Opportunity cost* yang dimaksud adalah biaya yang disebabkan hilangnya peluang bagi pemegang saham untuk

melakukan investasi di aset tanpa risiko atau instrumen keuangan tanpa risiko seperti Surat Utang Negara, dsb.

Selain itu, tujuan dari pengurangan utang adalah penurunan *cost of equity* dikarenakan semakin banyak utang yang akan dipinjam risiko perusahaan (*beta*) akan semakin tinggi. Pengurangan *cost of equity* adalah agar perusahaan dapat menggunakan ekuitasnya tanpa harus menanggung biaya yang besar.

Salah satu strategi yang dapat dijalankan oleh perusahaan untuk meminimalisir utang adalah dengan membayarkan pinjaman-pinjamannya, khususnya pinjaman berbunga, agar struktur modal perusahaan dapat menyerupai struktur modal rata-rata perusahaan di industri *real estate*. Strategi pembayaran utang bisa dengan menggunakan keuntungan yang diterima perusahaan dari proyek ABC. Pada titik ini perusahaan diajak untuk melakukan sebuah strategi pembayaran terhadap utang-utangnya melalui keuntungan yang diterima dari setiap proyeknya.

Selain melalui pembayaran utang, perusahaan dapat menggunakan kekuatannya untuk mengurangi kebutuhan *initial investment* dari proyek-proyek perumahan yang akan dijalankan. Strategi ini dapat dilakukan dengan menggunakan fasilitas KPR *indent* yang dimiliki perusahaan. KPR *indent* merupakan fasilitas akad kredit rumah yang dapat diterima perusahaan saat KPR yang diajukan konsumen diterima oleh bank dan biasanya sebelum rumah jadi.

Dengan adanya KPR *indent*, total penghematan yang diperoleh proyek Griya Dago Asri adalah sebesar Rp. 1.245.592.000,-. Penghematan ini terjadi karena biaya operasional selama 5 bulan yang pada awalnya dimasukkan dalam *initial investment*, dapat dipenuhi dengan KPR *indent*. Hal ini membuktikan bahwa KPR

indent dapat menjadi salah satu alternatif pendanaan yang baik bagi proyek ini.

Dengan menggunakan KPR *indent*, *net present value* (NPV) yang diperoleh adalah sebesar Rp. 4.590.305,79 dan *internal rate of return* (IRR) sebesar 76,53% per tahun.

Hal lainnya yang perlu diperhatikan adalah risiko keuangan yang dihadapi oleh proyek Griya Dago Asri, terkhusus ketika kondisi ekonomi makro mengalami goncangan atau pada skenario pesimis. Terdapat dua risiko yang perlu menjadi perhatian perusahaan yaitu naiknya suku bunga kredit dan tingkat inflasi yang cukup tinggi.

Naiknya tingkat suku bunga kredit yang dikarenakan tingginya tingkat inflasi dapat dikurangi dengan membangun sebuah kerjasama baru dengan berbagai bank. Hal tersebut dilakukan dengan tujuan untuk mencari suku bunga kredit yang lebih kecil sehingga perusahaan tidak tergantung terhadap satu atau dua bank saja.

Sedangkan strategi mitigasi yang dapat dilakukan untuk meminimalisir dampak kerugian dari menurunnya daya beli masyarakat karena tingginya tingkat inflasi adalah dengan melakukan kerjasama dengan pihak lain dalam rangka investasi di proyek Griya Dago Asri. Kerjasama dengan pihak lain merupakan sebuah strategi untuk mengurangi dampak kerugian terhadap PT XYZ.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan bahwa :

1. Bauran pendanaan optimum yang dapat digunakan oleh perusahaan adalah dengan menggunakan utang sebesar 44% yang terdiri dari 9% berupa utang

pemegang saham dan 35% berupa pinjaman ke bank, serta ekuitas sebesar 56%. Dengan menggunakan proporsi utang 44% dan ekuitas 56%, maka *weighted average cost of capital* adalah sebesar 40,41%.

2. Dalam skenario optimis, dalam hasil perhitungan, didapat nilai *net present value* (NPV) sebesar Rp. 5.312.277.989,56, dan *internal rate of return* (IRR) sebesar 79,57% per tahun. Hal ini mengindikasikan bahwa pada skenario optimis, proyek Griya Dago Asri layak untuk dijalankan.
3. Sedangkan, pada skenario pesimis, dari hasil perhitungan, didapatkan nilai *net present value* (NPV) adalah sebesar minus Rp. 4.910.135.740,24. Hal ini mengindikasikan, bahwa dalam keadaan pesimis, proyek Griya Dago Asri ini tidak layak untuk dijalankan.
4. Ditinjau dari risiko kebangkrutan (Altman Z-Score), pada awalnya, kondisi perusahaan berada di posisi 5,285 (berada pada kondisi tidak bangkrut), setelah menjalani proyek Griya Dago Asri posisi perusahaan berada di level 5,36 (berada pada kondisi tidak bangkrut). Hal ini dikarenakan adanya penambahan *current asset* yang tidak diikuti dengan penambahan *current liabilities*, karena perusahaan menggunakan utang jangka panjang, sehingga dalam perhitungan Altman Z-Score, dalam rasio *working capital* dibagi dengan *total asset* memiliki koefisien besar, menunjukkan hasil yang lebih besar dibandingkan sebelumnya. Walaupun demikian risiko kebangkrutan dan kegagalan bayar tetap dihadapi oleh PT Griya Dago Asri khususnya saat persediaan yang dimiliki perusahaan tidak dapat diperjualbelikan karena daya beli masyarakat menurun dan pada saat yang sama merupakan perusahaan tidak

dapat lagi memperpanjang pinjaman kepada bank.

5.2 Saran

Saran untuk penelitian selanjutnya, diharapkan agar dapat lebih memahami proses bisnis dari perusahaan yang dijadikan subjek penelitian dan menggunakan pendekatan berbeda dalam menghitung risiko kebangkrutan, bauran pendanaan optimum, sehingga dapat dihasilkan pendekatan yang lebih menyeluruh.

5.3 Rekomendasi

5.3.1 Rekomendasi Implementasi Keuangan Strategi Pengelolaan

Jika ditinjau dari sisi pengelolaan keuangan, PT XYZ diharapkan agar dapat melakukan pencatatan laporan keuangan berdasarkan PSAK (Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan) karena dalam akuntansi keuangan (SAK) terdapat aturan-aturan yang harus digunakan dalam pengukuran dan penyajian laporan keuangan untuk kepentingan eksternal. Dengan demikian, diharapkan pemakai dan penyusun laporan keuangan dapat berkomunikasi melalui laporan keuangan ini, sebab menggunakan aturan yang sama yaitu SAK.

Hal selanjutnya adalah perlu dilakukannya perencanaan dan pengelolaan proyek dengan lebih maksimal. Perencanaan dan pengelolaan proyek dilandaskan atas dasar tingginya ketergantungan perusahaan terhadap persediaan yang ada saat ini. Melihat sangat tergantungnya perusahaan terhadap persediaannya (proyek sedang berjalan, persediaan rumah siap huni, persediaan kavling siap dibangun) perencanaan dan pengelolaan proyek ditujukan agar perusahaan ketika menjalankan investasi dapat menggunakan keuntungan yang diperoleh perusahaan melalui proyeknya sehingga ketergantungan

perusahaan terhadap pinjaman dapat dikurangi.

Pengelolaan dan perencanaan proyek dapat dilakukan dengan mempertimbangkan kebutuhan dana antara satu proyek dengan proyek lainnya. Sehingga, keuntungan yang berasal dari satu proyek dapat digunakan sebagai salah satu alternatif pendanaan bagi proyek lainnya. Untuk itu, perusahaan harus membuat rencana anggaran bagi masing-masing proyek secara mendetail serta proyeksi laporan laba rugi dan neraca, diharapkan dengan demikian perusahaan dapat mengelola keuangannya dengan baik yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengelolaan dan perencanaan proyek dapat dilakukan membuat skala prioritas, proyek mana yang didahulukan dan membuat proyeksi *cash flow* atas setiap proyek sehingga melalui proyeksi ini perusahaan dapat mengatur jadwal pelaksanaan proyek. Proyek atau investasi yang baru dapat dilaksanakan setelah proyek yang sedang berjalan telah memberikan keuntungan kepada perusahaan, sehingga keuntungan ini dapat dijadikan sumber dana investasi atau proyek yang baru.

5.3.2 Rekomendasi Implementasi Mitigasi Risiko Keuangan Strategi Risiko

Sesuai yang telah dipaparkan dalam bab sebelumnya bahwa risiko yang dihadapi oleh PT XYZ, terkhusus pada proyek Griya Dago Asri adalah risiko tingkat inflasi di atas 13% dan kenaikan suku bunga kredit sampai di atas angka 18%. Kedua risiko ini dapat memberikan dampak menurunnya daya beli masyarakat terhadap produk properti yang dijual oleh PT XYZ. Kedua risiko ini secara bersama-sama memberikan dampak finansial terhadap PT XYZ yaitu kerugian atas proyek Griya Dago Asri dan tidak terbelinya beberapa tipe rumah

dikarenakan harga rumah tersebut di atas target pasar Griya Dago Asri.

Rekomendasi strategi implementasi terhadap kedua risiko tersebut adalah sebagai berikut :

1. Risiko Naiknya Suku Bunga KPR di atas 18%. Hal yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk memitigasi risiko adalah dengan menjalankan strategi diversifikasi, dalam arti perusahaan mulai membangun kerjasama dengan berbagai bank terkhusus dalam hal kredit perumahan. Saat ini PT XYZ membangun kerjasama KPR hanya kepada Bank Tabungan Negara dan Bank Nasional Indonesia (BNI) 46. Kedua KPR ini memiliki suku bunga KPR *floating* dimana tingkat suku bunga KPR akan berubah seturut kenaikan atau penurunan suku bunga Bank Indonesia dan tingkat inflasi maka suku bunga kredit akan berubah. Upaya yang dapat dilakukan oleh PT XYZ dalam rangka mencegah kenaikan suku bunga KPR adalah dengan membangun kerjasama dengan bank syariah, terkhusus BNI Syariah dikarenakan saat ini PT XYZ telah memiliki hubungan baik dengan BNI. Pemilihan bank syariah dikarenakan bank syariah menawarkan KPR yang cicilannya tidak berubah selama jangka waktu tertentu dan tidak terkena bunga. Strategi ini dapat memberikan keuntungan bagi PT XYZ untuk meyakinkan konsumen supaya tidak takut terhadap perubahan-perubahan suku bunga. Selain itu, dengan dimilikinya alternatif KPR dari berbagai bank perusahaan dapat terhindar dari ketergantungan terhadap satu pihak.
2. Risiko naiknya suku bunga kredit atas pinjaman PT XYZ . Risiko ini sudah dimitigasi oleh PT XYZ dengan menggunakan *fixed rate* atas pinjaman

yang dilakukannya kepada bank. Akan tetapi, ke depannya perusahaan dapat membangun kerjasama dengan bank lainnya dan memilih alternatif suku bunga yang lebih rendah dengan system *fixed rate*. Selain itu, perusahaan juga dapat membangun kerjasama dengan bank syariah dalam rangka pembiayaan proyek-proyeknya.

3. Risiko inflasi yang menyebabkan kerugian atas proyek Griya Dago Asri. Perusahaan menjalankan strategi pembagian risiko kepada pihak lain. Strategi ini dapat mengurangi dampak kerugian yang akan dihadapi oleh perusahaan saat inflasi meningkat dan daya beli masyarakat menurun. Strategi pembagian risiko yang dimaksud adalah perusahaan melakukan kerjasama atau mencari partner (diluar bank) dalam mendanai investasi proyek Griya Dago Asri.

Selain risiko naiknya inflasi di atas 13% dan naiknya suku bunga kredit di atas 18%, PT XYZ juga menghadapi risiko kebangkrutan atau risiko kegagalan bayar atas pinjaman perusahaan. Oleh karena itu, strategi yang dapat dilakukan oleh perusahaan adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan perlu melakukan strategi pengurangan utang dalam rangka meminimalisir risiko kegagalan bayar. Strategi yang dapat dilakukan untuk mengurangi pinjaman dari perusahaan adalah dengan menggunakan *net income* yang diterima dari proyek Griya Dago Asri untuk mengurangi utang perusahaan sampai pada titik tertentu.
2. Selain itu, perusahaan juga dapat menggunakan fasilitas KPR *indent* untuk mengurangi kebutuhan investasi pada setiap proyek-proyeknya. Penggunaan KPR *indent* dapat memberikan pengurangan kebutuhan investasi atas proyek-proyek PT XYZ ke depannya.

Pengurangan kebutuhan investasi ini pada akhirnya akan membantu perusahaan untuk mengurangi kebutuhan dana melalui pinjaman, khususnya pinjaman kepada bank.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahniar, Nur F. "Rata-rata imbal hasil sewa properti di Jakarta mencapai 11,3% atau lebih tinggi" dalam <http://hileud.com/hileudnews?title=2011%2C+Bisnis+Properti+Makin+Menjanjikan&id=486195>, diakses 18 Mei 2011.
- Bank Indonesia. "Peraturan Bank Indonesia No. 11/25/PBI/2009 tentang Perubahan Atas Peraturan Bank Indonesia Nomor 5/8/PBI/2003 tentang Penerapan Manajemen Risiko Bagi Bank Umum".
- Damodaran, Aswath. *Corporate Finance: Theory and Practice*, ed.2. New York: John Wiley & Sons, 2011.
- Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, edisi-2. New York: Jon Wiley & Sons, Inc., 2002.
- Damodaran, Aswath. "Estimating Risk Parameters" dalam <http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99019.pdf>, diakses pada 20 Mei 2011.
- Djohanputro, Bramantyo. *Manajemen Keuangan Korporat*. Jakarta: Penerbit PPM, 2008.
- Djohanputro, Bramantyo. *Manajemen Risiko Korporat*. Jakarta: Penerbit PPM, 2008.
- Kountur, Ronny. *Manajemen Risiko Operasional: Memahami Cara Mengelola Risiko Operasional Perusahaan*. Jakarta: Penerbit PPM, 2004.
- Kountur, Ronny. *Mudah Memahami Manajemen Risiko Perusahaan*. Jakarta: Penerbit PPM, 2008.
- Niti, William. "Analisis Pemilihan Struktur Modal Optimal Pada Industri Telekomunikasi di Indonesia", tesis. Jakarta: Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, tidak dipublikasikan, 2008.
- Prihadi, Toto. *Cepat dan Praktis : Analisis Investasi*. Jakarta: Penerbit PPM, 2010.
- Ramadhani, Ayu Suci dan Niki Lukviarman. "Perbandingan Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Model Altman Pertama, Altman Revisi, dan Altman Modifikasi dengan Ukuran dan Umur Perusahaan Sebagai Variabel Penjelas (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dalam <http://journal.uui.ac.id/index.php/JSB/article/viewFile/2011/1765>, diakses pada 19 Mei 2011.
- Riyanto, Bambang. *Dasar Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, edisi-4. Yogyakarta: BPFE, cet-7, 2001.
- Sartono, R. Agus. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta, edisi-3, 1996.
- Sundjaja, Ridwan S. dan Inge Barlian. *Manajemen Keuangan 2*, edisi ke-4. Jakarta: Literata Lintas Media, 2003.
- Tim Penyusun Kamus Pusat Bahasa. *Kamus Besar Bahasa Indonesia*, edisi ketiga. Jakarta: Balai Pustaka, cet-3, 2005.
- Umar, Husein. *Metode Riset Bisnis*. PT Gramedia Pustaka Utama. Jakarta : 2002.