

Materi 14

STRUKTUR MODAL & BIAYA MODAL INTERNASIONAL



PENDAHULUAN (1)

- Beberapa perusahaan menjadi multinasional tidak hanya dalam lingkup aktivitas2 bisnisnya, tetapi juga struktur modalnya. Hal ini dilakukan dengan menerbitkan dana dari luar negeri.
- Jika pasar modal internasional secara lengkap terintegrasi, maka tidak ada masalah apakah perusahaan menerbitkan modal dari sumber2 domestik atau luar negeri karena biaya modalnya akan disamakan antar negara.

PENDAHULUAN (2)

- Jika pasar kurang terintegrasi secara penuh, perusahaan dapat menciptakan nilai bagi para pemegang sahamnya dengan menerbitkan sekuritas di luar negeri.
- Biaya modal: tingkat pengembalian minimum suatu proyek investasi yang harus dihasilkan untuk membayar biaya pembelanjannya.
- Jika perusahaan mempunyai utang & ekuitas dalam struktur modalnya, maka biaya pembelanjannya adalah WACC.

PENDAHULUAN (3)

- WACC dihitung dengan cara:
- $K = (1 - \tau)K_i + \tau(1 - \tau)i$.
- K_i & i meningkat seiring proporsi utang dalam struktur modal perusahaan meningkat.
- Dengan kombinasi utang & ekuitas optimal, maka WACC terendah, sehingga kekayaan pemegang saham dapat dimaksimumkan.
- Nilai perusahaan dimaksimumkan jika perusahaan mengambil proyek dengan $IRR > K$.

BIAYA MODAL DALAM PASAR TERSEGMENTASI & TERINTEGRASI

- Biaya ekuitas (K_e): pengembalian yang diharapkan atas saham perusahaan yang dikehendaki para investor.
- K_e diestimasi dengan CAPM:
- $R_i = R_f + (R_M - R_f) \beta_i$
- β_i dihitung: $\text{Cov}(R_i, R_M) / \text{Var}(R_M)$.
- Jika pasar2 keuangan tersegmentasi, & sebagai hasilnya para investor hanya dapat mendiversifikasi secara domestik.

BIAYA MODAL DALAM PASAR TERSEGMENTASI & TERINTEGRASI

- Dalam CAPM, portofolio pasar (M) seringkali diwakili oleh indeks pasar saham (IHSG).
- Jika pasar2 keuangan internasional secara penuh terintegrasi, konsekuensinya, para investor dapat mendiversifikasi secara internasional.
- Dalam CAPM, portofolio pasar “dunia” yang meliputi semua aset di dunia.

BIAYA MODAL DALAM PASAR TERSEGMENTASI & TERINTEGRASI

- Ukuran risiko relevan kemudian menjadi beta yang diukur terhadap portofolio pasar dunia.
- Beberapa fakta tentang pasar keuangan:
- 1. Harvey (1991) dan Chan, Karolyi, & Stulz (1992): sulit untuk menolak versi internasional atas CAPM, & mengusulkan bahwa pasar keuangan internasional terintegrasi daripada tersegmentasi.

BIAYA MODAL DALAM PASAR TERSEGMENTASI & TERINTEGRASI

- Mittoo (1992): saham2 Kanada yang tercatat lintas batas di bursa U.S. dihargai dalam pasar yang terintegrasi, & segmentasi sebelum dominan untuk saham2 Kanada yang tidak tercatat lintas batas.
- Studi2 ini menyarankan bahwa pasar2 keuangan internasional secara pasti tidak lebih tersegmen, tetapi masih secara tidak penuh terintegrasi

APAKAH BIAYA MODAL BERBEDA ANTAR NEGARA?

- Perusahaan U.S. “sulit di bawah beban biaya2 modal yang lebih berat” dibanding saingan luar negerinya khususnya Jepang & Jerman.
- Alasannya: pasar2 modal kurang terintegrasi secara penuh.
- McCauley & Zimmer (1994) menyediakan perbandingan langsung COC di antara 4 negara: Jerman, Jepang, Inggris, & U.S.

APAKAH BIAYA MODAL BERBEDA ANTAR NEGARA?

- Hasil pengamatannya:
- 1. Biaya utang setelah pajak riil efektif seringkali negatif.
- 2. Biaya ekuitas menuju sama pada 1990.
- 3. Perusahaan2 Jerman & Jepang mempunyai rasio utang lebih tinggi daripada perusahaan2 U.S. & U.K.
- 4. Perusahaan2 Jepang & Jerman menanggung biaya atas dana setelah pajak riil lebih rendah dibanding U.S. & U.K.

PENCATATAN SAHAM LINTAS BATAS (1)

- Perusahaan dapat secara potensial mengambil manfaat dari pencatatan lintas batas.
- Sarkissian & Schill (2004) mendokumentasi dalam analisis geografinya atas pencatatan lintas batas.
- Perusahaan2 dapat memperoleh manfaat dari pencatatan lintas batas atas saham2-nya dalam beberapa cara sbb.:
 - 1. Perusahaan dapat memperluas basis investor potensialnya.

PENCATATAN SAHAM LINTAS BATAS (2)

- 2. Pencatatan lintas batas menciptakan pasar sekunder bagi saham perusahaan, yang memfasilitasi penerbitan saham baru.
- 3. Pencatatan lintas batas dapat meningkatkan likuiditas saham perusahaan.
- 4. Pencatatan lintas batas dapat meningkatkan visibilitas nama perusahaan & produknya di luar negeri.

PENCATATAN SAHAM LINTAS BATAS (3)

- 5. Saham2 pencatatan lintas batas mungkin digunakan sebagai “mata uang akuisisi” untuk mengambil alih perusahaan asing.
- 6. Pencatatan lintas batas dapat mengembangkan pengendalian & transparansi perusahaan.
- Lang, Lins, & Miller (2003): pencatatan lintas batas dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pengembangan semua lingkungan informasi perusahaan.

PENCATATAN SAHAM LINTAS BATAS (4)

- Tidak setiap perusahaan mengambil pencatatan lintas batas karena biaya2:
- 1. Biaya mahal untuk memenuhi persyaratan keterbukaan & pencatatan.
- 2. Harga saham yang diperdagangkan di luar negeri dapat menjadi bergejolak & jatuh.

PENCATATAN SAHAM LINTAS BATAS (5)

- 3. Saham yang tersedia bagi orang asing, mereka dapat mengambil kepentingan pengendalian & menolak kontrol domestik atas perusahaan.
- Karolyi (1996): pencatatan lintas batas menguntungkan (6 poin).
- Miller (1999): pencatatan ganda dapat mengurangi batas2 terhadap arus modal internasional, menghasilkan harga saham lebih tinggi & biaya modal lebih rendah.

EFEK BATASAN2 KEPEMILIKAN EKUITAS LUAR NEGERI (1)

- Perusahaan dapat memperoleh insentif untuk menginternasionalkan struktur kepemilikannya untuk menurunkan biaya modal dan meningkatkan nilai pasarnya, tetapi pada waktu yang sama, kemungkinan kehilangan kontrol perusahaan kepada orang asing.
- Konsekuensinya, negara maju & berkembang seringkali melakukan pembatasan2 atas persentase kepemilikan maksimal atas perusahaan lokal oleh orang asing.

EFEK BATASAN2 KEPEMILIKAN EKUITAS LUAR NEGERI (2)

- Beberapa negara seperti India, Meksiko, Thailand, dan Indonesia, membatasi orang asing memiliki maksimum 49% saham perusahaan lokal.
- Beberapa negara lain menggunakan pembatasan bahwa orang asing tidak boleh menjadi pemegang saham mayoritas dalam perusahaan lokal.

EFEK BATASAN2 KEPEMILIKAN EKUITAS LUAR NEGERI (3)

- Dengan adanya pembatasan bagi orang asing untuk memiliki saham perusahaan lokal, maka jika terjadi kelebihan permintaan atas saham tsb. yang diperuntukkan bagi orang asing akan menyebabkan terjadinya harga saham yang berbeda dengan yang diperuntukkan bagi investor domestik.
- Dkl. ada penentuan harga ganda atau fenomena penentuan harga-untuk-pasar (PTM).

STRUKTUR KEUANGAN SUBSIDIARI (1)

- Struktur keuangan perusahaan anak (subsidiari) ditentukan oleh para manajer keuangan MNC.
- Lessard & Shapiro (1984) ada tiga pendekatan yang berbeda untuk menentukan struktur keuangan subsidiari:
 - 1. Menyesuaikan dengan norma perusahaan induk.
 - 2. Menyesuaikan dengan norma lokal negara di mana subsidiari beroperasi.

STRUKTUR KEUANGAN SUBSIDIARI (2)

- 3. Bervariasi secara bijaksana untuk mengampitalisasi atas peluang2 untuk pajak yang lebih rendah, mengurangi biaya2 & risiko pembelanjaan, & mengambil keuntungan atas ketidaksempurnaan pasar yang bervariasi.
- Pendekatan mana yang akan diambil bergantung secara besar pada apakah dan pada tingkat apa perusahaan induk bertanggung jawab terhadap kewajiban2 keuangan subsidiari.

STRUKTUR KEUANGAN SUBSIDIARI (3)

- Ketika induk secara penuh bertanggung jawab terhadap kewajiban2 subsidiari, struktur keuangan independen tidak relevan, struktur keuangan induk menjadi relevan.
- Ketika induk secara legal & moral bertanggung jawab terhadap utang subsidiari, para kreditor potensial akan menguji kondisi keuangan induk, bukan subsidiari.

STRUKTUR KEUANGAN SUBSIDIARI (4)

- Ketika perusahaan induk mengizinkan subsidiari gagal bayar, & jaminan dari induk sulit diperoleh maka struktur keuangan subsidiari menjadi relevan.
- Dalam kenyataannya, perusahaan induk tidak memperbolehkan subsidiari gagal bayar atas utang2-nya tanpa mengharap-kan operasi2 dunianya terhambat dalam satu cara atau lainnya.

TUGAS TERSTRUKTUR

Buku 2 Halaman 143: Pertanyaan
Nomor: 1-7, 9, 10, 12, 13. Soal
Nomor: 1, 2.