

## ABSTRAK

Nama : Desyane Wattimury

Program Studi : Manajemen Keuangan

Judul : Dampak Penerbitan Obligasi Terhadap *Economic Value Added* (Studi Kasus Pada PT. PLN Persero)

Tesis ini membahas tentang alternatif pendanaan yang digunakan PT. PLN (Persero) dalam memenuhi kebutuhan investasi dalam Perusahaan. Penerapan berbagai program kebijakan dalam pemilihan obligasi, baik berupa obligasi konvensional maupun obligasi Sukuk Syariah. Dampak pengaruh penilaian obligasi dengan *economic value added* (EVA), posisi diversifikasi pendanaan dalam PT. PLN (Persero), maupun proyeksi laporan keuangan yang disusun oleh PT. PLN (Persero) menjadi pokok pembahasan yang diangkat penulis. Optimalisasi manajemen kas dan perubahan dari market menuju *equity market* juga menjadi pembahasan dalam tesis ini.

Kata kunci :

Obligasi, diversifikasi pendanaan, proyeksi laporan keuangan, *Economic Value Added* (EVA)

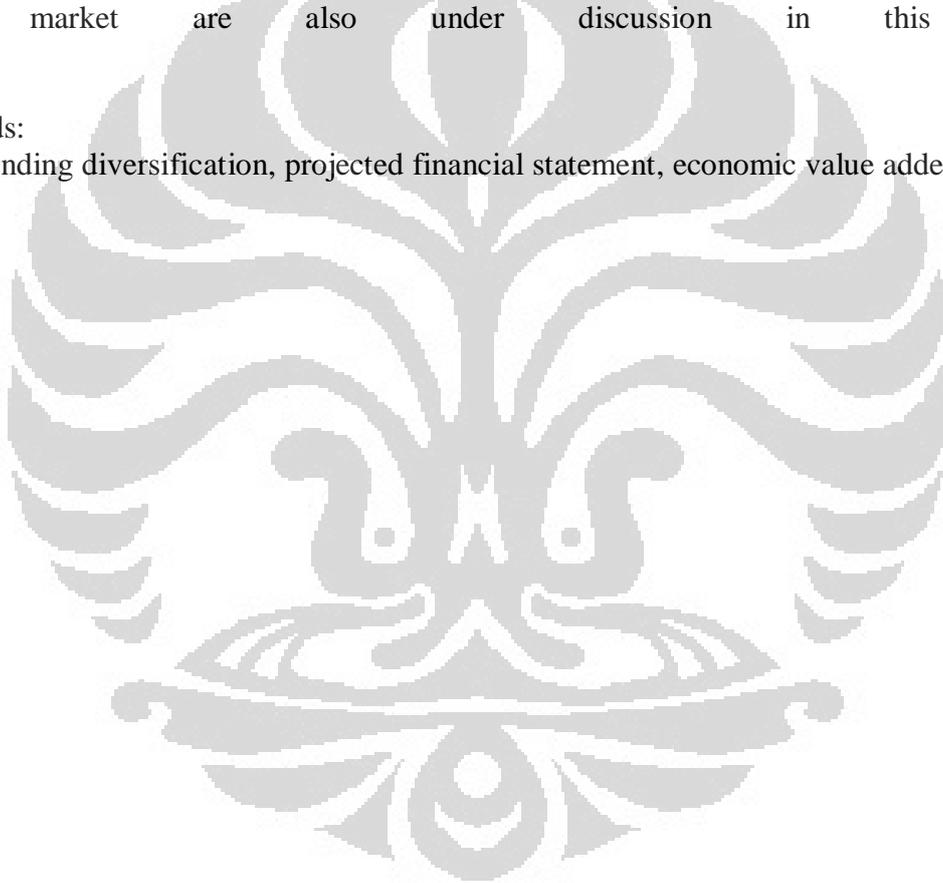
## ABSTRACT

Name : Desyane Wattimury  
Study Program: Manajemen Keuangan  
Title : Impact of Issuance Bonds in Economic Value Added  
(Case Study of PT.PLN Persero)

This thesis discusses the use of alternative funding PT. PLN (Persero) in meeting the needs of investment in the Company. Implementation of policy programs in the bond election, either in the form of conventional bonds and Islamic Sukuk bonds. Effect of issuance of bonds in using economic value added method, diversification in PT. PLN (Persero) funding position, and projected financial statements, prepared by the PT. PLN (Persero) become the main issue discusses in in this thesis. Optimization of cash management and a change of market leading equity market are also under discussion in this thesis.

Key words:

Bonds, funding diversification, projected financial statement, economic value added (EVA)



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Untuk membangun infrastruktur ketenagalistrikan di tanah air, dibutuhkan pendanaan yang jumlahnya sangat besar karena infrastruktur listrik bersifat padat modal (*capital intensive*). Widjaja dan Jono (2010) mengklasifikasikan dua sumber dana yaitu dana yang bersumber dari internal PLN (hasil operasional) atau dari sumber eksternal yaitu tambahan setoran modal dari pemerintah atau pinjaman dari kreditur. Sebelum dekade 1980an, kondisi keuangan PLN relatif sehat dimana kebutuhan pendanaan investasi yang jumlahnya masih kecil masih dapat dicukupi oleh sumber internal, tambahan setoran modal pemerintah yang berasal dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) dan penerusan pinjaman. Berbagai proyek ketenagalistrikan di zaman “Orde Baru” dibangun dari sumber dana pinjaman luar negeri yang diteruskan kepada PLN melalui mekanisme *Subsidiary Loan Agreement (SLA)*- sering juga disebut “*Two Step Loan*”). Di samping itu, Pemerintah juga menyediakan sumber pendanaan lain berupa Rekening Dana Investasi (RDI) dalam jumlah terbatas. Perubahan status badan hukum PLN dari Perusahaan Umum (Perum) menjadi Persero pada tahun 1985 yang diiringi pesatnya pertumbuhan permintaan tenaga listrik yang membutuhkan dana investasi yang semakin besar serta keterbatasan kemampuan APBN mendanai proyek ketenagalistrikan, membuat pemerintah mendorong PLN untuk mencari sumber pendanaan sendiri.

Menyikapi kondisi tersebut, perusahaan mencoba mencari dan mengembangkan sumber-sumber pendanaan investasi sendiri. PLN berhasil menerbitkan obligasi dalam negeri PLN I pada tahun 1992 (Hamdani, 2011), memperkenalkan skema *Independent Power Producer (IPP)* dimana investasi dilakukan oleh swasta (PLN membeli listrik dari IPP) tahun 1994, pinjaman bank dalam negeri yang pertama tahun 1995, menerbitkan *Revolving Underwriting Facility (RUF)* pada tahun 1996, yaitu pinjaman dari konsorsium Bank jangka panjang dengan bunga ditenderkan setiap bulan sehingga lebih murah. Proses mencari pendanaan sendiri dari pasar ini terus berkembang dengan diterbitkannya Obligasi Syariah Sukuk Ijarah I pada tahun 2006, penerbitan obligasi internasional (*Guanrateed Note*) yang

pertama tahun 2006 dan dilanjutkan dengan penandatanganan pinjaman langsung dari perbankan luar negeri yang pertama pada tahun 2008.

Langkah penerbitan obligasi ini ternyata berhasil mendorong PLN untuk lebih cepat dan akurat menyajikan laporan keuangannya, bahkan mampu memenuhi standar internasional sebagaimana dibuktikan dengan kemampuan PLN memenuhi ketentuan dalam penerbitan obligasi internasional. Sampai dengan tahun 2010 (Hamdani, 2011), PLN telah berhasil menerbitkan 12 seri obligasi konvensional dan lima seri obligasi syariah (*Sukuk Ijarah*) di pasar dalam negeri, serta empat seri *Guaranteed Notes*. PLN berharap dengan diimplementasikannya ERP (*Enterprise Resource Planning*) maka penerbitan obligasi akan didukung oleh sistem pelaporan keuangan yang cepat dan dapat diandalkan. Transparansi laporan keuangan PLN yang dipublikasikan setiap triwulan berhasil meningkatkan kepercayaan investor, yang dibuktikan dengan tingginya tingkat partisipasi investor atas setiap penerbitan obligasi PLN.

## 1.2 Perumusan Masalah

Kunci untuk memprediksi keuangan modern menyatakan bahwa semua modal yang menghasilkan pendapatan dikurangi biaya yang melebihi biaya untuk memperoleh modal tersebut akan menghasilkan nilai yang baru bagi investor. Prinsip tersebut dikemukakan oleh Stern dan Stewart (1982). Dalam kaitannya dengan prinsip tersebut, maka ada dua pertanyaan permasalahan yang ingin diangkat oleh penulis:

1. Apakah keputusan pendanaan PT. PLN (Persero) dengan penerbitan alternatif cara penerbitan obligasi konvensional dan obligasi sukuk syariah merupakan alternatif pendanaan yang tepat?
2. Apakah proses diversifikasi pendanaan PT. PLN (Persero) selain obligasi mampu menghasilkan sumber pendanaan yang mampu menciptakan nilai baru baik bagi PT. PLN (Persero) sendiri maupun bagi pihak investor?
3. Apakah pendekatan EVA merupakan metode yang *relevant* diterapkan dalam pengambilan keputusan investasi portofolio pada PT. PLN (Persero)?

Dalam penulisan tesis ini pembahasan tentang implementasi penerbitan obligasi dibatasi obyek penelitiannya yaitu pada obligasi PLN yang memenuhi syarat sebagai berikut:

1. Obligasi tersebut adalah *fixed rate* obligasi dan terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI)
2. Obligasi tersebut mempunyai *market trading price* sehingga perubahan harga dapat diketahui
3. Obligasi tersebut memiliki variabel-variabel yang dapat diukur dengan baik seperti *term to maturity*, *coupon rate*, *bond rating*, dan *yield spread*

### 1.3 Tujuan Penulisan

Penulisan karya akhir ini dilakukan penulis dengan alasan sebagai berikut:

1. Sebagai salah satu pembuktian tentang berbagai program kebijakan yang dapat digunakan PT. PLN (Persero) dalam penerbitan Obligasi
2. Sebagai salah satu pembuktian argumentasi tentang pentingnya pendanaan dengan memanfaatkan instrument keuangan penerbitan obligasi.
3. Sebagai salah satu pembuktian argumentasi dari hasil analisis karakteristik sekuritas obligasi PLN.

### 1.4 Manfaat Penulisan

Penulisan karya akhir ini dilakukan penulis dengan alasan sebagai berikut:

1. Sebagai salah satu indikator yang bisa digunakan oleh pihak internal ataupun eksternal terkait dengan keputusan investasi yang bisa dilakukan oleh pihak investor ataupun oleh pihak internal perusahaan
2. Sebagai salah satu indikator yang bisa digunakan untuk melihat pengaruh keputusan PT. PLN (Persero) terkait dengan pandangan yang diukur dari metode penilaiannya.
3. Sebagai salah satu indikator dalam usaha pemenuhan kebutuhan dana investasi baik yang terkait dengan pengembalian investasi dan risiko

### 1.5 Metodologi Penelitian

Adapun pendekatan-pendekatan yang dilakukan didalam penyusunan karya akhir ini meliputi:

1. Sumber data

Data primer: meliputi wawancara, pengamatan, pengumpulan dan analisis data, buku-buku referensi, dan *browsing* internet

2. Jenis penelitian

Penelitian yang bersifat kuantitatif dengan menggunakan data neraca PLN, laba rugi PLN, data historis *market Portofolio, bond rating, coupon, term to maturity*, dan *yield*

### 1.6 Sistematika Penulisan

Karya akhir ini tersusun dalam lima (5) bab dengan sistematika:

#### BAB I PENDAHULUAN

Latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penulisan, metodologi penelitian dan sistematika penulisan

#### BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Beberapa teori yang menjelaskan faktor determinan obligasi, teori penerbitan obligasi terhadap struktur modal perusahaan, teori pergerakan tingkat bunga terhadap harga obligasi, penelitian-penelitian sebelumnya, jenis-jenis obligasi, pemeringkatan rating obligasi, risiko dalam obligasi, dan perhitungan obligasi.

#### BAB III GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

Berisi overview PT. PLN Persero, sejarah singkat perusahaan, perkembangan perusahaan, profil perusahaan, struktur perusahaan, proses penerbitan dan pelaksanaan obligasi yang diterapkan di PT. PLN (Persero)

#### BAB IV PEMBAHASAN

Analisis data historis mulai dari struktur organisasi PLN, perkembangan PLN, perkembangan keuangan perusahaan, data perkembangan obligasi PLN, dan analisis data valuasi obligasi PLN

#### BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Berisi kesimpulan dan beberapa saran sebagai bahan referensi dari hasil analisis valuasi penilaian obligasi PLN

## BAB II TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Faktor Determinan Obligasi

Bodie (2005) membuat pengertian obligasi, “*A Bond is debt instrument requiring the issuer (government or corporation) to repay the investor the amount borrowed with additional interest over a specified period of time*”. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara regular sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo. Sama halnya dengan pinjaman bank, penerbit (*issuer*) berkewajiban melunasi sejumlah nominal obligasi. Perbedaannya dari pinjaman bank adalah dari segi pelunasan dimana obligasi umumnya dilunasi sekaligus pada saat jatuh tempo (*bullet payment*) sementara pinjaman bank dilakukan dengan mencicil. Obligasi memiliki kelebihan dibandingkan pinjaman bank, karena proses pencairannya lebih cepat, syarat pencairan lebih sederhana, pasarnya terbuka lebar, *proceed* bisa sekaligus dalam jumlah banyak, proses penerbitan mengikuti standar yang baku dengan syarat yang relatif lebih ringkas, serta tidak membutuhkan agunan sebagaimana umumnya pinjaman bank. Pembayaran yang dilakukan tiap periode tergantung dari perjanjian awal obligasi tersebut diterbitkan. Dapat dibayarkan kupon setiap periodenya lalu saat akhir periode obligasi baru kemudian dibayarkan pokoknya atau bisa juga tidak dibayarkan kupon, pembayaran hanya dilakukan saat masa obligasi tersebut telah berakhir.

Tingkat bunga di masa mendatang merupakan salah satu faktor yang diperhatikan oleh para investor dalam rangka membeli atau menjual obligasi. Tingkat bunga yang dimaksud dalam hal ini menurut Fabozzi (1995) terutama terkait dengan tingkat bunga jangka pendek, yang bisa diestimasi dengan mempertimbangkan tingkat bunga selama satu periode dan kemudian dipecah menjadi beberapa periode. Tingkat suku bunga jangka pendek biasa disebut dengan *forward interest rates*. Peserta pasar menyebut suku bunga pada sekuritas *non treasury* sebagai “perdagangan pada *spread*” dari sekuritas *treasury* “*on the run*”. Selisih antara hasil sekuritas *treasury* dengan sekuritas *non treasury* adalah *spread*. *Spread* ini disebut premi risiko, yang merupakan tambahan risiko yang dihadapi investor karena berinvestasi pada sekuritas non pemerintah. Obligasi diperdagangkan pada tingkat likuiditas yang berbeda. Pada pasar *treasury* sekuritas “*on the run*” memiliki likuiditas yang

**Universitas Indonesia**

lebih besar dibandingkan sekuritas “*off the run*”. Sekuritas *on the run* adalah sekuritas *treasury* yang paling baru dilelang untuk setiap maturitas atau bisa juga disebut sekuritas bunga berjalan/sekuritas tolak ukur (*benchmark issues*) atau sekuritas *bellwether*. Sekuritas *off the run* adalah sekuritas yang dilelang sebelum sekuritas bunga berjalan. Dengan kata lain spread penawaran-permintaan pada sekuritas *off the run* lebih besar relatif terhadap sekuritas *on the run*. Selain faktor suku bunga, faktor-faktor lain yang juga turut mempengaruhi harga obligasi adalah jenis penerbit sekuritas, kredibilitas penerbit, jatuh tempo sekuritas, ketentuan-ketentuan yang membatasi atau membebaskan penerbit maupun investor untuk bertindak, besarnya pajak atas pendapatan bunga.

## 2.2 *Economic Value Added (EVA)*

Penelitian yang dilakukan oleh para akademisi pada tahun 1980-an tentang penilaian perusahaan menghasilkan kesimpulan yang agak berbeda dengan yang selama ini telah dipelajari di perguruan tinggi. Penelitian ini memberikan argumentasi bahwa semua pihak ingin mengetahui bahwa investasi yang dilakukan akan memberikan nilai tambah terhadap perusahaan atau tidak. Apabila investasi yang dilakukan tidak memberikan nilai tambah maka investasi tersebut tidak ada artinya bagi perusahaan dan juga bagi investor. Pendekatan tersebut dikenal dengan *Economic Value Added* atau EVA yang dikembangkan oleh Stern dan Stewart (1982) sebagai pengukur kinerja perusahaan. EVA merupakan suatu metode perhitungan yang mengkombinasikan konsep *residual income* dengan konsep keuangan modern. Dalam hal ini, EVA menyatakan bahwa semua modal yang menghasilkan pendapatan dikurangi biaya yang melebihi biaya untuk memperoleh modal tersebut akan menghasilkan nilai yang baru bagi pemodal.

Kuangan perusahaan mempunyai pengaruh yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Dengan EVA, investor mampu menilai apakah pihak manajemen cukup *perform* dalam mengelola keuangan perusahaan. Hal ini juga dilihat dari apakah investasi yang ditanamkan oleh investor dapat memberikan tambahan kekayaan bagi investor. Dalam teori EVA, jika hasil perhitungan nilai EVA positif, maka berarti pihak manajemen berhasil menghasilkan tambahan kekayaan bagi investor. Hal sebaliknya, jika nilai EVA negative, maka pihak manajemen dalam hal ini gagal di mata investor untuk bisa mengelola keuangan perusahaan dengan baik dan juga melakukan *destructing value* bagi investor.

Menurut Stewart (1991), perhitungan EVA dilandasi konsep bahwa di dalam pengukuran laba harus ada prinsip keadilan. Dalam hal prinsip keadilan disini, maka diharapkan perhitungan EVA mempertimbangkan seluruh harapan dari investor itu sendiri. Maka dalam perhitungan EVA kedepannya akan melibatkan dua hal, yaitu *Net Operating After Tax* (NOPAT) yang menggambarkan hasil penciptaan laba ekonomis di dalam perusahaan dan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) yang dianggap sebagai kompensasi atas proses penciptaan nilai tersebut. Selain istilah EVA, terdapat istilah lain yang juga sering digunakan untuk menggambarkan laba ekonomi, antara lain *Shareholder Value Added* (SVA), *Economic Value Creation* (EVC), *Value Based Management* (VBM), yang secara istilah semuanya mengukur besarnya *value* yang dapat diciptakan oleh pihak manajemen dari sejumlah modal yang ditanamkan.

Dalam perumusan konsep awal EVA menurut Dupont (1990) berawal dari *Return On Investment* (ROI). *Dupont Powder Company* merupakan pihak yang pertama kali mengembangkan ROI ini. Tujuan yang ingin dicapai adalah agar perusahaan mampu mengevaluasi keberhasilan suatu perusahaan atau divisi dengan membandingkan antara laba operasi dengan modal yang ditanamkan. Namun, ada keterbatasan dari pengukuran yang hanya bersumber dari perhitungan ROI. Keterbatasan itu lebih disebabkan oleh karena pengukuran ini hanya memperhatikan persentase yang tinggi, tanpa melihat apakah investasi yang digunakan untuk memperoleh pengembalian tersebut juga tinggi.

Oleh karena keterbatasan ini, selanjutnya dalam Dupont (1990) digunakan konsep *residual income* sebagai pengukur *value creation*. Dalam pengukuran *residual income* ini, memang cenderung lebih spesifik dibandingkan dengan pendekatan ROI. Hal ini disebabkan oleh karena laba residual dihasilkan setelah memperhitungkan pengurangan laba akuntansi untuk biaya hutang yang ditanamkan dan juga distribusi untuk pemodal setelah dikurangkan dengan tingkat pengembalian hutang tersebut. Pendekatan *residual income* ini banyak digunakan oleh perusahaan-perusahaan sebagai alat pengukur kinerja keuangan perusahaan.

Dalam perkembangan selanjutnya *residual income* mengalami perkembangan dan menjadi lebih populer yang dikenal dengan EVA yaitu dengan berprinsip pada perubahan bentuk laba secara akuntansi, dimana dalam hal ini pendapatan dikurangi dengan beban, menjadi penghasilan secara ekonomi. Penghasilan secara ekonomi sendiri dalam hal ini dilihat sebagai kelebihan jumlah kas dibandingkan biaya kesempatan modal. Perhitungan

EVA pun lebih menekankan pada *cost of capital*, yang pada dasarnya menyerupai perhitungan *residual income*. Namun, ada perbedaan yang cukup jelas dimana dalam perhitungan EVA membutuhkan beberapa penyesuaian untuk mengeliminasi distorsi yang diakibatkan akuntansi akrual serta memperhitungkan biaya modal yang meliputi hutang maupun ekuitas.

Dalam memanfaatkan EVA untuk menilai perusahaan di pasar, maka akan ada tiga proses penciptaan yang dapat dilakukan. Menurut Rousana (1997), ketiga proses penciptaan nilai itu antara lain:

1. Proses melalui *rate of return* (tingkat pengembalian) dari modal awal yang ditanamkan ke dalam perusahaan. Dalam proses ini, nilai modal tersebut akan selalu meningkat dikarenakan adanya akumulasi bagian laba yang dilakukan perusahaan selama masa penggunaan modal tersebut.
2. Proses melalui tambahan modal yang diinvestasikan yang nilai pengembaliannya lebih besar dari biaya untuk mendapatkan tambahan modal tersebut.
3. Proses melalui upaya dengan meningkatkan jumlah dana yang diinvestasikan pada proyek yang menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih besar daripada biaya modalnya, serta mengurangi atau menghentikan investasi pada proyek yang tingkat pengembaliannya lebih rendah dibandingkan biaya modalnya.

Dari ketiga proses diatas maka terdapat keunggulan dari pendekatan EVA ini dibandingkan dengan pendekatan lainnya. Keunggulan yang secara jelas terlihat adalah bahwa dalam pendekatan EVA risiko yang muncul atas penggunaan modal turut diperhitungkan. Risiko itu antara lain risiko yang menyangkut *going concern* perusahaan, yakni risiko ekuitas dan risiko terhadap hutang. Menurut Soetjipto (1997), setidaknya ada lima keunggulan EVA lainnya, antara lain:

1. Dalam perhitungan dengan menggunakan pendekatan EVA, fokus penilaian dilakukan terhadap nilai tambah yang diciptakan dengan biaya modal sebagai risiko investasi. Dalam keunggulan ini, diharapkan para manajer akan memiliki kesadaran yang semakin tinggi untuk mampu mengoptimalkan nilai perusahaan serta *value* bagi investor juga. Dalam keunggulan ini, terlihat bahwa adanya keselarasan pencapaian tujuan antara kepentingan pihak manajemen dengan kepentingan para pemegang saham.

2. Dalam perhitungan EVA, diakui lebih relative mudah dilakukan atau diterapkan diperusahaan. Terlepas dari kesulitan dalam menggunakan pendekatan EVA, dikarenakan memerlukan data yang lebih banyak dan bervariasi.
3. Dalam perhitungan EVA, juga turut memperhitungkan biaya modal. Perhitungan biaya modal akan membuat perusahaan lebih berhati-hati didalam penentuan struktur modal perusahaan. Kenyataan ini akan berdampak pada kemampuan perusahaan yang mampu meminimalisasi kesimpulan *misleading* baik dalam bentuk *overvalued* maupun *undervalued*.
4. Dalam perhitungan EVA, perusahaan lebih terbantuan oleh karena perhitungan EVA berkaitan erat dengan konsep *Net Present Value* (NPV) dan *Internal Rate of Return* (IRR). Eratnya pendekatan EVA dengan dua konsep ini, secara tidak langsung mampu membantu perusahaan dalam menganalisis dan memilih suatu investasi. Hal ini dikarenakan nilai suatu perusahaan akan meningkat apabila investasi yang dipilih memiliki NPV yang positif atau IRR yang lebih dari satu.
5. Dalam perhitungan EVA, tidak diperlukan data pendamping. Alat ukur kinerja tradisional lainnya seperti ROI, ROA, dan ROE harus menggunakan rasio perusahaan sejenis atau rasio rata-rata industry agar dapat diketahui maknanya. Satu-satunya alat pembading yang digunakan EVA hanyalah nilai pada EVA itu sendiri, dalam hal ini apakah lebih besar, apakah lebih kecil, atau sama dengan nol.

Terlepas dari keunggulan-keunggulan EVA, pendekatan ini sebagaimana pendekatan kinerja keungan lainnya juga memiliki kelemahan. Kelemahan pendekatan EVA ini, menurut Soetjipto (1997) antara lain:

1. Dalam perhitungan EVA, hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu periode tertentu saja. Kecenderungan yang sering terjadi bahkan EVA hanya menggambarkan kinerja operasional perusahaan pada titik tertentu saja. Hal yang sering dilakukan adalah biasanya pada akhir periode akuntansi saja. Dalam kelemahan ini, maka EVA tidak mampu memperlihatkan faktor determinan utama apa saja dalam peningkatan pendapatan perusahaan. Kelemahan ini akan semakin terlihat jelas jika dikaitkan dengan upaya pemasaran yang dilakukan oleh perusahaan. Selain itu, untuk perusahaan yang lebih banyak menggunakan pengeluaran modal pada awal-awal operasinya akan mampu menghasilkan hasil perhitungan yang bias. Dampak yang sama juga akan dirasakan oleh perusahaan-

perusahaan yang memerlukan waktu lama untuk pengembalian investasinya. Jika pendekatan EVA diterapkan untuk kedua jenis perusahaan ini, maka pada tahap awal penilaian bias terhadap hasil perhitungan akan terjadi dikarenakan tingkat biaya modal yang ditanggung perusahaan pada saat awal beroperasinya proyek masih tinggi.

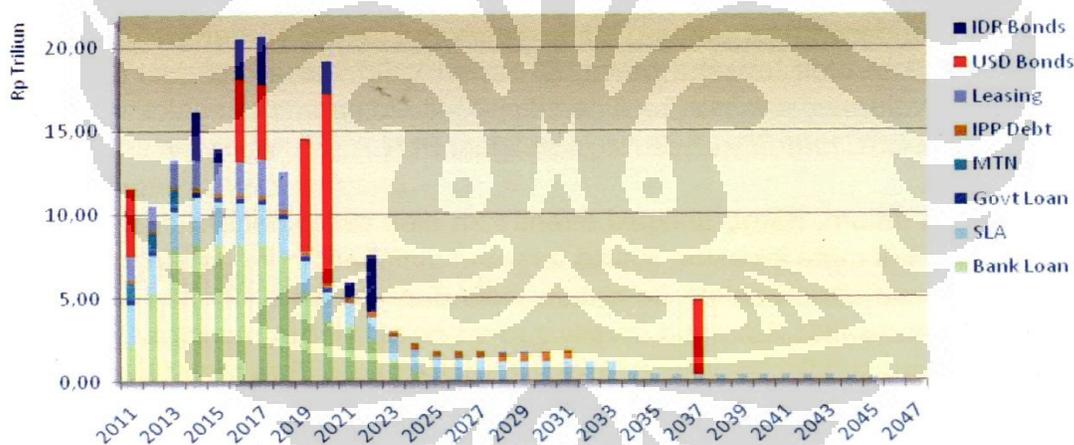
2. Dalam perhitungan dengan pendekatan EVA, sangat bergantung pada pendekatan berdasarkan data historis. Pendekatan data historis ini, merupakan pendekatan yang digunakan oleh karena tingginya tingkat keyakinan penyedia dana atau kreditur atau investor untuk mereka menganalisis, mengamati dan mengambil keputusan terkait data historis tersebut. Faktor-faktor diluar data historis, seperti faktor situasi politik dalam negeri, dan faktor-faktor non ekonomis lainnya tidak diperhatikan selayaknya faktor data historis. Tanpa bisa dipungkiri, pada kenyataannya seringkali faktor data non ekonomis seringkali merupakan faktor yang lebih dominan.
3. Dalam perhitungan dengan pendekatan EVA yang cenderung lebih membutuhkan data historis, maka pendekatan EVA sangat bergantung pada faktor transparansi kinerja keuangan perusahaan. Transparansi terhadap laporan keuangan perusahaan yang diukurnya sebagai salah satu contohnya, merupakan salah satu bentuk transparansi kinerja keuangan perusahaan. Transparansi terhadap laporan keuangan perusahaan seringkali akan menjadi kendala bagi pendekatan ini, dikarenakan belum semua perusahaan mampu menerapkan prinsip transparansi kinerja keuangan dengan semestinya.

### **2.3 Penelitian – Penelitian Sebelumnya**

Di era sebelum tahun 1990 program investasi PLN memiliki ketergantungan yang sangat kuat dengan APBN. Hampir semua investasi ketenagalistrikan merupakan program pemerintah yang dilaksanakan PLN, dimana APBN senantiasa memasok kebutuhan pendanaanya baik berupa tambahan ekuitas, yang berasal dari APBN murni atau bantuan luar negeri, maupun penerusan pinjaman luar negeri. Perkenalan PLN dengan obligasi pada tahun 1992 membuka perspektif baru dimana PLN memiliki pilihan untuk mendanai program investasi dengan kemampuan sendiri. Dalam posisi ini PLN berani untuk mengambil risiko pembayaran bunga dan pelunasan pokok pinjaman obligasi. Tantangan pertama terjadi pada waktu krisis moneter, dimana kondisi yang terjadi yaitu melemahnya nilai tukar Rupiah

terhadap USD. Pada bulan Maret 1998, saldo kas perusahaan bahkan tidak cukup untuk membayar gaji pegawai bulan berikutnya.

Pinjaman darurat dari Departemen Keuangan sebesar Rp 1.252 miliar diproses secara cepat sehingga PLN tetap dapat memenuhi komitmennya, termasuk membayar pokok dan bunga obligasi yang jatuh tempo. Pembuktian komitmen yang tinggi ini merupakan ciri utama PLN di pasar obligasi dan salah satu faktor kunci mengapa sampai saat ini obligasi PLN menjadi idola investor. Penggunaan pinjaman dalam pengembangan usaha merupakan hal yang lumrah karena teori manajemen keuangan sendiri menyatakan bahwa pinjaman (*debt*) akan meningkatkan nilai (*value*) perusahaan, sepanjang pertumbuhan laba bersih lebih besar dibandingkan dengan tambahan beban bunga pinjaman. Investasi pada obligasi PLN memiliki daya tarik sendiri, dikarenakan investor memahami sektor ketenagalistrikan di tanah air merupakan industri dengan tingkat pertumbuhan yang sangat tinggi dan menjadi kebutuhan utama masyarakat Indonesia. Maka fokus ke depan dari PLN tidak lagi kepastian sumber dana investasi tapi sudah bergeser menjadi optimalisasi pengelolaan investasi.



(Sumber : Hamdani,2011,p.45)

**Grafik 2.1**

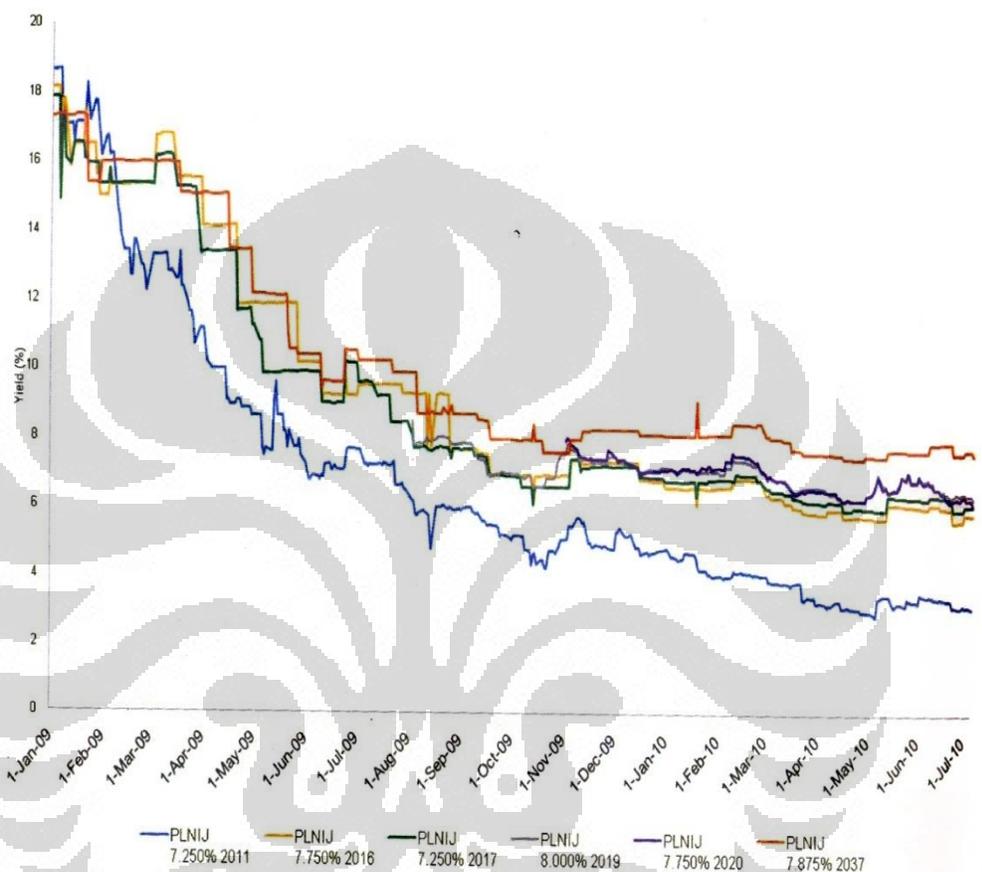
### **Posisi Diversifikasi Kewajiban Pinjaman PLN, per 30 Desember 2010**

Masuknya PLN ke pasar obligasi internasional semakin meningkatkan efisiensi pengadaan dana tersebut, karena pasar obligasi internasional merupakan pasar efisiensi

sempurna (*perfect efficiency market*), dimana tidak terdapat satu atau sekelompok investor yang dapat mempengaruhi pembentukan harga obligasi. Hal ini berbeda dari pasar dalam negeri dimana beberapa institusi keuangan dan dana pensiun besar masih dapat mempengaruhi harga obligasi dan biasanya pemain-pemain kecil akan mengikuti kemana arah investor besar. Akibatnya harga obligasi PLN cenderung tergantung pada seberapa besar target *yield* yang diharapkan oleh investor besar. Tingkat bunga yang dibayarkan PLN kepada *bondholder* merefleksikan seberapa besar risiko yang terkandung dalam arus kas PLN di masa yang akan datang. Semakin besar probabilitas kegagalan *cashflow* PLN untuk memenuhi pembayaran bunga maupun pengembalian pokok menurut Hamdani (2011), semakin tinggi tingkat bunga yang diharapkan investor. Saat ini, investor melihat bahwa investasi dalam obligasi PLN sangat menarik, yang dibuktikan dengan beberapa kali penerbitan obligasi PLN yang mengalami kelebihan permintaan (*oversubscribed*). Faktor utama yang menarik minat investor terhadap obligasi PLN adalah tingkat saling ketergantungan yang tinggi antara PLN dengan Pemerintah RI.

Hal ini tercermin pada *rating* PLN dari S&P's dan Moody's yang selalu mengikuti *rating* pemerintah. Kebijakan subsidi listrik ditambah *margin for public service obligation* (PSO) yang berlaku saat ini, memberikan kenyamanan dan kepastian kepada investor terkait pembayarn bunga dan pokok pinjaman. Hal yang perlu diperhatikan dalam kaitannya dengan ketergantungan PLN terhadap Pemerintah RI, adalah terkait dengan bagaimana PLN mampu mengatasi ketergantungannya terhadap APBN Negara dalam jangka panjang. Situasi yang paling ideal menurut Widajaja dan Jono (2010) adalah disiapkannya kenaikan tarif listrik secara berkala sampai dapat menutupi biaya operasi plus margin 8% sampai dengan subsidi dari APBN dapat dihapus sama sekali. Setelah kondisi ini tercapai mekanisme TTLB (Tarif Tenaga Listrik Berkala) idealnya dapat diterapkan kembali, yaitu dengan meneruskan risiko perubahan biaya akibat fluktuasi nilai tukar dan harga energi primer kepada konsumen secara berkala. Hal yang harus diwaspadai terkait dengan kondisi ideal yang ternyata tidak tercapaian ternyata pemerintah menurunkan margin PSO 0% maka dampak akan terlihat pada obligasi PLN yang diperdagangkan di pasar. Investor akan merespon secara negative terhadap perubahan ini, karena kebijakan PSO menjadi tidak pasti. Kondisi ini akan menaikkan risiko PLN yang pada akhirnya investor akan mulai menjual obligasi PLN. Jika kondisi tersebut terus menerus terjadi maka, harga obligasi akan jatuh dan *yield* obligasi

dipasar akan naik. Hal ini berdampak pada *yield* obligasi pemerintah yang juga berimbas naik. Dampak ini terjadi dikarenakan, *yield* obligasi di pasar menjadi acuan suku bunga, maka kondisi *yield* yang tinggi ini akan merugikan PLN maupun pemerintah manakala obligasi baru akan diterbitkan.



(Sumber : Hamdani,2011,p.45)

**Grafik 2.2**  
**Yield Curve Obligasi PLN**

## 2.4 Jenis-Jenis Obligasi

Bila dikelompokkan berdasarkan kupon obligasi, jenis dari obligasi terbagi menjadi dua (Manurung, 2008) yaitu Obligasi dengan kupon tetap (*fixed coupon*) dan obligasi dengan kupon mengambang (*floating coupon*). Obligasi dengan kupon tetap adalah obligasi yang dari awal sampai akhir waktu obligasi tersebut memiliki persentase kupon yang tetap. Sementara itu obligasi dengan kupon mengambang adalah obligasi yang kuponnya ditentukan dengan tingkat bunga tertentu dan berubah-ubah sesuai waktu sesuai dengan

perkembangan tingkat suku bunga patokannya. Biasanya kupon obligasi ini akan ditentukan setiap enam bulan sekali dan patokannya adalah berdasarkan rata-rata tingkat suku bunga dari deposito di beberapa bank ditambahkan dengan premi dari obligasi tersebut yang besarnya tergantung dari *rating* obligasi tersebut. Jenis obligasi lainnya adalah obligasi yang tidak membayarkan kupon (*zero coupon bond*). Jenis obligasi ini mulai dari awal diterbitkan sampai akhir berlakunya tidak membayarkan kupon. Untuk menarik minat dari investor harga awal dari obligasi ini diberikan *discount* yang sesuai dengan harga pasar. Sehingga investor akan membeli jenis obligasi ini dengan harga yang lebih murah dari harga parnya dan pada saat akhir jatuh tempo investor akan mendapatkan pengembalian dananya pada harga *par*. Biasanya investor yang tertarik akan jenis obligasi ini adalah institusi pengelola dana pensiun. Pengelompokan lainnya adalah berdasarkan lembaga yang menerbitkan obligasi. Pada pengelompokan ini obligasi dibagi menjadi dua jenis (Manurung, 2008) yaitu obligasi pemerintah (pemerintah pusat atau pemerintah daerah) dan obligasi perusahaan (perusahaan swasta dan perusahaan pemerintah pusat maupun pemerintah daerah).

## 2.5 Peningkatan *Rating* Obligasi

*Rating* perusahaan diterbitkan oleh lembaga pemeringkat pinjaman (*rating agency*) yakni perusahaan yang kegiatan usahanya adalah menganalisis kekuatan bisnis dan posisi keuangan dari penerbit, yang hasilnya dinyatakan dalam hasil *rating*. Setiap lembaga *rating* mengkodekan hasil *rating* dengan cara yang berbeda. Namun prinsip yang dipakai secara umum sama, menurut Hamdani (2011) yakni mengklasifikasikan instrument hutang ke dalam beberapa tingkat (*rating*), mulai dari sangat istimewa, s.d gagal bayar. Lembaga *rating* juga membagi instrument menjadi dua kelompok besar yakni *investment grade* dan *junk (high yield)*. Saat ini terdapat dua perusahaan pemeringkat efek di Indonesia, yaitu PT. Pefindo dan PT. Fich Credit *Rating* Indonesia. Sementara itu, perusahaan pemeringkat efek di tingkat internasional yang utama adalah : Standard & Poor's, Moody's Credit *Rating* dan Fich Credit *Rating*. *Rating* yang berkualitas akan menurunkan profil risiko obligasi yang selanjutnya diterjemahkan investor menjadi kesediaan untuk membelinya meskipun pada tingkat kupon yang lebih rendah. Tingkat premi yang ditambahkan ke total kupon obligasi berdasarkan pemeringkatan ini dimana semakin baik *rating* dari perusahaan maka premi yang diberikan

dapat semakin kecil. Selain dari *rating* perusahaan tersebut juga ikut dilihat *country risk premium* (Damodaran, 2002) dari Negara asal perusahaan yang menerbitkan obligasi.

**Tabel 2.1 Level Pemingkatan**

Agency Rating	Investment Grade				Junk (High Yield)		
Moody's	Aaa	Aa	A	Baa	B	Caa	C
S & P's, Fitch	AAA	AA	A	BBB	B	CCC	D

(Sumber : wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Rabu 9 Mei 2012 19:15 WIB)

## 2.6 Risiko Dalam Obligasi

Dalam setiap pilihan investasi pastilah ditemukan unsur risiko yang akan berbanding lurus dengan ekspektasi dari tingkat hasil yang ingin didapatkan. Hal ini sering diungkapkan dengan *high risk high return, low risk low return, no risk no return*. Dalam instrument obligasi risiko-risiko yang akan ditemui adalah sebagai berikut (Manurung, 2008):

- Interest Rate Risk*, yaitu risiko yang akan timbul akibat pergerakan suku bunga dipasar yang akan berpengaruh terhadap meningkatnya atau menurunnya harga dari suatu obligasi. Jenis risiko ini seringkali dikenal dengan istilah *market risk*. Hal ini pulalah yang menjadi risiko utama yang dihadapi oleh investor obligasi.
- Default Risk*, yaitu risiko yang dihadapi oleh investor dikarenakan penerbit dari obligasi tersebut tidak dapat memenuhi janjinya untuk membayarkan baik kupon maupun pokok dari obligasi yang diterbitkan. Atas pertimbangan inilah maka diberikan peringkat terhadap masing-masing obligasi.
- Liquidity Risk*, yaitu risiko yang dihadapi investor ketika investor tersebut ingin mencairkan atau menjual obligasi tersebut dipasar sebelum batas akhir jatuh tempo obligasi tersebut berakhir. Tingkat likuiditas ini dapat dilihat dengan besarnya transaksi jual atau beli dari suatu obligasi di pasar.

- d. *Reinvestment Risk*, yaitu risiko yang harus dihadapi investor pemegang obligasi yang mendapatkan kupon. Saat menerima kupon tersebut maka pemilik obligasi dihadapkan dengan risiko tidak dapat melakukan *reinvestment* untuk mendapatkan tingkat bunga yang sama dengan kupon.
- e. *Call Risk*, yaitu risiko yang dihadapi hanya untuk pemegang obligasi yang memberikan hak kepada penerbit obligasi membeli (*call*) atas obligasi tersebut. Hal ini dilakukan oleh penerbit saat suku bunga dipasar turun dibawah dari kupon obligasi yang diterbitkan.
- f. *Inflation Risk*, yaitu risiko yang dihadapi investor berkenaan dengan inflasi yang terjadi disuatu periode. Inflasi ini akan merubah kemampuan nilai dari uang untuk melakukan pembelian. Biasanya dengan meningkatnya nilai inflasi ini akan menyebabkan suku bunga ikut merangkak naik sehingga akan berdampak pada penurunan harga dari obligasi yang dibeli investor.
- g. *Exchange Risk*, yaitu risiko yang dihadapi oleh investor akibat perubahan nilai tukar uang dari suatu periode. Risiko ini dihadapi oleh investor yang mengambil obligasi yang berdenominasi valuta asing.

Dari berbagai risiko yang telah dijelaskan diatas dapat dilihat bahwa setiap obligasi yang dipegang oleh investor memiliki risiko yang unsur risiko yang dikandungnya berbeda-beda tergantung dari jenis obligasi yang diambil. Bahkan obligasi pemerintah atau Negara yang boleh dikatakan paling amanpun tidak lepas dari risiko. Pada obligasi Negara atau pemerintah yang hilangnya hanya *default risk*.

## 2.7 Perhitungan Obligasi

Harga pasar obligasi adalah nilai saat ini (*present value*) dari sejumlah uang yang akan diterima oleh *bondholder* berupa pembayaran bunga dan pengembalian nominal obligasi pada akhir periode. Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai obligasi adalah *face value*, tingkat bunga kupon obligasi, *discount rate*, dan tenor. Walaupun masing-masing faktor mempunyai mekanisme yang berbeda-beda dalam mempengaruhi harga pasar obligasi, namun pada dasarnya mekanisme tersebut tetap melalui hukum pasar yakni hasil dinamika

antara permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*). Rumus untuk harga obligasi adalah Fabozzi (2000):

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{M_n}{(1+r)^t} \quad (2.1)$$

$P_0$  = Harga obligasi

$C_t$  = Kupon obligasi pada periode  $t$

$M_n$  = Nilai obligasi pada saat jatuh tempo

$r$  = Tingkat *yield* yang diharapkan

$t$  = 1,2,...,n

Menurut Bodie (2005) *Face Value* adalah besarnya nominal obligasi yang terhutang dan wajib dibayarkan kembali kepada *bondholder* pada saat jatuh tempo. Misalnya, perusahaan menerbitkan obligasi dengan *face value* Rp 1 trilyun dengan satuan Rp 1 juta. Pembeli (investor) hanya dapat membeli dalam kelipatan Rp 1 juta sampai dengan total penerbitan Rp 1 trilyun tercapai. *Face value* mempengaruhi harga obligasi melalui persepsi calon investor terhadap likuiditas jual beli obligasi di pasar sekunder. Terdapat konvensi (hal-hal maupun praktek yang diterima umum) di pasar yang membedakan nilai nominal suatu penerbitan saham berdasarkan standar *benchmark size*. Untuk obligasi internasional, *benchmark size* adalah USD\$ 500 juta ke atas. Obligasi yang tergolong *benchmark size* akan dianggap memiliki risiko ketidaklikuidan (*illiquidity*) pasar sekunder yang rendah sehingga menarik bagi investor yang membeli obligasi dengan motif jual beli (*trader*), dan menaikkan permintaan. Sebaliknya, obligasi yang tidak tergolong *benchmark size* akan “dijauhi” kelompok investor *trader*, sehingga menekan permintaan. Oleh karenanya, harga pasar perdana obligasi dengan *benchmark size* kemungkinan akan “lebih menguntungkan” penerbit obligasi. Meskipun demikian, seberapa besar pengaruh *benchmark size* obligasi terhadap kenaikan harga pasar perdananya sulit untuk dihitung secara pasti karena harga pasar adalah hasil dari kombinasi begitu banyak faktor.

Tingkat bunga (*coupon* atau kupon) obligasi adalah jumlah beban bunga sebagai persentase dari nilai nominal yang akan dibayarkan secara berkala, baik itu bulanan, triwulanan, semesteran, atau tahunan, kepada *bondholder*. Menurut Bodie (2005) kupon

mempengaruhi harga pasar obligasi melalui suatu proses perbandingan dengan tingkat bunga pasar yang dapat diperbandingkan (*comparable market rate*). *Comparable market rate* adalah suatu tingkat bunga pasar yang telah memperhitungkan berbagai faktor sedemikian rupa sehingga berbagai angka yang ada dipasar disesuaikan menjadi suatu kisaran tertentu yang dapat diperbandingkan. Proses ini termasuk mengambil tingkat bunga acuan seperti SBI, SUN (Rupiah), dan *US Treasury* (USD), untuk menentukan *spread* atas tingkat bunga acuan berdasarkan *rating* perusahaan, serta melakukan *benchmarking* dengan hasil-hasil transaksi sepadan (*peer transaction*) yang belum lama dilakukan. Untuk penawaran perdana, perusahaan akan dihadapkan pada situasi antara menurunkan kupon serendah mungkin dengan kemungkinan tidak terserapnya penawaran oleh investor (*undersubscribed*) akibat kupon yang terlalu rendah. Koreksi pasar atas kupon yang lebih rendah dibandingkan pasar akan menyebabkan penurunan harga pasar obligasi (*price at discount*). Sebaliknya, penawaran dengan kupon yang lebih tinggi daripada tingkat bunga pasar akan “diserbu” investor, meningkatkan permintaan, dan mendorong harga obligasi ke atas (*price at premium*).

*Discount rate* menggambarkan tingkat imbal hasil (*yield*) yang diharapkan oleh investor dari investasi yang tersedia di pasar pada instrument sejenis dan setingkat dengan obligasi yang bersangkutan; sama dengan konsep *opportunity cost* bagi investor. Menurut Hamdani (2011) Penyesuaian yang dilakukan oleh pasar adalah dengan melakukan penilaian kembali harga pasar obligasi. *Yield* obligasi adalah sebuah hasil matematis yang menghubungkan harga pasar obligasi, nilai nominal, kupon (jumlah dan frekuensi pembayarannya) pada suatu saat tertentu. Jika harga pasar sama dengan nilai nominal maka *yield* sama dengan kupon; jika harga pasar lebih tinggi maka *yield* lebih rendah dari kupon. Pergerakan *yield* obligasi di pasar inilah yang kemudian mempengaruhi harga pasar obligasi lainnya. *Yield* adalah ukuran yang dipakai investor untuk membandingkan pilihan-pilihan investasi pada berbagai obligasi di pasar. Tenor adalah jangka waktu sejak penerimaan uang (*proceed*) dari *bondholder* sampai dengan penerbit berkewajiban membayar kembali nominal obligasi pada saat jatuh tempo. Lebih panjang tenor dari suatu obligasi, maka tingkat kuponnya juga cenderung lebih tinggi. Hal ini logis karena waktu yang lebih lama merupakan suatu tambahan ketidakpastian (risiko), dan setiap risiko ada harganya. Dari sisi penerbit, waktu pelunasan yang lebih lama memberi tambahan kesempatan pemanfaatan

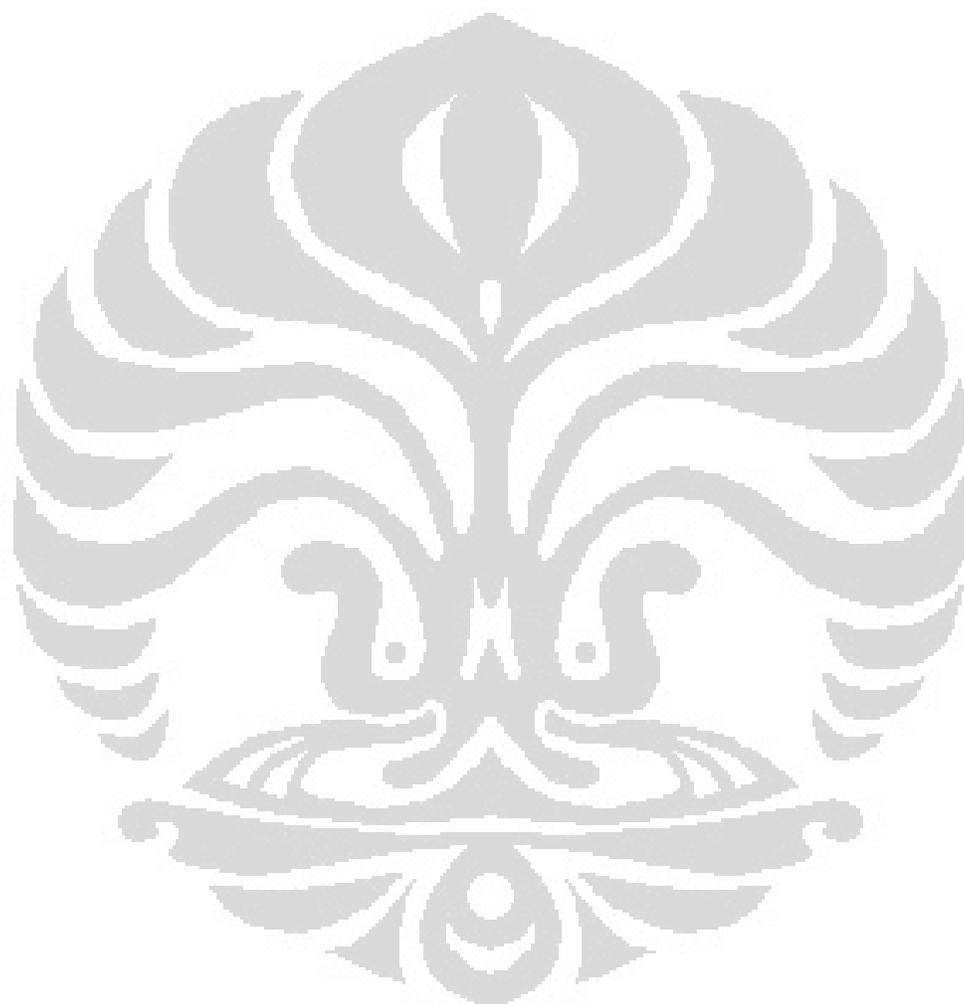
dana secara produktif sehingga secara ekonomis akan dapat menerima beban pinjaman yang lebih tinggi.

## 2.8 Estimasi Kurva *Yield*

Dalam mengestimasi kurva *yield* ada banyak metode yang berkembang untuk mengestimasi kurva *yield*. Namun dari sekian banyak metode yang berkembang, hanya ada tiga metode yang paling sering dipergunakan, yaitu metode sederhana, metode *bootstrapping* dan metode *spline polynomial/exponential*. Metode sederhana merupakan metode coba-coba dengan memplotkan maturitas obligasi dengan *yield*-nya. Kurva *yield* harus dibuat sehalus mungkin dengan acuan bahwa semakin lama maturitasnya maka semakin tinggi *yield*-nya. Bila terdapat obligasi yang sama maturitasnya dengan *yield* yang berbeda maka dipilih obligasi yang *yield*-nya lebih tinggi dari *yield* yang memiliki maturitas lebih rendah dan juga *yield*-nya lebih rendah dari obligasi yang maturitasnya lebih lama. Rata-rata *yield* dari obligasi yang maturitasnya sama juga dapat dipergunakan dengan kembali *yield* tersebut harus lebih rendah dari *yield* yang maturitas yang lebih lama dan *yield*-nya lebih tinggi dari obligasi yang maturitasnya lebih kecil. Metode sederhana ini masih kurang dipercaya karena belum diuji kebenarannya. Para praktisi menggunakan metode ini karena dianggap paling sederhana dan umumnya dapat diterima karena bisa menggambarkan *yield*.

Metode *spline kubik* merupakan metode yang sangat populer untuk para praktisi yang mengelola Portofolio obligasi. Metode *spline kubik* diperkenalkan oleh McCulloch (1971) untuk aplikasi struktur tingkat bunga. Pada tahun 1971 diperkenalkan *quadratic polynomial splines* kemudian pada tahun 1975 diperkenalkan *spline polynomial cubic*. Metode ini membagi struktur tingkat bunga menjadi beberapa segmen dengan menggunakan sejumlah titik yang dikenal dengan *knot points*. Fungsi yang berbeda dari kelompok yang sama dicocokkan ke segmen struktur tingkat bunga tersebut.

Metode *bootstrapping* merupakan sebuah metode yang sangat sering dipergunakan oleh praktisi karena sangat mudah menggunakannya. Adapun metode ini melakukan iterasi dari obligasi yang berkupon nol sampai yang paling panjang. Obligasi sebagai sumber pembuatan kurva *yield* harus ada untuk semua periode dan tidak bisa ada yang bolong selama periode tersebut. Jika memungkinkan, obligasi yang dibuat menjadi dasar untuk metode ini harus sudah kelihatan *smooth*nya supaya hasil yang diperoleh menjadi bagus.



## BAB III

### GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

#### 3.1 Overview PT. PLN (Persero)

Dalam overview ini membahas tentang sejarah singkat PT.PLN (Persero), perkembangan PT. PLN (Persero), Profil Perusahaan mencakup visi dan misi, struktur perusahaan mencakup unit bisnis PLN dan sebaran tiap unit usaha termasuk anak perusahaan PT. PLN (Persero), serta struktur organisasi PT. PLN (Persero).

##### 3.1.1 Sejarah Singkat PT. PLN (Persero)

Dalam Hamdani (2011) dijelaskan sejarah perusahaan listrik telah ada sejak zaman Hindia Belanda dan diatur dalam Ordinansi tanggal 13 September 1890 tentang pemasangan dan penggunaan saluran penerangan listrik dan pemindahan tenaga listrik di Indonesia yang dimuat dalam Staatsblad tahun 1900 No.190, terakhir diubah dengan Ordonansi tanggal 8 Februari 1934 No. 43, dengan terbentuknya perusahaan-perusahaan listrik swasta. Setelah tanggal 17 Agustus 1945, berdasarkan Peraturan Pemerintah RI 1945 No. 1 sampai dengan tanggal 27 Oktober 1945 bahwa perusahaan-perusahaan listrik swasta dan gas bekas Hindia Belanda dan swasta dikuasai bangsa Indonesia disebut Jawatan Listrik dan Gas dan dimasukkan ke Departemen Pekerjaan Umum.

Pada tahun 1961, melalui Peraturan Pemerintah No.67 tahun 1961 (Lembaran Negara No. 88, tahun 1961) didirikan Perusahaan Listrik Negara, Gas dan Kokas yang dikelola Badan Pimpinan Umum Perusahaan Listrik Negara (BPU-PLN). BPU-PLN dibubarkan dengan Peraturan Pemerintah No. 19 tahun 1965 tanggal 13 Mei 1965, dan bersamaan dengan itu didirikan Perusahaan Listrik Negara, disingkat PLN dan Perusahaan Gas Negara, disingkat PGN dengan peraturan pemerintah no.19 tahun 1965. Dengan peraturan pemerintah No. 18 tahun 1972 (lembaran Negara No.25 tahun 1972), Perusahaan Listrik Negara ditegaskan statusnya menjadi suatu Perusahaan Umum (Perum).

### 3.1.2 Perkembangan PT. PLN (Persero)

Berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 23 tahun 1994 tanggal 16 Juni 1994 (lembaran Negara no.34, tahun 1994) maka Perusahaan Umum (Perum) Listrik Negara dialihkan menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) dengan tujuan untuk meningkatkan efisiensi dan efektivitas usaha penyediaan tenaga listrik. Pada tanggal 30 Juli 1994 berdasarkan akta perseroan terbatas No. 169, dihadapan notaris Sutjipto, S.H, PT. PLN (Persero) didirikan disertai dengan Surat Keputusan Menteri Kehakiman No. C2.11.519 ht.01.01-Th94 tanggal 1 Agustus 1994. Dalam perihal kekayaan Negara, maka ada pengaturan dimana Modal Perseroan dikurangi Modal Ditempatkan, hal ini terkait dengan pengaturan pembentukan unit bisnis dan anak perusahaan. Perubahan status atas kekayaan Negara dalam hal ini menjadi Rp 4.325.800.000.000,- dari hasil Modal Perseroan sebesar Rp 17.325.800.000.000 dikurangi Modal ditempatkan sebesar Rp 13.000.000.000.000,-

**Tabel 3.1 Laporan Modal Pemerintah Di Dalam Perseroan**

Keterangan	Jumlah Saham (Lembar)	Jumlah Saham (Nilai par Rp 1.000.000,-)		Jumlah Nilai Nominal (Rupiah)	Persentase (%)
		Prioritas	Biasa		
A. Modal Dasar	63,000,000	-	63,000,000	63,000,000,000,000	
B. Modal Ditempatkan dan Disetor Penuh					
Pemerintah Republik Indonesia	46,107,154		46,107,154	46,107,154,000,000	100
Jumlah Modal Ditempatkan dan Disetor Penuh	46,107,154		46,107,154	46,107,154,000,000	100
C. Saham Dalam Portepel	16,892,846		16,892,846	16,892,846,000,000	

(Sumber: Surat Keputusan Menteri Kehakiman,1994)

### 3.1.3 Profil Perusahaan

Visi dari PT. PLN (Persero) adalah diakui sebagai perusahaan kelas dunia yang bertumbuh kembang, unggul dan terpercaya dengan bertumpu pada potensi insan.

Sementara itu misi dari PT. PLN (Persero) adalah :

1. Menjalankan bisnis kelistrikan dan bidang lain yang terkait, berorientasi pada kepuasan pelanggan, anggota perusahaan dan pemegang saham
2. Menjadikan tenaga listrik sebagai media untuk meningkatkan kualitas kehidupan masyarakat
3. Mengupayakan agar tenaga listrik menjadi pendorong kegiatan ekonomi

#### 4. Menjalankan kegiatan usaha yang berwawasan lingkungan

Moto dari PT. PLN (Persero) sendiri adalah: Listrik untuk kehidupan yang lebih baik

Dalam perkembangannya PT. PLN (Persero) terkait dengan sejarah pendiriannya yang dimulai pada akhir abad ke-19. Perkembangan ketenagalistrikan menurut Widjaja dan Jono (2010) di Indonesia mulai ditingkatkan saat beberapa perusahaan Belanda yang bergerak di bidang pabrik gula dan pabrik the mendirikan pembangkit listrik untuk keperluan sendiri. Antara tahun 1942-1945 terjadi peralihan pengelolaan perusahaan-perusahaan Belanda tersebut oleh Jepang, setelah Belanda menyerah kepada pasukan tentara Jepang di awal perang dunia II.

Proses peralihan kekuasaan kembali terjadi di akhir Perang Dunia II pada Agustus 1945, saat Jepang menyerah kepada sekutu. Kesempatan ini dimanfaatkan oleh para pemuda dan buruh listrik melalui delegasi buruh/pegawai listrik dan gas yang bersama-sama dengan pimpinan KNI Pusat berinisiatif menghadap Presiden Soekarno untuk menyerahkan perusahaan-perusahaan tersebut kepada Pemerintah Republik Indonesia. Pada 27 Oktober 1945, Presiden Soekarno membentuk Jawatan Listrik dan Gas dibawah Departemen Pekerjaan Umum dan Tenaga dengan kapasitas pembangkit tenaga listrik sebesar 157,5 MW.

Pada tanggal 1 Januari 1961, Jawatan Listrik dan Gas diubah menjadi BPU-PLN (Badan Pimpinan Umum Perusahaan Listrik Negara) yang bergerak dibidang listrik, gas, dan kokas yang dibubarkan pada tanggal 1 Januari 1965. Pada saat yang sama, dua perusahaan Negara yaitu Perusahaan Listrik Negara (PLN) sebagai pengelola tenaga listrik milik Negara dan Perusahaan Gas Negara (PGN) sebagai pengelola gas diresmikan.

Pada tahun 1972, sesuai dengan Peraturan Pemerintah no. 17, status Perusahaan Listrik Negara (PLN) ditetapkan sebagai Perusahaan Umum Listrik Negara dan sebagai Pemegang Kuasa Usaha Ketenagalistrikan (PKUK) dengan tugas menyediakan tenaga listrik bagi kepentingan umum. Seiring dengan kebijakan Pemerintah yang memberikan kesempatan kepada sector swasta untuk bergerak dalam bisnis penyediaan listrik, maka sejak tahun 1994 status PLN beralih dari Perusahaan Umum menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) dan juga sebagai PKUK dalam menyediakan listrik bagi kepentingan umum hingga sekarang.

### 3.1.4. Struktur Perusahaan

Dalam Undang-Undang no. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, mengatur tentang adanya pemisahan antara Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Dalam Undang-Undang ini juga diatur mengenai tidak diperkenankan adanya rangkap jabatan antara dua posisi Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Dalam Struktur Perusahaan juga diatur mengenai unit bisnis PLN yang tersebar di Indonesia, anak perusahaan dari PT. PLN (Persero), hingga bidang usaha dari tiap-tiap anak perusahaan.

**Tabel 3.2 Unit Bisnis & Anak Perusahaan PT.PLN (Persero)**

<b>Unit Bisnis PLN Tersebar di Indonesia</b>	
<b>UNIT BISNIS</b>	<b>UNIT BISNIS</b>
PLN Wilayah Nanggroe Aceh Darussalam	PLN Proyek Induk Pembangkit dan Jaringan Sumatera Utara dan Aceh
PLN Wilayah Sumatera Utara	PLN Proyek Induk Pembangkit dan Jaringan Jawa, Bali dan Nusa Tenggara
PLN Wilayah Sumatera Barat	PLN Proyek Induk Pembangkit dan Jaringan Sumatera Selatan-Sumatera Barat
PLN Wilayah Riau dan Kepulauan Riau	PLN Proyek Induk Pembangkit dan Jaringan Kalimantan
PLN Wilayah Lampung	PLN Proyek Induk Pembangkit dan Jaringan Sulawesi
PLN Wilayah Sumatera Selatan, Jambi, Bengkulu	PLN Pembangkitan Sumatera Bagian Utara
PLN Wilayah Bangka Belitung	PLN Pembangkitan Sumatera Bagian Selatan
PLN Wilayah Kalimantan Barat	PLN Pembangkitan Muara Tawar
PLN Wilayah Kalimantan Timur	PLN Pembangkitan Tanjung Jati B
PLN Wilayah Kalimantan Selatan & Tengah	PLN Pembangkitan Cilegon
PLN Wilayah Nusa Tenggara Timur	PLN Penyaluran & Pusat Pengatur Beban Jawa Bali

**Tabel 3.2 Unit Bisnis & Anak Perusahaan PT.PLN (Persero)**

(Lanjutan)

PLN Wilayah Maluku & Maluku Utara	PLN Penyaluran & Pusat Pengatur Beban Sumatra
PLN Wilayah Nusa Tenggara Barat	PLN Jasa Pendidikan dan Pelatihan
PLN Wilayah Papua & Papua Barat	PLN Jasa Enjiniring
PLN Wilayah Sulawesi Selatan, Tenggara & Barat	PLN Jasa dan Produksi
PLN Wilayah Sulawesi Utara, Tengah & Gorontalo	PLN Penelitian dan Pengembangan
PLN Distribusi Jakarta Raya dan Tangerang	PLN Jasa Manajemen Konstruksi
PLN Distribusi Jawa Barat dan Banten	PLN Jasa Sertifikasi
PLN Distribusi Jawa Tengah, DI Yogyakarta, dan Jawa Timur	PLN Distribusi Bali
<b>Anak Perusahaan PT. PLN (Persero) dan Bidang Usahanya</b>	
PT Indonesia Power (PT IP)	Pembangkitan tenaga listrik dan usaha lain yang terkait
PT Pembangkitan Jawa Bali (PT PJB)	Pembangkitan tenaga listrik dan usaha lain yang terkait
PT Pelayanan Listrik Nasional Batam (PT PLN Batam)	Penyediaan tenaga listrik bagi kepentingan umum di Pulau Batam
PT Indonesia Comnets Plus (PT ICON+)	Telekomunikasi
PT Prima Layanan Nasional Enjiniring (PT PLN Enjiniring)	Konsultan enjiniring
PT Perusahaan Listrik Nasional Tarakan (PT PLN Tarakan)	Penyediaan tenaga listrik bagi kepentingan umum di Pulau Tarakan
PT PLN Batu Bara	Penyedia batubara bagi PLTU PLN
PT PLN Geothermal	Penyediaan tenaga listrik terbarukan melalui pengembangan dan pengoperasian

Tabel 3.2 Unit Bisnis &amp; Anak Perusahaan PT.PLN (Persero)

(Lanjutan)

PT Geo Dipa (PT GDE)	Penyediaan tenaga listrik melalui pengoperasian Pembangkit Tenaga Listrik Panas Bumi
Majapahit Holding BV	Keuangan
PT Pelayaran Bahtera Adhiguna	<i>Cogeneration, distributed generation</i> dan jasa, <i>operation &amp; maintenance</i> Operasi dan pemeliharaan pembangkit <i>Trading</i> dan jasa transportasi batu bara Penyediaan listrik dari produksi PLTU Lati di Berau, Kaltim

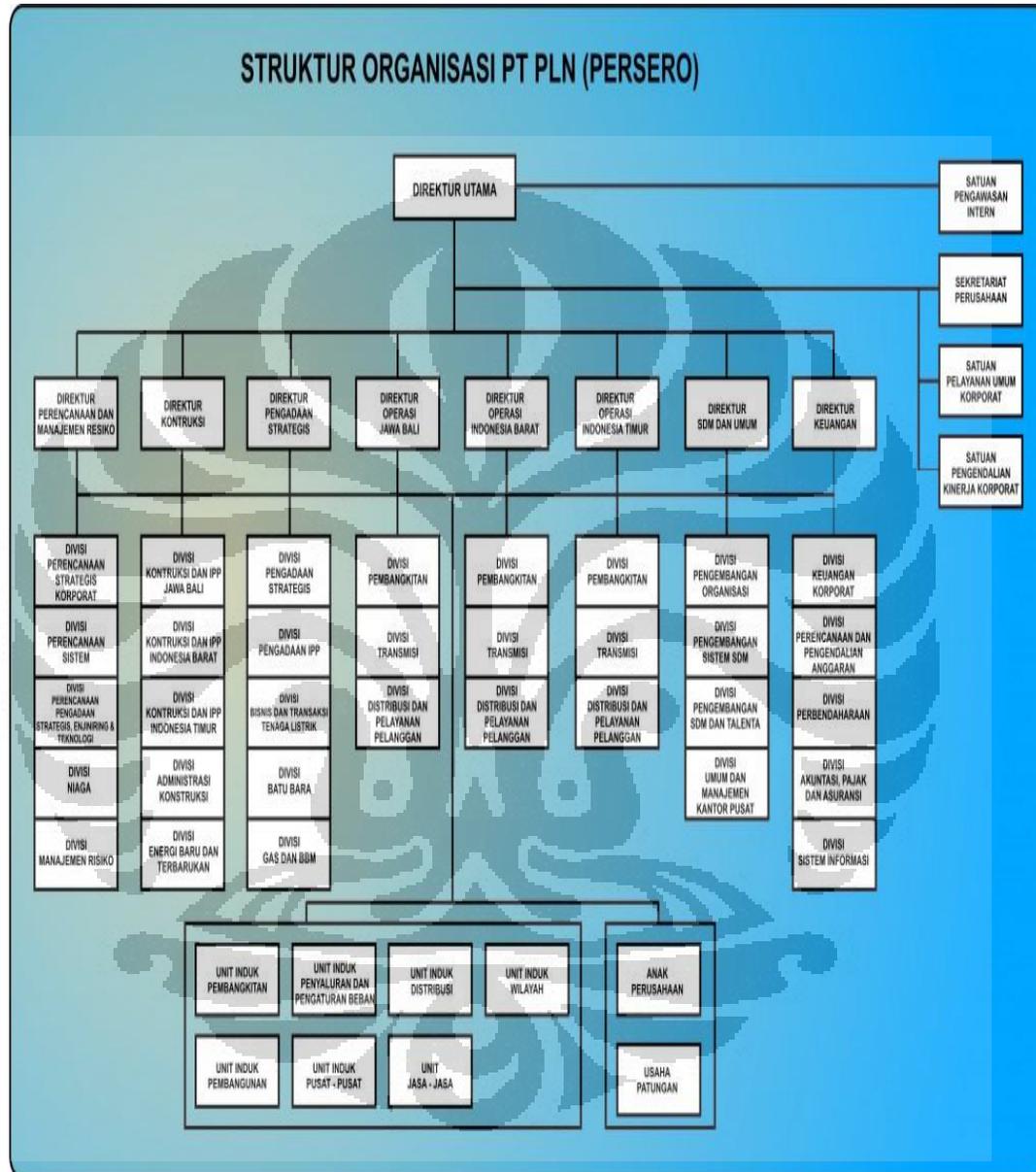
(Sumber: [www.pln.co.id/unitbisnis](http://www.pln.co.id/unitbisnis), Rabu 9 Mei 2012 11:46 WIB)

Unit-unit penunjang dalam hal ini berfungsi untuk membantu pelaksanaan tugas-tugas PLN secara khusus dan lebih terorganisasi. Adapun unit-unit penunjang antara lain:

1. PT. PLN (Persero) Jasa Pendidikan dan Pelatihan (PLN JASDIK), menyelenggarakan berbagai pendidikan dan pelatihan di bidang teknik, manajemen, keuangan, administrasi umum untuk intern PLN maupun di luar PLN di 14 lokasi yang tersebar di Indonesia.
2. PT. PLN (Persero) Jasa Enjiniring (PLN Jaseng) memiliki banyak tenaga ahli yang sangat berpengalaman di berbagai bidang teknologi serta berpengalaman bekerja sama dengan banyak konsultan internasional.
3. PT. PLN (Persero) Jasa Manajemen Konstruksi, didukung oleh tenaga-tenaga ahli berpengalaman di bidang manajerial suatu proyek konstruksi secara profesional hingga mampu memberikan kontribusi maksimal bagi terselenggaranya proses konstruksi tersebut, mulai dari pelaksanaan administrasi, kontrak hingga penjadwalan pengerjaan proyek.
4. PT. PLN (Persero) Jasa Penelitian dan Pengembangan Ketenagalistrikan, unit penunjang yang melaksanakan penelitian dan pengembangan pembangkitan, penyaluran serta layanan teknik dan manajemen ketenagalistrikan melalui sistem teknologi informasi, riset laboratorium, serta penetapan standarisasi tertentu bagi segala aspek ketenagalistrikan tersebut.

5. PT. PLN (Persero) Jasa Sertifikasi, memberikan kontribusi dalam penetapan standarisasi produk dan sistem manajemen mutu, kelaikan dan instalasi ketenagalistrikan.

Adapun struktur organisasi dari PT. PLN (Persero) adalah sebagai berikut:



Sumber: [www.pln.co.id/strukturorganisasi/](http://www.pln.co.id/strukturorganisasi/) Rabu, 9 Mei 2012 19:30 WIB

**Gambar 3.1 Struktur Organisasi PT. PLN (Persero)**

### 3.2 Proses Penerbitan Obligasi di PT. PLN (Persero)

Dalam pembahasan tentang proses penerbitan obligasi yang diterapkan oleh PT. PLN (Persero) membahas tentang pihak-pihak dalam pengadaan jasa lembaga penunjang obligasi, proses persiapan penerbitan obligasi, dan proses pelaksanaan obligasi itu sendiri.

#### 3.2.1 Pengadaan Jasa Lembaga Penunjang Obligasi

Proses pengadaan jasa lembaga penunjang emisi obligasi bertujuan untuk memilih lembaga penunjang emisi obligasi yang akan membantu PLN dalam proses penerbitan obligasi, sesuai dengan jenis obligasi yang akan diterbitkan. Untuk obligasi domestic dibutuhkan lembaga penunjang emisi yang didasarkan pada ketentuan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), sementara untuk obligasi internasional mengacu pada ketentuan yang berlaku dimana obligasi tersebut didaftarkan. Proses ini dimulai dengan Direksi PLN membentuk Panitia Pengadaan Lembaga Jasa Penunjang Emisi Obligasi (“Panitia”) dengan keputusan Direksi PLN. Panitia ini bertugas melakukan segala persiapan, proses seleksi, dan pengadministrasian semua dokumen pengadaan berdasarkan Pedoman Pengadaan Barang & Jasa di lingkungan PT PLN (Persero).

Lembaga penunjang emisi obligasi yang akan membantu PLN dalam proses penerbitan obligasi menurut Hamdani (2011) adalah sebagai berikut:

a. Penjamin emisi (*underwriter*)

Penjamin emisi adalah perusahaan sekuritas atau *investment bank* yang telah mendapatkan izin dari BAPEPAM-LK untuk menjadi penjamin penerbitan dalam penerbitan surat-surat berharga (baik surat berharga hutang – *debt securities* maupun ekuitas – *equity securities*) dari perusahaan Indonesia, yang akan diperdagangkan di bursa dalam maupun luar negeri. Dalam setiap penerbitan obligasi, penjamin emisi membantu penerbit dalam proses penyusunan prospektus (*offering circular*), termasuk di dalamnya *due diligence* dan penyiapan laporan keuangan maupun informasi operasional yang akan dipublikasikan dalam prospektus.

b. Kantor Akuntan Publik (KAP)

Kantor Akuntan Publik (KAP) adalah lembaga pendukung emisi obligasi yang bertugas melakukan *general audit* terhadap Laporan Keuangan PLN untuk periode yang akan digunakan sebagai basis dalam penerbitan obligasi dan akan dituangkan ke dalam prospektus. Untuk obligasi dalam negeri, masa berlaku dari suatu Laporan Keuangan yang sudah diaudit (*audited report*) adalah 180 hari sejak berakhirnya tahun buku, sementara untuk obligasi internasional masa berlakunya lebih pendek yakni 135 hari.

c. Konsultan Hukum (*Law Legal Advisor*)

Konsultan hukum adalah lembaga pendukung emisi obligasi yang bertugas membantu PLN dalam melakukan *due diligence* terhadap semua regulasi terkait dan perikatan perusahaan dan anak perusahaannya yang memiliki dampak material, termasuk didalamnya masalah hukum yang belum memiliki keputusan final yang melibatkan PLN dan atau anak perusahaannya. Konsultan hukum dalam negeri akan meriview semua aspek legal PLN dari sudut pandang hukum Indonesia, dan bersama-sama dengan konsultan hukum internasional akan melakukan *due diligence* dan memberikan *legal advice* untuk sinkronisasi hukum, agar penerbitan obligasi internasional memenuhi ketentuan hukum di negara yang hukumnya akan mengikat penerbitan obligasi internasional.

d. Konsultan Pajak (*Tax Advisor*)

Konsultan pajak dibutuhkan hanya untuk penerbitan obligasi internasional dengan tugas untuk memberikan pendapat pajak (*tax opinion*), yakni rekomendasi tentang struktur obligasi dan di Negara mana obligasi akan diterbitkan untuk mendapatkan efisiensi pajak yang paling optimal bagi penerbit. Dalam hal ini, PLN menggunakan Peraturan Pajak Belanda dalam menerbitkan empat kali global bond.

e. Wali Amanat (*Trustee*)

Wali amanat adalah lembaga pendukung emisi obligasi yang bertindak untuk dan atas nama *bondholder* berdasarkan ketentuan yang berlaku, baik perundang-undangan yang ditetapkan oleh Negara dimana obligasi diterbitkan maupun perikatan perdata yang dibuat sehubungan dengan penerbitan obligasi tersebut.

Wali amanat akan menerima dana hasil penjualan obligasi dari investor untuk selanjutnya dibayarkan kepada PLN

f. Kustodian

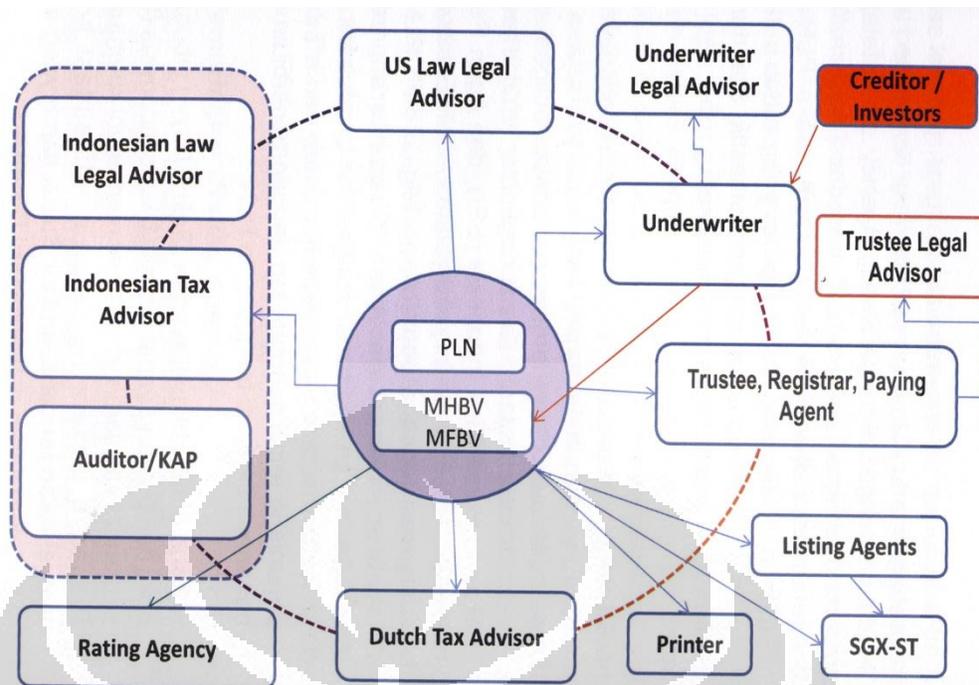
Pada saat PLN menerbitkan obligasi PLN I pada tahun 1992 sampai PLN VI tahun 1997, surat hutang (obligasi) betul-betul berupa kertas surat yang dicetak khusus dengan dilengkapi “tanda pengaman” sehingga sulit dipalsukan dan hanya bisa dibuat oleh Percetakan Uang RI (PERURI). Sejak emisi obligasi PLN VII tahun 2004, pengelolaan obligasi dalam negeri sudah dilakukan secara otomatis yang dilaksanakan oleh kustodian. Kustodian juga bertugas melakukan pencatatan kepemilikan obligasi. Fungsi Kustodian di Indonesia dimonopoli oleh PT Kustodian Surat efek Indonesia (KSEI) sehingga proses pengadaanya dapat dilakukan dengan penunjukan langsung sesuai dengan standar KSEI yang berlaku umum di pasar obligasi.

g. Lembaga Pemeringkat (*Rating Agency*)

*Rating Agency* adalah lembaga pendukung emisi obligasi yang melakukan *assessment* terhadap profil risiko PLN untuk menetapkan skala *credit rating* PLN pada saat penerbitan obligasi. Proses *assessment* ini meliputi pengujian terhadap *legal framework*, bisnis, operasi, investasi, dan kondisi keuangan PLN termasuk risiko pinjaman yang sudah ada. Pada tahap awal penerbitan obligasi, proses seleksi langsung sebagaimana halnya pengadaan jasa konsultan hukum dilakukan dalam pengadaan jasa *rating agency*. Akan tetapi, oleh karena rating obligasi yang sudah beredar juga senantiasa diupdate setiap tahun, maka PLN memilih untuk menunjuk langsung *rating agency* yang sudah terikat dengan PLN yakni PT. Pefindo untuk obligasi domestic, Standard & Poor’s dan Moody’s untuk obligasi Internasional.

h. Jasa Lainnya

Di samping jasa penunjang emisi obligasi sebagaimana disebutkan diatas, masih terdapat beberapa jenis jasa lainnya yang berpartisipasi dalam proses penerbitan obligasi di dalam negeri yakni Kantor Notaris, *Event Organizer* (EO), Percetakan, Media Masa, Bursa Efek Indonesia (BEI), dan Agen Pendaftaran.



(Sumber: Hamdani, 2011,p.29)

**Diagram 3.1 Hubungan PLN dan Lemabaga Penunjang**

### 3.2.2 Persiapan Penerbitan Obligasi

Pada tahap ini, *underwriter* mengkonsolidasikan fungsi dan peranan dari semua lembaga penunjang emisi bersama dengan Tim Asistensi yang dibentuk oleh PLN untuk mempersiapkan segala sesuatunya yang dibutuhkan untuk menerbitkan obligasi, baik pendokumentasian prospektus, pemenuhan terhadap regulasi internal PLN dan pasar modal, dan penjajakan pemasaran obligasi oleh *underwriter*. Proses persiapan penerbitan obligasi diawali dengan sebuah pertemuan besar antara semua lembaga penunjang emisi dengan PLN dalam sebuah *kick of meeting*. Kegiatan yang dilakukan pada tahap ini menurut Hamdani (2011) adalah sebagai berikut:

a. Penyusunan Prospektus (*Offering Circular*)

Prospektus merupakan dokumen formal yang dipersyaratkan untuk dibuat oleh calon emiten yang memuat segala informasi penting terkini tentang PLN, yang disusun mengikuti kaidah penyusunan prospektus yang diterbitkan regulator dimana obligasi akan diterbitkan. Semua hasil kerja lembaga penunjang obligasi akan dikoordinasikan oleh *underwriter* ke dalam prospektus.

b. *Senior Management Due Diligence*

*Senior Management Due Diligence* bertujuan untuk mendeskripsikan risiko perseroan secara jelas dalam prospektus, agar dapat dipahami dengan mudah oleh calon investor sehingga valuasi terhadap risiko perseroan menggambarkan kondisi yang sebenarnya. *Due diligence* diawali dengan wawancara yang dilakukan oleh lembaga penunjang emisi dengan jajaran Direksi untuk mengkonfirmasi dan mengklarifikasi kebijakan dan strategi perusahaan, *legal framework* PLN sebagai Perseroan Terbatas, organisasi dan manajemen, ruang lingkup usaha, kegiatan operasional, kondisi keuangan, perjanjian penting dan material, rencana kerja jangka pendek dan jangka panjang, termasuk tujuan menerbitkan obligasi, serta risiko perusahaan.

c. *General Audit*

Proses *general audit* terhadap Laporan Keuangan Perseroan merupakan aktivitas rutin yang berlangsung sepanjang tahun yang dilaksanakan oleh KAP yang ditunjuk oleh perseroan. Oleh karena itu, penugasan KAP untuk melakukan audit yang dibutuhkan untuk memenuhi standar penerbitan obligasi merupakan pekerjaan tambahan terhadap *general audit*.

d. *Pemeringkatan (Rating)*

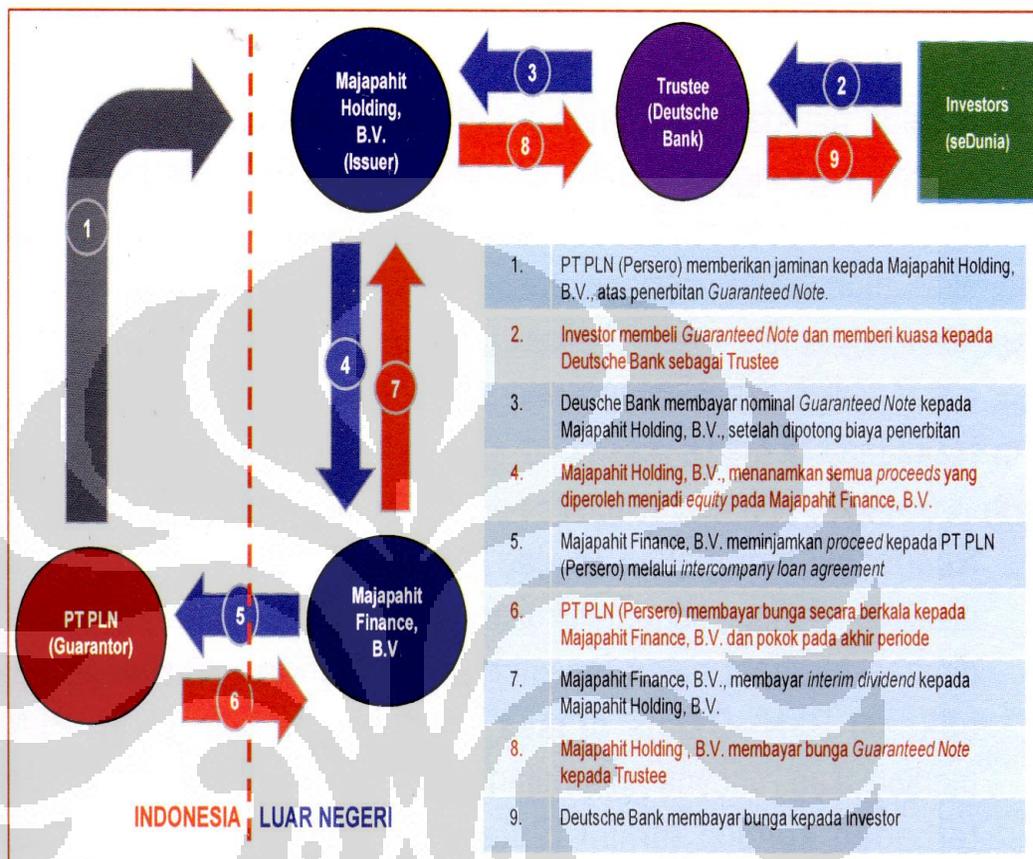
Proses pemeringkatan (*rating*) diawali dengan pengiriman *preliminary prospektus* kepada Lembaga Pemeringkat yang telah ditunjuk oleh perseroan, yang selanjutnya akan diikuti dengan presentasi oleh Direksi PLN dihadapan tim yang ditunjuk oleh lembaga pemeringkat. Sebagai informasi bahwa rating PLN per 2011 adalah :

- Standard and Poor's Rating Group (S&P's) BB
- Moody's Investor Service, Inc (Moody's) Ba1
- PT. Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo)  
Id AA + (Stable)/Id AA + (Stable) sy

e. *Pembentukan Special Purpose Vehicle (SPV)*

Dalam rangka penerbitan obligasi internasional, konsultan pajak melakukan review dan *assessment* terhadap semua ketentuan perpajakan Indonesia yang relevan dengan penerbitan obligasi internasional. Tujuannya adalah untuk membuat skema penerbitan obligasi dan menentukan Negara mana obligasi

internasional akan diterbitkan agar diperoleh biaya pajak yang paling efisien sementara perseroan tetap memenuhi (*comply with*) ketentuan perpajakan yang berlaku



(Sumber : Hamdani, 2011,p. 36)

### Diagram 3.2 Struktur Penerbitan Obligasi Internasional

#### 3.2.3 Pelaksanaan Penerbitan Obligasi

Proses ini merupakan proses paling penting dalam penerbitan obligasi karena dalam proses ini terjadi transaksi “jual-beli” yang merupakan inti dari tujuan penerbitan obligasi. Tugas *underwriter* adalah memastikan bahwa prospektus telah memenuhi persyaratan yang diatur oleh otoritas dimana obligasi akan diterbitkan. Tahapan berikutnya dalam Widjaja dan Jono (2010) yang akan ditempuh menuju eksekusi penjualan obligasi adalah:

a. *Pre-pricing bring down due diligence*

Kegiatan ini merupakan uji tuntas kepada Direksi PLN yang bertujuan untuk memastikan bahwa tidak ada lagi informasi material yang belum diketahui investor dari *due diligence* pertama, sampai saat dilakukannya *due diligence* kedua, menjelang penetapan harga obligasi.

b. *Public expose*

Tahapan ini merupakan deklarasi penawaran obligasi secara umum dengan struktur obligasi, nilai nominal obligasi per lembar, tenor dari masing-masing seri obligasi (*tranch*), rentang tingkat bunga kupon, dan total nilai obligasi yang ditargetkan sesuai dengan propektus. Tingkat bunga kupon lazimnya dicantumkan dalam kisaran *spread* tertentu diatas bunga acuan yang digunakan.

c. Pembentukan harga Obligasi (*book building*)

Dalam tahapan ini, permintaan investor disampaikan secara *electronic* melalui *underwriter*, dalam volume dan *spread* yang diharapkan diatas tingkat bunga acuan yang digunakan. *Spread* diatas tingkat bunga acuan yang diminta oleh investor bisa saja berada diatas penawaran PLN, misalnya 125-200 bps diatas SBI atau 225-350 bps diatas *U.S. Treasury Yield*.

d. Penetapan harga obligasi (*pricing*)

Berdasarkan data permintaan yang diterima, selanjutnya PLN akan memutuskan tingkat bunga obligasi yang akan dijual setelah melakukan negosiasi dengan *underwriter*. Proses ini penting mengingat terdapat kepentingan yang berlawanan antara PLN dengan calon investor.

e. Masa penawaran dan penjatahan

Jika tingkat bunga kupon telah ditetapkan, maka obligasi siap untuk dipasarkan kepada calon investor. Calon investor yang sebelumnya mengajukan permintaan kembali diminta untuk mengajukan permintaan terhadap obligasi dengan tingkat bunga kupon yang sudah ditetapkan. Permintaan dari calon investor dicatat dan di rekapitulasi oleh *underwriter* dan disampaikan kepada PLN untuk dijadikan dasar dalam penjatahan obligasi.

f. Kegiatan pasca penjatahan hingga pembayaran obligasi

Setelah penjatahan dilakukan, *proceed* yang dihasilkan dari penjualan obligasi tidak langsung masuk ke rekening PLN, akan tetapi dibutuhkan waktu maksimum

5 (lima) hari. Selama waktu lima hari ini, ada beberapa kegiatan yang dilakukan yaitu:

1. *Closing bringdown due diligence*

Pada tahapan ini *due diligence* dilakukan untuk memastikan bahwa tidak terdapat perubahan-perubahan yang material yang terjadi di PLN yang dapat mempengaruhi tingkat risiko dari obligasi yang diterbitkan.

2. Finalisasi dan pencetakan prospektus

Pada masa ini prospektus sudah dapat difinalisasi dengan melengkapi nilai kupon, tenor, dan besar nominal obligasi yang diterbitkan untuk selanjutnya dicetak dan didistribusikan kepada para pihak yang berkepentingan, yakni bursa efek, *underwriter*, wali amanat, *bondholder*, konsultan hukum, konsultan pajak, KAP, dan arsip PLN.

3. *Listing*

Setelah proses penjatahan dan penggandaan prospektus diselesaikan, maka *underwriter* berkewajiban mendaftarkan obligasi di BEI (untuk obligasi domestik) atau SGX (untuk obligasi internasional). Proses pendaftaran ini difasilitasi oleh agen pendaftaran (*register agent*). Sejak tanggal pendaftaran tersebut, maka secara resmi obligasi dapat diperdagangkan di lantai bursa.

4. Pembuatan *closing memorandum*

*Closing memorandum* merupakan “berita acara” penerbitan obligasi yang disiapkan oleh konsultan hukum yang memuat antara lain :

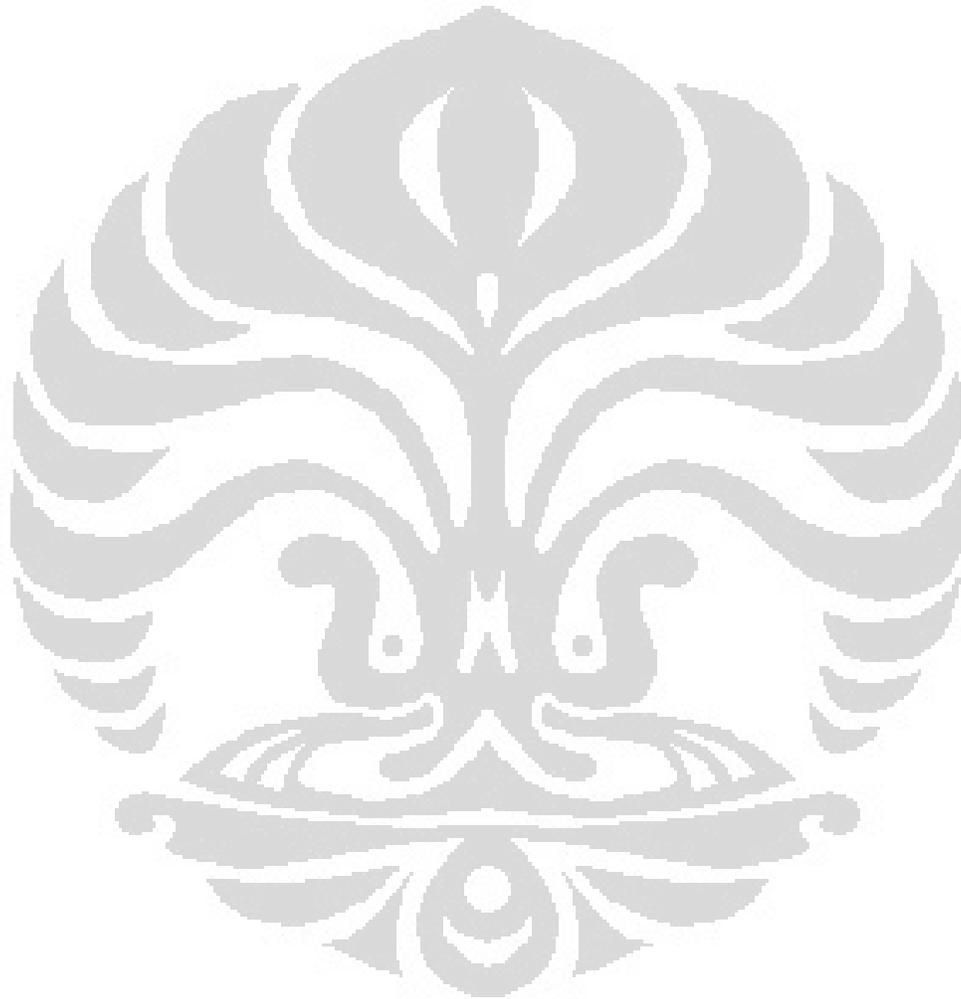
- Pihak-pihak yang terkait dengan proses penerbitan obligasi
- Urutan kegiatan yang dilakukan dalam proses penerbitan obligasi
- Dokumen-dokumen yang harus dikirim oleh masing-masing pihak yang terlibat dalam proses penerbitan obligasi internasional

5. Pembayaran dan pengiriman dana penerbitan ke rekening PLN

Selambat-lambatnya pada hari kelima setelah penjatahan, maka *underwriter* sudah memindahbukukan (transfer) semua *proceeds* yang diterima ke rekening PLN yang ditunjuk, setelah dikurangi dengan jasa *underwriter* dan pajak (jika ada). Mulai tanggal ini maka perhitungan bunga sudah mulai jalan.

## 6. Audit Penjataan

Khusus untuk kelengkapan syarat pendaftaran obligasi dalam negeri maka paling lambat 30 hari setelah tanggal penjataan maka issuer harus menyampaikan hasil audit proses penjataan kepada BAPEPAM. Proses audit ini dilakukan auditor independen yang khusus ditunjuk untuk pelaksanaan pekerjaan tersebut.



## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Efisiensi Pasar Obligasi

Dalam pembahasan selanjutnya akan dibahas terkait dengan pinjaman dalam pasar obligasi. Sebagaimana diketahui pinjaman obligasi berbeda dengan pinjaman perbankan (termasuk pinjaman dari lembaga keuangan bilateral dan multilateral). Menurut Hagin (2004), pinjaman perbankan diproses secara negosiasi, sementara itu pinjaman obligasi diperoleh melalui mekanisme pasar yang transparan. Proses ini dikenal dengan proses *bookbuilding* dimana akan menghasilkan harga yang wajar dari obligasi yang akan diterbitkan berdasarkan pada risiko yang melekat pada bisnis PLN yang diungkapkan (*disclose*) melalui prospektus dan kondisi pasar keuangan umumnya pada saat penerbitan obligasi. Gambaran arus kas PLN jangka panjang adalah alat untuk membangun persepsi investor, sehingga mereka dapat mengambil keputusan terhadap obligasi yang ditawarkan.

Pasar obligasi internasional yang dilirik PLN sebagai salah satu sumber investasi juga mampu meningkatkan efisiensi pengadaan dana PT. PLN (Persero). Hal ini dikarenakan pasar obligasi internasional merupakan pasar efisiensi sempurna (*perfect efficiency market*), dimana tidak terdapat satu atau sekelompok investor yang dapat mempengaruhi pembentukan harga obligasi. Perbedaan ini terlihat ketika perbandingan dilakukan dengan pasar dalam negeri. Dalam pasar dalam negeri institusi keuangan dan dana pensiun besar masih dapat mempengaruhi harga obligasi. Kecenderungan yang sering terjadi terkait dengan fenomena ini, adalah bahwa pemain-pemain kecil akan mengikuti kemana arah investor besar. Berdasarkan kecenderungan ini, maka menurut Fabozzi (1995) harga obligasi PLN cenderung tergantung pada seberapa besar target *yield* yang diharapkan oleh investor besar. Selain alasan tersebut, pasar obligasi dalam negeri memiliki kecenderungan perdagangan obligasi dengan volume yang kecil dan masih kurang likuid dikarenakan banyak investor yang *hold to maturity* khususnya obligasi PLN.

Dalam pandangan Hamdani (2011), harga obligasi ditentukan oleh risiko Negara dan risiko penerbit di mata investor. Risiko tersebut terlihat ke dalam spread yang akan ditambahkan kepada *yield* dari investasi bebas risiko. Hal ini juga terlihat dalam investasi bebas risiko di

**Universitas Indonesia**

Amerika Serikat. *U.S Treasury* yang berarti investor dapat memastikan bahwa pembayaran bunga dan pengembalian uang akan dipenuhi oleh Pemerintah Amerika Serikat merupakan salah satu bentuk investasi yang biasanya dinikmati dari penambahan *yield* bebas risiko. Investor akan tertarik dengan instrumen lainnya, jika ada tambahan *yield* untuk mengkompensasi kenaikan risiko yang akan ditanggung. Dalam hal ini, *spread* antara obligasi pemerintah Indonesia dengan *U.S Treasury* dibentuk oleh mekanisme pasar, tanpa ada satu pihakpun yang dapat mempengaruhi.

Prinsip yang sama juga berpengaruh dalam kaitannya hubungan *spread* antara obligasi Pemerintah Indonesia dengan obligasi PLN. Berdasarkan prinsip ini, maka dalam pandangan Widjojo dan Jono (2010) harga obligasi PLN adalah penjumlahan dari *spread* obligasi PLN terhadap obligasi Pemerintah Indonesia, *spread* obligasi Pemerintah Indonesia dengan *U.S Treasury*, dan *yield* dari *U.S Treasury* itu sendiri. Dalam hal ini sama halnya dengan perolehan pinjaman bank, PLN juga mengeluarkan biaya tambahan diluar bunga untuk mendapatkan pinjaman tersebut. Sama halnya dengan pinjaman bank, dimana terdapat berbagai jenis biaya seperti *commitment charge*, *agency fee*, *management fee*, biaya notaris dan sebagainya; maka dalam pinjaman obligasi PLN harus mengeluarkan *underwater fee*, *tax advisor fee*, *legal consultant fee*, *rating fee*, biaya notaris, dan biaya pendaftaran obligasi.

Keunggulan lain dari pinjaman obligasi adalah bebas dari jaminan sebagaimana lazim berlaku dalam pinjaman bank. PT. PLN (Persero) sendiri tidak menempatkan Rp 1 pun *asetnya* sebagai jaminan dari puluhan triliun uang *bondholder* yang telah diterima. Ini memberikan kebebasan bagi PLN memanfaatkan aset dengan maksimal. Sebagai perbandingan, lembaga keuangan bilateral senantiasa meminta agunan berupa aset atau jaminan dari Pemerintah RI apabila PLN memerlukan pinjaman jangka panjang.

Tabel 4.1 Daftar Obligasi PT. PLN (Persero)

No	Nama Obligasi	Seri	Jumlah	Jangka Waktu	Tingkat Bunga	Jatuh Tempo	Keterangan
1	Obligasi PLN I Tahun 1992	-	Rp 300.000.000.000	5 Tahun	6 Bulan Pertama Bulan 7 - Tahun 5 19,50%/tahun Mengambang rata-rata bunga deposito Rupiah 6 bulan + 0,975%	23 Oktober 2007	Lunas
2	Obligasi PLN II Tahun 1993	-	Rp 600.000.000.000	7 Tahun	Tahun 1 -2 Tahun 3 -7 15,50% Mengambang rata-rata bunga deposito Rupiah 6 bulan + 1%	29 Oktober 2000	Lunas
3	Obligasi PLN III Tahun 1995	-	Rp 318.430.000.000	5 Tahun	6 Bulan Pertama Bulan 7 - Tahun 5 16%/tahun Mengambang rata-rata bunga deposito Rupiah 6 bulan + 1%	07 April 2000	Lunas
4	Obligasi PLN IV Tahun 1995	-	Rp 680.000.000.000	4 Tahun	Tahun 1 Tahun 2-4 18%/tahun Mengambang rata-rata bunga deposito Rupiah 6 bulan +	25 Agustus 1999	Lunas
5	Obligasi PLN V Tahun 1996	-	Rp 1.000.000.000.000	5 Tahun	- Bunga Tetap IRSOR 5 tahun + 1% per tahun	21 Agustus 2001	Lunas
6	Obligasi PLN VI Tahun 1997	A	Rp 600.000.000.000	10 Tahun	- Bunga Tetap SWAP Rupiah 10 tahun dan EROT + 1,4%	08 Agustus 2007	Lunas
7	Obligasi PLN VII Tahun 2004	-	Rp 1.500.000.000.000	10 Tahun	- 12,25%/tahun	11 Nopember 2014	-
8	Obligasi PLN VIII Tahun 2006	A	Rp 1.335.100.000.000	10 Tahun	- 13,60%/tahun	21 Juni 2016	-
		B	Rp 865.000.000.000	15 Tahun	- 13,75%/tahun	21 Juni 2021	-
		-	Rp 200.000.000.000	10 Tahun	- Cicilan Fee Ijarah sebesar Rp27.200.000.000 / tahun	21 Juni 2016	-
9	Obligasi PLN IX Tahun 2007	A	Rp 1.500.000.000.000	10 Tahun	- 10,40%/tahun	10 Juli 2017	-
		B	Rp 1.200.000.000.000	15 Tahun	- 10,90%/tahun	10 Juli 2022	-
		-	Rp 300.000.000.000	10 Tahun	- Imbalan Ijarah sebesar Rp31.200.000.000/tahun	10 Juli 2017	-
10	Obligasi PLN X Tahun 2009	A	Rp 1.015.000.000.000	5 Tahun	- 14,75%/tahun	09 Januari 2014	-
		B	Rp 425.000.000.000	7 Tahun	- 15,00%/tahun	09 Januari 2016	-
		A	Rp 293.000.000.000	5 Tahun	- Imbalan Ijarah sebesar Rp43.217.500.000/tahun	09 Januari 2014	-
		B	Rp 467.000.000.000	7 Tahun	- Imbalan Ijarah sebesar Rp70.050.000.000/tahun	09 Januari 2016	-
11	Obligasi PLN XI Tahun 2010	A	Rp 920.000.000.000	7 Tahun	- 11,95%	12 Januari 2017	-
		B	Rp 1.783.000.000.000	10 Tahun	- 12,55%	12 Januari 2020	-
		A	Rp 130.000.000.000	7 Tahun	- Imbalan Ijarah sebesar Rp15.535.000.000/tahun	12 Januari 2017	-
		B	Rp 167.000.000.000	10 Tahun	- Imbalan Ijarah sebesar Rp20.958.500.000/tahun	12 Januari 2020	-
12	Obligasi PLN XII Tahun 2010	A	Rp 645.000.000.000	5 Tahun	- 9,70%	08 Juli 2015	-
		B	Rp 1.855.000.000.000	12 Tahun	- 10,40%	08 Juli 2022	-
		A	Rp 160.000.000.000	5 Tahun	- Imbalan Ijarah sebesar Rp15.520.000.000/tahun	08 Juli 2015	-
		B	Rp 340.000.000.000	12 Tahun	- Imbalan Ijarah sebesar Rp35.360.000.000/tahun	08 Juli 2022	-
13	Guaranteed Notes PLN I Tahun 2006	A	USD 450.000.000	5 Tahun	- 7,25%	17 Oktober 2011	-
		B	USD 550.000.000	10 Tahun	- 7,75%	17 Oktober 2016	-
14	Guaranteed Notes PLN II Tahun 2007	A	USD 500.000.000	10 Tahun	- 7,250%	28 Juni 2017	-
		B	USD 500.000.000	30 Tahun	- 7,875%	28 Juni 2037	-
15	Guaranteed Notes PLN III Tahun 2009	A	USD 750.000.000	10 Tahun	- 8,000%	07 Agustus 2019	-
16	Guaranteed Notes PLN IV Tahun 2009	A	USD 1.250.000.000	10 Tahun	- 7,75%	20 Januari 2020	-

(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Rabu, 9 Mei 2012 19:15 WIB)

Dalam hal ini PT. PLN (Persero) berhasil *go international* dengan menerbitkan *guaranteed notes* senilai US\$ 1 miliar (PLN 2011 & prediksi PLN 2016). Pada Juni 2007, PLN berhasil merilis seri berikutnya yakni PLN 2017 dan PLN 2037 masing-masing senilai US\$ 500 juta, PLN 2019 senilai US\$ 750 juta pada Juli 2009 dan PLN 2020 senilai US\$ 1.250 juta pada

November 2009. Dari *schedule* diatas, obligasi PLN I s/d VI sudah lunas sebesar Rp 3.498,43 miliar.

#### **4.2 Reaksi *Market* atas Perubahan Kebijakan Subsidi**

Dalam kaitannya dengan bagaimana reaksi *market* atas ketidakpastian terhadap kebijakan subsidi terlihat secara signifikan di penghujung tahun 2008. Salah satu faktor utama yang menyebabkan hal ini terjadi menurut Widjaja dan Jono (2010) adalah faktor harga minyak di pasar dunia yang bergejolak. Historis kenaikan harga minyak dunia terlihat sebagai berikut, pada awal tahun 2008 harga minyak dunia berada di kisaran USD 90, kemudian mengalami kenaikan sehingga mencapai puncaknya di harga USD 140 pada bulan Juni, dan kemudian terus turun ke USD 48 per barrel akhir tahun. Oleh karena kondisi ini, maka beban usaha PLN mengalami kenaikan yang diiringi dengan kenaikan kebutuhan subsidi.

Bersamaan dengan hal ini, anggaran subsidi APBN membutuhkan waktu untuk pembahasan di DPR yang akhirnya melakukan revisi sebanyak tiga kali. Fakta ini, berimbas terhadap pencairan subsidi jauh dibawah kebutuhan PLN. Pada periode inilah, PLN akhirnya terpaksa menunggak hutang pembelian BBM ke Pertamina sebesar Rp 40 triliun. Tunggakan ini menjadi topik utama di media cetak ataupun media elektronik. Bersamaan dengan berita ini, muncul kekhawatiran dari pihak investor bahwa PLN akan mengalami gagal bayar dan tentu saja komitmen pemerintah diragukan terkait dengan mekanisme subsidi yang sudah berjalan. Dampak yang paling signifikan atas masalah ini adalah terjadinya penjualan obligasi PLN secara massif dan *yield* naik sampai 18%.

Namun pada akhir tahun, 31 Desember 2008, Pemerintah mencairkan subsidi dan tunggakan BBM ke Pertamina hingga pada batas wajar. Secara bertahap keyakinan investor pun mulai bertambah terhadap kredibilitas obligasi PLN. Obligasi PLN di *market* secara signifikan juga mulai kembali dilirik oleh para investor. Semakin banyak orang yang mencari obligasi PLN, maka *yield*nya pun terus bertahap turu ke posisi normal, sebagaimana terlihat pada kurva *yield* dibawah ini. Akurasi pendanaan adalah upaya PLN untuk menutupi *funding gap* yakni kekurangan dana untuk merealisasikan program investasi yang tidak dapat dipenuhi oleh dana internal. Dengan demikian, semakin besar nilai program investasi, maka kebutuhan akan

pinjaman baru juga dapat meningkat, sepanjang arus kas dari kegiatan operasi tidak dapat memenuhi kebutuhan tersebut.

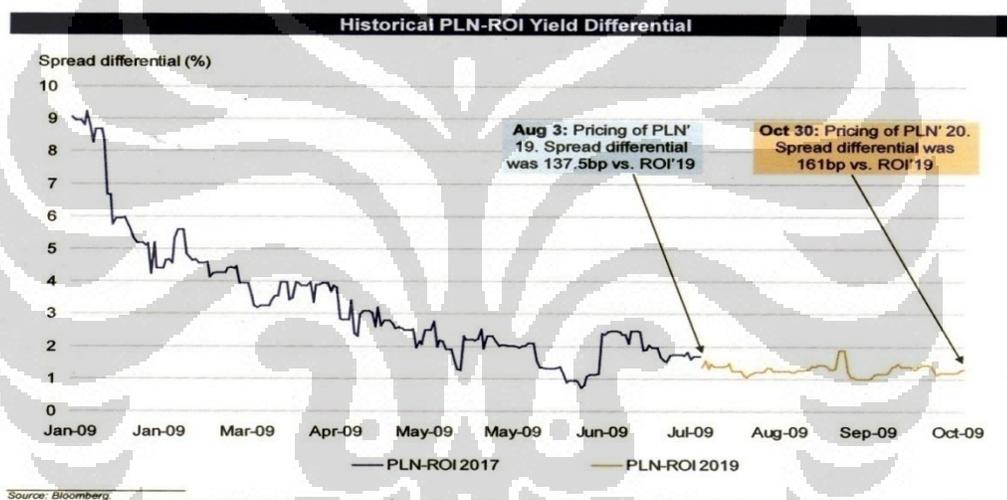
Seringkali program investasi yang disusun tidak diikuti dengan usaha maksimal untuk merealisasikannya, baik internal maupun eksternal PLN. Indikasinya tercermin dalam administrasi pinjaman dimana hampir semua pinjaman PLN yang jumlahnya sekitar 100-an diperpanjang masa berlakunya (*availability periode*) dengan berbagai sebab. Keterlambatan proyek yang jamak tersebut berakibat *opportunity loss* yang akut serta sumber inefisiensi yang nyata disekitar kita. Pada tahun 2010 PLN merencanakan investasi senilai Rp 73,6 triliun, sebuah target yang belum pernah dicapai PLN pada periode sebelumnya. Untuk merealisasikan investasi tersebut telah disusun rencana pendanaan dengan total nilai sebesar Rp 56,4 triliun yang terdiri dari (i) SLA senilai Rp 6,3 triliun, (ii) obligasi senilai Rp 18,8 triliun, (iii) pinjaman lunak dari pemerintah RI sebesar Rp 7,5 triliun, dan (iv) pinjaman bank sebesar Rp 23,8 triliun.

Dalam Laporan keuangan PT. PLN (Persero) *unaudited* per 31 Desember 2010, menunjukkan bahwa sepanjang tahun 2010 aset PLN mengalami kenaikan sebesar Rp 38,9 triliun. Hal ini menunjukkan bahwa program investasi hanya dapat direalisasikan sekitar 50% dari target yang ditetapkan dalam rencana perusahaan. Pada saat yang sama, saldo kas dan bank PLN mencapai Rp 19,6 triliun, di luar kas dan bank yang dibatasi penggunaannya, hal tersebut sudah dengan kebijakan tidak memproses beberapa pinjaman baru. Di dalam saldo kas dan bank tersebut terdapat *proceed* yang diperoleh dari penerbitan obligasi PLN XI, Obligasi PLN XII, Sukuk Ijarah IV dan Sukuk Ijarah V yang sudah terlanjur diproses sebesar Rp 6,0 triliun.

Pada tahun 2011 PLN merencanakan investasi sebesar Rp 66,6 triliun dengan skenario pendanaan sebagai berikut (i) SLA sebesar Rp 10,0 triliun, (ii) DIPA APBN sebesar Rp 9,0 triliun, (iii) *committed bank loan* sebesar Rp 16,7 triliun, dan sisanya (iv) obligasi dan bank sebesar Rp 30,9 triliun. Jika skenario pendanaan ini diikuti, maka pada bulan Mei 2011 program penerbitan obligasi seharusnya sudah dimuali, agar *proceed* dapat diterima pada awal semester II tahun 2010. Akan tetapi, tim pengadaan obligasi melihat bahwa program investasi dan pendanaan yang dirancang tersebut diragukan dapat direalisasikan karena belum ada perubahan yang signifikan dalam pelaksanaan investasi. Selain itu alasan lainnya adalah belum didukung

dengan rencana penyerapan kas (*payment schedule*) yang akurat, sehingga terdapat risiko *over liquid* apabila program pendanaan dieksekusi di semester pertama pada tahun 2011.

Tingginya target investasi yang disusun dalam perencanaan perusahaan PLN juga dapat menimbulkan dampak negative bagi PLN dimata investor, karena target investasi yang tinggi tersebut mencerminkan bahwa PLN membutuhkan sumber pendanaan yang besar. Jika target tersebut tidak dapat direalisasikan, maka ketidakpastian terhadap *cash flow* PLN dimasa yang akan datang menjadi tanda tanya bagi investor, dan pada gilirannya dapat meningkatkan *yield* yang diharapkan dari penerbitan obligasi PLN.



(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Rabu, 9 Mei 2012 19:15 WIB)

**Grafik 4.1**

*Historical PLN-ROI Yield Diifferential*

### 4.3 Transparansi Pengelolaan Perusahaan

Konsekuensi dari penerbitan obligasi adalah PLN berkewajiban menyediakan Laporan Keuangan yang telah diaudit oleh Kantor Akuntan Publik secara periodik disampaikan ke otoritas pengelola Pasar Modal. Untuk obligasi dalam negeri, PLN wajib menyampaikan

**Universitas Indonesia**

Laporan Keuangan setiap triwulan, selambat-lambatnya 60 (enam puluh) hari setelah berakhirnya periode pelaporan dan Laporan Keuangan Tahunan selambat-lambatnya 90 (sembilan puluh) hari setelah berakhirnya tahun buku.

Standar *general audit* terhadap laporan keuangan yang berlaku merefleksikan kepentingan pihak eksternal, sebagai konsekuensi dari keterbatasan mereka mengakses semua informasi di dalam perusahaan. Standar dan prosedur auditing didesain sedemikian rupa, agar semua informasi material perusahaan disajikan dengan wajar, tidak ada informasi yang disembunyikan apalagi dimanipulasi. Dengan transparansi tersebut berarti PLN telah membuka diri atas semua informasi keuangan dan menyajikannya kepada investor secara benar apa adanya dan secara berkala. Melalui seperangkat *tools* yang dimilikinya, investor akan dapat mengolah data dan informasi dalam laporan keuangan PLN tersebut sesuai dengan kebutuhannya, untuk dapat melakukan penilaian terhadap kinerja keuangan PLN.

Semua standar yang dikembangkan oleh asosiasi Akuntan Publik tersebut bertujuan untuk mendorong transparansi pengelolaan perusahaan atas prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG). Demi menjaga nama baik perusahaan, diharapkan segenap jajaran PLN berupaya untuk memenuhi kaidah GCG yang akan menjadikan PLN beroperasi secara efisien dan efektif. Pada akhirnya, buah dari efisiensi dan efektivitas pengelolaan perusahaan akan dinikmati oleh semua *stakeholder*, termasuk didalamnya jajaran manajemen dan pegawai.

#### **4.4 Adopsi PLN Terhadap *Common Practice* di Pasar Uang**

Hutang pada dasarnya akan meningkatkan nilai dari perusahaan. Dari pernyataan ini menurut Kahl (2002) mengandung unsur bahwa beban bunga bukan dianggap sebagai sesuatu yang secara signifikan akan berbahaya bagi masa depan perusahaan. Hal yang harus dipahami disini adalah bahwa setiap Rupiah yang dipinjam akan memberikan tambahan *return*, meskipun PLN harus membayar beban bunga. Fakta ini, akan mampu mendorong PLN untuk menciptakan proyek-proyek investasi yang dapat memenuhi persyaratan tersebut sehingga pemenuhan jadwal untuk menyelesaikan proyek-proyek investasi secara tepat waktu bisa terealisasi.

Pada tahun 2006, PLN mulai membangun PLTU 10,000 MW berikut transmisi terkait, suatu mega proyek yang belum pernah dilaksanakan PLN sebelumnya. Dalam kondisi PLN tidak memiliki kas yang cukup untuk membayar 15% uang muka dari kontrak EPC (*Engineering & Procurement Contract*) yang ditaksir sekitar Rp 100 triliun, maka PLN menerbitkan *guaranteed note* 2006 sebesar US\$ 1,000,000,000 atau setara Rp 10 triliun pada bulan Oktober 2006.

**Tabel 4.2 Cash Flow Statement PT. PLN (Persero)**

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA								Ver. 6 8%-10
<b>CASH FLOW STATEMENT</b>								
(MILLIONS RUPIAH)	<i>Audited</i> 31-Dec-10	31-Dec-11	31-Dec-12	31-Dec-13	31-Dec-14	31-Dec-15	31-Dec-16	
<b>CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES</b>								
CASH RECEIPTS FROM CUSTOMERS	107.113.132,00	118.911.777	150.172.466	175.556.530	191.215.887	206.727.635	229.218.757	
CASH PAID TO SUPPLIERS AND EMPLOYEES	(130.898.177)	(168.838.848)	(160.392.923)	(159.442.958)	(171.370.564)	(190.619.971)	(216.284.491)	
CASH PAID FOR OTHER OPERATIONS	-	(4.226.034)	790.297	790.297	790.297	790.297	790.297	
GOVERNMENT SUBSIDY RECEIVED	54.153.118	83.638.454	59.748.596	41.523.950	41.461.983	46.470.172	54.828.134	
INTEREST EXPENSE PAID	(7.326.989)	(9.138.264)	(12.157.289)	(14.489.099)	(15.568.200)	(16.697.273)	(17.843.911)	
INTEREST RECEIVED	797.362	808.098	441.449	439.057	438.565	438.711	438.670	
INCOME TAX PAID	(897.177)	1.516.206	(1.592.886)	(1.726.904)	(2.638.809)	(2.457.283)	(1.462.549)	
<b>NET CASH PROVIDED BY OPERATING ACTIVITIES</b>	<b>22.969.258</b>	<b>22.671.388</b>	<b>37.009.711</b>	<b>42.650.872</b>	<b>44.329.159</b>	<b>44.652.288</b>	<b>49.684.907</b>	
<b>CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES</b>								
PROCEEDS FROM SALE OF PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT	72.499	-	-	-	-	-	-	
ADDITION TO PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT, CONSTRUCTION IN PROGRESS AND ASSETS NOT USED IN OPERATIONS	(33.450.265)	(62.066.630)	(76.616.941)	(61.511.994)	(66.262.289)	(63.490.283)	(51.232.884)	
DECREASE (INCREASE) IN RECEIVABLES FROM RELATED PARTIES	822.345	-	-	-	-	-	-	
ACQUISITIONS OF LONG-TERM INVESTMENTS	28.772	-	-	-	-	-	-	
PAYMENT OF PAYABLE ON INVESTMENT IN SHARES OF STOCK	(12.957)	-	-	-	-	-	-	
(INCREASE) DECREASE IN SHORT-TERM INVESTMENTS	855.627	-	-	-	-	-	-	
<b>NET CASH USED IN INVESTING ACTIVITIES</b>	<b>(31.683.979)</b>	<b>(62.066.630)</b>	<b>(76.616.941)</b>	<b>(61.511.994)</b>	<b>(66.262.289)</b>	<b>(63.490.283)</b>	<b>(51.232.884)</b>	
<b>CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES</b>								
FINANCING PROCEEDS	23.981.692	29.980.986	39.598.198	20.228.295	30.556.445	25.737.154	14.520.859	
FINANCING PAYMENT	(5.394.742)	(9.502.833)	(4.411.984)	(6.258.064)	(11.025.463)	(8.514.129)	(14.706.993)	
PAYMENT OF ELECTRICITY PURCHASE PAYABLE	(161.641)	(159.040)	(168.140)	(177.804)	(188.077)	(199.009)	(209.493)	
PAYMENT DIVIDEND	(4.000.000)	(4.500.679)	(4.500.003)	(3.937.827)	(6.422.936)	(7.167.009)	(7.077.061)	
INCREASE (DECREASE) IN ADDITIONAL PAID IN CAPITAL	-	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	
<b>NET CASH PROVIDED BY (USED IN) FINANCING ACTIVITIES</b>	<b>14.425.309</b>	<b>24.818.434</b>	<b>39.518.071</b>	<b>18.854.600</b>	<b>21.919.970</b>	<b>18.857.007</b>	<b>1.527.312</b>	
<b>NET INCREASE (DECREASE) IN CASH AND CASH EQUIVALENTS</b>	<b>5.710.588</b>	<b>(14.576.807)</b>	<b>(89.159)</b>	<b>(6.522)</b>	<b>(13.160)</b>	<b>19.012</b>	<b>(20.664)</b>	
<b>CASH AND CASH EQUIVALENTS AT BEGINNING OF YEAR</b>	<b>13.043.196</b>	<b>19.716.798</b>	<b>5.139.991</b>	<b>5.050.831</b>	<b>5.044.309</b>	<b>5.031.149</b>	<b>5.050.162</b>	
<b>(INCREASE) DECREASE IN RESTRICTED CASH IN BANK AND TIME DEPOSITS</b>	<b>963.014</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>CASH AND CASH EQUIVALENTS AT END OF YEAR</b>	<b>19.716.798</b>	<b>5.139.991</b>	<b>5.050.831</b>	<b>5.044.309</b>	<b>5.031.149</b>	<b>5.050.162</b>	<b>5.029.497</b>	

(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Senin, 23 April 2012 11: 46 WIB)

Pada bulan Juni 2007 PLN kembali menerbitkan *Guaranteed Note* 2007 sebesar US\$ 1,000,000,000 setara Rp 10 triliun dan kembali mengendap dalam saldo kas dan bank per 31 Desember 2007 mencapai Rp 16,3 triliun, di luar kas dan bank yang dibatasi penggunaannya. Peristiwa yang sama terulang kembali pada tahun 2010, ketika PLN menerbitkan obligasi PLN XI & XII pada sukuk ijarah IV & V sebesar Rp 6,0 triliun. Angka saldo kas dan bank per 31 Desember 2010 (*unaudited*) mencapai Rp 19,6 triliun, diluar saldo kas dan bank yang dibatasi penggunaannya.

Kondisi tersebut menggambarkan bahwa manajemen kas PLN belum dikelola secara optimal sebagai dampak dari lambannya daya serap program investasi yang berakibat saldo kas dan bank yang masih idle dalam jumlah yang besar. Meskipun kas tersebut disimpan dalam instrument jangka pendek seperti deposito berjangka, namun PLN tetap akan menderita kerugian akibat *negative spread* yang timbul dari perbedaan bunga pinjaman dibandingkan dengan bunga deposito setelah dipotong pajak.

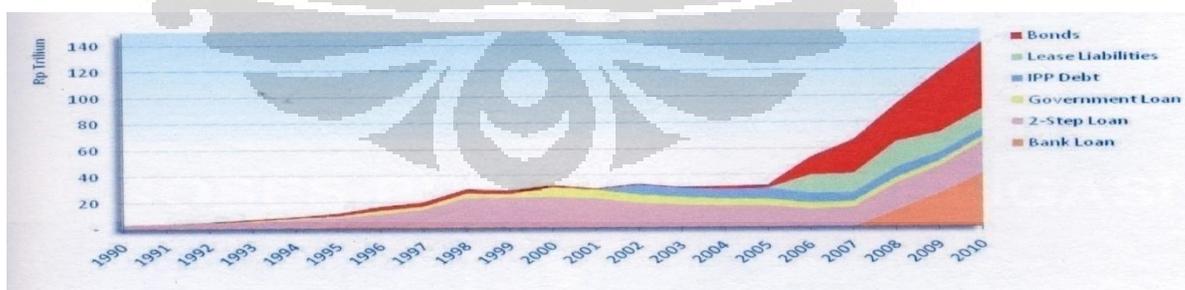
Berbagai upaya optimalisasi kas telah mulai dilaksanakan seperti kebijakan *cash pooling* terhadap semua rekening penerimaan, dimana semua penerimaan kas dari pelanggan di seluruh Indonesia ditarik ke rekening kantor pusat setiap hari. Kebijakan ini kemudian disusul dengan *cash pooling* untuk pengelolaan kas imprest. Dengan kebijakan ini, PLN pusat akan mendistribusikan kas ke masing-masing Unit Induk setiap pagi sesuai dengan *cash budget* yang disusun oleh masing-masing Unit Induk dan sore harinya saldo kas diatas batas maksimum pada semua rekening unit induk kembali akan ditarik ke rekening PLN pusat.

Inisiatif ini akan mengoptimalkan kas yang dimiliki PLN, karena kas tidak terserak dalam ratusan rekening yang tersebar diseluruh unit induk. Target selanjutnya adalah kebijakan penurunan saldo minimum kas dan bank yang harus dipertahankan yang mengoptimalkan kewajiban agar beban bunga yang ditanggung PLN dapat diturunkan. Sekali batas saldo minimum kas telah diturunkan, maka kebutuhan pendanaan dengan sendirinya akan dapat dikurangi, karena kebutuhan kas untuk berjaga-jaga telah berada pada batas yang aman dan efisien. Dari komposisi saldo pinjaman PLN saat ini, proporsi pinjaman dalam mata uang asing sudah lebih besar dibandingkan dengan nominal pinjaman dalam Rupiah.

Demikian juga pinjaman yang menggunakan tingkat bunga mengambang (*floating rate*) lebih besar dibandingkan dengan pinjaman dengan tingkat bunga tetap (*fixed rate*). Sejauh ini PLN belum memiliki kebijakan *hedging* terhadap kewajiban yang timbul dari pinjaman tersebut, sehingga laba rugi PLN senantiasa akan dipengaruhi oleh pendapatan (beban) akibat perubahan kurs. Pemahaman yang kuat tentang *time value of money* akan mampu mendorong PT. PLN (Persero) sebagai salah satu perusahaan BUMN di Indonesia, untuk mampu melakukan kalkulasi yang akurat dan matang dalam setiap perencanaan proyek investasi.

Perencanaan yang tepat pada akhirnya akan menghasilkan perubahan pola pikir dimana yang sebelumnya merupakan *project oriented* menjadi *return oriented*. Dampak positif lain dari penerbitan obligasi adalah bagaimana PT. PLN (Persero) mampu mengoptimalkan *value* dari kas. Optimalisasi *value* dari kas, bagi PT. PLN (Persero) harus diterapkan dengan perencanaan yang tepat. Penyimpanan harta dalam kas dan bank, merupakan contoh keputusan yang tidak tepat, dikarenakan akan timbul kerugian dari keputusan ini. Timbulnya ongkos berupa *negative carry*, yakni selisih tingkat bunga pinjaman (obligasi atau pinjaman bank) dikurangi dengan tingkat bunga rekening giro atau deposito setelah dipotong pajak.

Dalam kaitannya dengan perencanaan, maka perencanaan kas harus diselaraskan dengan perencanaan investasi dan operasi, sehingga *cash mismatch* dapat diminimalisasi. Perencanaan yang tepat akan memberikan kombinasi yang tepat juga, yang mampu menunjukkan kapan PT. PLN (Persero) akan mengalami surplus kas dan kapan harus menerbitkan obligasi untuk menutup *deficit*, sehingga pemanfaatan setiap Rupiah akan menjadi optimal.



(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Senin, 23 April 2012 11: 46 WIB)

#### Grafik. 4.2 Saldo Hutang Obligasi dalam Neraca

Universitas Indonesia

## 4.5 Pengendalian Covenant Obligasi

*Covenant* menurut Widjojo dan Jono (2010) merupakan ketentuan dan batasan yang harus dipenuhi peminjam. *Covenant* tersebut dituangkan dalam Perjanjian Perwali-Amanatan (*Indenture*), yang merupakan janji PLN sebagai obligator kepada *bondholder* yang diwakili oleh Wali Amanat (*trustee*). Kegagalan PLN memenuhi *covenant* akan menimbulkan sejumlah risiko bagi PLN, mulai dari denda, kewajiban melunasi obligasi secara paksa, bahkan dapat dinyatakan *default*. Sekali PLN dinyatakan gagal memenuhinya, maka kepercayaan investor terhadap PLN dengan sendirinya akan hilang dan akan sulit mengobatinya di kemudian hari.

Kondisi ini dapat dilihat dari pengalaman obligasi yang sudah pernah *default* maka perusahaan, Komisaris dan Direksinya di kemudian hari tidak akan diterima “pasar” manakala berniat menerbitkan obligasi baru. Ringkasan *covenant* obligasi PLN dapat dilihat pada tabel dibawah ini

**Tabel 4.3 Daftar *Covenant* Obligasi Internasional PLN**

No	Covenant
1	Limitation on Additional Indebtedness <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>CICR &gt; 2 : 1</math></li> <li>• <math>Liens + Restricted Subsidiaries Indebtedness &lt; 10\% Consolidated Intebtedness</math></li> </ul>
2	Limitation on Liens
3	Limitation on Asset Sales <ul style="list-style-type: none"> <li>• Over than US\$1.000.000,00</li> <li>• Market value</li> <li>• 75% in cash or equivalent</li> </ul>
4	Limitation on Layering Indebtedness
5	Limitation on Dividend by Company <ul style="list-style-type: none"> <li>• Maximum 50% of Net Income</li> </ul>
6	Limitation on Dividend and Other Restriction Affecting Restricted Subsidiary
7	Limitation on Sale or Issuance of Equity Interest
8	Limitation on Issuance of Guarantee by Restricted Subsidiary
9	Limitation on Sale and Leaseback
10	Limitation on Designation of Unrestricted Subsidiary
11	Change of Control, Merger and Consolidation <ul style="list-style-type: none"> <li>• Government of Indonesia should be the controller owner.</li> </ul>
12	Reporting <ul style="list-style-type: none"> <li>• Quarterly report in 90 days</li> <li>• Semiannually Report in 180 days</li> <li>• Annual Report in 180 days</li> <li>• Company Compliance Certificate</li> <li>• Officer Certificat</li> <li>• Statement of Consolidated Interest Coverage Ratio Calculation</li> </ul>

(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Senin, 23 April 2012 11: 46 WIB)

Salah satu covenant yang paling penting untuk diperhatikan adalah kewajiban untuk memenuhi *consolidated interest coverage ratio* (CICR) lebih besar dari 2 (dua) kali. CICR ini adalah perbandingan antara *consolidated cash flow* terhadap *consolidated interest expense*. Sementara itu *consolidated cash flow* dihitung dengan menjumlahkan *total net income* dengan *exchange loss (gain)*, *income tax*, *depreciation & amortization*, *other non transaction cash expenses*, *interest expenses* dan *interest during construction* (IDC), sementara itu *total consolidated interest expense* merupakan penjumlahan dari *interest expenses* dengan *interest during construction* (IDC).

Oleh karena besarnya beban bunga sangat tergantung pada nilai tukar Rupiah terhadap valuta asing dan tingkat bunga acuan (JIBOR, SBI, dan atau LIBOR), maka untuk perencanaan batasan CICR sebesar 2,0 kali harus dinaikkan menjadi 2,5 kali dimana *buffer* sebesar 0,5 kali tersebut untuk mengantisipasi fluktuasi yang besar tersebut di atas. Akibatnya adalah kapasitas PLN untuk menambah pinjaman baru (*debt capacity acquisition*) berkurang. Pada bulan Juli 2009, PLN sebenarnya bermaksud untuk menerbitkan *Global USD Bond* sebesar US\$ 2 miliar dan segala sesuatunya telah dipersiapkan oleh tim.

Prosedur diteruskan ke tahapan selanjutnya, dengan melakukan pengecekan terhadap *debt capacity*. Hasil dari pengecekan tersebut menyatakan CICR per 31 Desember 2008 sudah tidak mencukupi untuk menerbitkan obligasi lebih dari US\$ 750 juta. Perhitungan ini bahkan sudah memperhitungkan realisasi penarikan pinjaman sepanjang semester pertama tahun 2009. Untuk dapat memenuhi kebutuhan pendanaan tahun 2009, PLN terpaksa meminta kepada pemerintah agar dapat diberikan margin PSO sebesar 5% agar *consolidated cash flow* per 30 Juni 2009 meningkat dan CICR memberikan tambahan *debt capacity* untuk menerbitkan US\$ 1,250 juta pada November 2009.

*Debt capacity acquisition* akan bertambah jika terdapat kenaikan *net income*, dan ini dapat bersumber dari kenaikan pendapatan baik akibat kenaikan volume penjualan KWh maupun karena kenaikan harga jual Rp/KWh. Oleh karena beban penyusutan dan beban bunga pinjaman merupakan komponen biaya pokok penyediaan tenaga listrik (BPP) dalam perhitungan subsidi listrik, maka makin cepat beroperasi PLTU 10.000 MW mengakibatkan depresiasi dan beban bunga pinjaman akan memperbesar BPP sekaligus menambah *cash inflow* dari subsidi listrik.

Terhitung sejak tanggal 1 Januari 2012, PLN harus mengadopsi *International Financial Reporting Standard* (IFRS), suatu standard akuntansi yang memiliki perbedaan yang signifikan dengan *U.S General Accounting Accepted Principles* (GAAP) yang selama ini menjadi acuan dari pengembangan standar akuntansi di Indonesia. Dengan implementasi IFRS ini, maka transaksi pembelian tenaga listrik antara PLN dengan *Independent Power Producer* (IPP) harus diakui sebagai kewajiban jangka panjang PLN yang mengandung unsur beban bunga (*interest bearing debt*) dan dibukukan dalam *balance sheet* PLN sebesar NPV dari *fixed charged* dan diimbangi dengan pengakuan atas asetnya.

Pengakuan adanya kewajiban tersebut mengakibatkan tambahan beban bunga tahunan yang sangat besar, sehingga CICR akan menjadi kurang dari 2 (dua) kali. Mengantisipasi kondisi seperti ini, maka dalam tahun 2011 ini PLN harus melakukan *consent solicitation* kepada *bondholder* 2016, 2017, dan 2037 untuk memperbaiki narasi dalam *indenture* sebagaimana telah diantisipasi dalam penerbitan *global bond* 2019 dan 2020.

#### **4.6 Akurasi Perencanaan Investasi**

Aktivitas pendanaan adalah upaya PLN untuk menutupi *funding gap*, yakni kekurangan dana untuk merealisasikan program investasi yang tidak dapat dipenuhi oleh dana internal. Dengan demikian, semakin besar nilai program investasi maka kebutuhan akan pinjaman baru juga meningkat, sepanjang arus kas dari kegiatan operasi tidak dapat memenuhi kebutuhan tersebut. Seringkali program investasi yang disusun tidak diikuti dengan usaha maksimal untuk merealisasikannya, baik internal maupun eksternal PLN. Indikasinya tercermin dalam administrasi pinjaman dimana hampir semua pinjaman PLN yang jumlahnya sekitar 100-an diperpanjang masa berlakunya (*availability period*) dengan berbagai sebab. Keterlambatan proyek yang jamak tersebut berakibat "*opportunity loss*" yang akut serta sumber inefisiensi yang nyata disekitar kita.

Pasar obligasi akan senantiasa mengalami fluktuasi seiring dengan perubahan tingkat risiko dari waktu ke waktu. Perubahan tingkat risiko tersebut akan diapresiasi para pelaku pasar, yang diinterpretasikan dalam kenaikan atau penurunan tingkat bunga di pasar obligasi. Pada tahun 2008 sempat terjadi lonjakan tingkat bunga akibat krisis keuangan yang melanda perekonomian Amerika Serikat dan merembet kepada hampir seluruh kawasan dunia. Kondisi ini

**Universitas Indonesia**

berbalik hampir 180 derajat pada penghujung tahun 2010. Jika pada tahun 2008 tingkat *U.S treasury yield* untuk jangka waktu 10 tahun sempat menyentuh 6%, maka pada bulan Oktober 2010 *yield* tersebut berada dibawah 3%.

Perubahan tingkat bunga acuan tersebut akan berimbas pada tingkat bunga yang diharapkan investor dari obligasi PLN. Seandainya PLN membutuhkan pendanaan pada Oktober 2010 dan laporan keuangan yang relevan dapat disajikan pada waktu itu, maka PLN akan mendapat pinjaman berbunga murah pada kisaran 5,5%. Fluktuasi tingkat bunga acuan tersebut juga akan membuka kesempatan bagi PLN untuk melakukan *buy back (call)* terhadap obligasi yang sedang beredar.

Namun ada banyak faktor lain yang harus dipertimbangkan sebelum melakukan *buy back* terhadap obligasi. Hal lain yang mempengaruhi juga kondisi keuangan PLN pada saat kebijakan *buy back* diputuskan serta proyeksi *cash flow* di kemudian hari. Di penghujung tahun 2010 Divisi Keuangan Korporat PLN banyak menerima proposal dari para *banker* untuk melakukan berbagai alternative *buy back* terhadap obligasi yang sedang beredar. Argumentasi yang mereka kemukakan adalah bahwa tingkat bunga acuan sedang berada pada *historical low*, artinya tingkat bunga sudah menyentuh batas minimum.

Selain program *buy back* ada juga program *refinancing*, dimana obligasi yang akan jatuh tempo pada Oktober 2011 dapat dibayarkan lebih awal, dengan cara menerbitkan obligasi baru dengan tingkat bunga yang lebih rendah. Selain itu program lain yang juga dilakukan PT. PLN (Persero) adalah program *tender offer*, yakni program untuk melakukan *buy back* terhadap serangkaian obligasi dengan masa jatuh tempo yang berbeda. Pelunasan lebih awal tersebut juga akan dipenuhi dari *proceed* penjualan obligasi baru, dengan tenor yang baru dan dengan tingkat bunga yang lebih rendah. Program selanjutnya ialah *exchange offer*, dimana pemegang obligasi lama ditawarkan kesempatan untuk menukar obligasi yang dimilikinya dengan obligasi baru, dengan tenor yang baru dan dengan tingkat bunga yang lebih rendah.

Dari hasil analisis *cash flow* maka NPV dari transaksi kebijakan program *refinancing*, *tender offer* atau *exchange offer* adalah negative, hal ini sebagai akibat mahalnya obligasi PLN yang beredar di pasar. Dampak dari hasil NPV ini dirasakan dengan tidak ditindaklanjuti proposal-proposal dari program kebijakan tersebut. Dari kacamata investor sendiri, apapun

kebijakan yang akan ditempuh PLN terhadap *existing bond* maka investor akan memandangnya sebagai sebuah keuntungan. Penilaian investor ini didasari dengan asumsi investor tetap mampu mengharapkan *capital gain* dari transaksi *buy back* terhadap *existing bond*. Jika PLN berasumsi bahwa dengan menarik obligasi berbunga mahal kemudian menggantinya dengan obligasi berbunga lebih rendah, maka dalam hal ini investor juga memiliki kalkulasi yang sama.

**Tabel. 4.4 Proyeksi *Income Statement* PT. PLN (Persero)**

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA		Prediction						DRAFT
<b>INCOME STATEMENT</b>		Des 2011	Des 2012	Des 2013	Des 2014	Des 2015	Des 2016	Des 2017
(MILLIONS RUPIAH)								
<b>REVENUES</b>								
SALE OF ELECTRICITY		112.844.853	116.159.404	144.849.747	157.227.532	170.233.680	184.034.026	203.216.546
CUSTOMER CONNECTION FEES		1.008.730	1.006.873	1.082.857	1.195.457	1.299.384	1.405.308	1.515.649
GOVERNMENT SUBSIDY		93.177.740	96.722.532	71.072.227	77.047.518	88.131.965	104.676.700	119.308.202
OTHERS		986.500	873.546	993.311	1.079.163	1.169.684	1.265.839	1.361.053
<b>TOTAL REVENUES</b>		<b>208.017.823</b>	<b>214.762.355</b>	<b>217.996.142</b>	<b>236.549.671</b>	<b>260.834.712</b>	<b>291.381.873</b>	<b>325.401.449</b>
<b>OPERATING EXPENSES</b>								
FUEL AND LUBRICANTS		(120.553.008)	(103.178.615)	(92.290.846)	(95.482.740)	(95.035.842)	(99.041.759)	(99.757.570)
PURCHASED ELECTRICITY		(29.717.769)	(36.169.735)	(34.394.876)	(40.454.218)	(56.503.002)	(73.870.922)	(98.315.773)
SPARE PARTS USED		(5.610.549)	(7.980.435)	(8.840.120)	(10.170.432)	(11.271.139)	(12.500.589)	(13.854.036)
CONTRACTORS' FEES		(5.996.941)	(8.031.039)	(8.870.969)	(10.205.923)	(11.310.472)	(12.544.212)	(13.902.382)
PERSONNEL		(13.197.075)	(16.522.508)	(17.718.369)	(19.005.802)	(20.392.180)	(21.885.499)	(23.494.424)
DEPRECIATION		(13.916.723)	(15.881.926)	(20.238.544)	(22.203.997)	(24.156.954)	(26.016.256)	(27.050.781)
OTHERS		(4.405.234)	(4.624.197)	(5.212.954)	(5.737.334)	(6.306.747)	(6.927.104)	(7.582.944)
<b>TOTAL OPERATING EXPENSES</b>		<b>(193.397.299)</b>	<b>(192.388.454)</b>	<b>(187.566.678)</b>	<b>(203.260.445)</b>	<b>(224.976.336)</b>	<b>(252.786.341)</b>	<b>(283.957.910)</b>
<b>INCOME (LOSS) FROM OPERATIONS</b>		<b>14.620.524</b>	<b>22.373.901</b>	<b>30.431.464</b>	<b>33.289.226</b>	<b>35.858.376</b>	<b>38.595.532</b>	<b>41.443.539</b>
<b>OTHER INCOME (CHARGES)</b>								
INTEREST INCOME		503.983	596.547	926.248	791.638	755.096	753.815	773.045
INTEREST EXPENSE AND FINANCING CHARGES		(7.823.917)	(7.999.969)	(12.940.796)	(14.113.529)	(15.500.864)	(17.143.331)	(17.922.053)
GAIN (LOSS) ON FOREIGN EXCHANGE (NET)		(1.325.217)	1.180.380	2.743.883	(1.942.089)	(1.019.601)	0	0
OTHERS (NET)		1.897.037	738.284	738.284	738.284	738.284	738.284	738.284
<b>PROFIT (LOSS) BEFORE TAX</b>		<b>7.872.410</b>	<b>16.889.142</b>	<b>21.899.084</b>	<b>18.763.530</b>	<b>20.831.291</b>	<b>22.944.300</b>	<b>25.032.814</b>
<b>TAX EXPENSE</b>								
CURRENT TAX		(1.114.908)	(2.950.729)	(3.117.629)	(2.092.152)	(1.768.315)	(3.259.518)	(2.740.938)
DEFERRED TAX		436.124	417.357	(167.233)	(722.378)	(1.356.379)	(2.476.557)	(3.517.265)
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>		<b>7.193.626</b>	<b>14.355.771</b>	<b>18.614.221</b>	<b>15.949.001</b>	<b>17.706.597</b>	<b>17.208.225</b>	<b>18.774.610</b>

(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Senin, 23 April 2012 11: 46 WIB)

Investor akan bersedia menerima proposal PLN, jika *cash flow* dari obligasi yang dimilikinya didiskontokan dengan tingkat bunga yang berlaku pada saat transaksi *buy back* dilaksanakan. Perhitungan sederhana ini akan menghasilkan harga penebusan *existing bond* di atas harga nominalnya (premium), karena *discount rate* lebih rendah dibandingkan tingkat bunga kupon. Untuk *Guaranteed Note* yang jatuh tempo Oktober 2011 yang lalu, dengan kupon 7,25% di bulan September 2010, PLN dalam hal ini harus membayar sebesar US\$1,060 untuk setiap nominal obligasi sebesar US\$ 1,000. Obligasi tersebut selanjutnya dapat diganti dengan menerbitkan obligasi baru dengan tenor 10 tahun dengan kupon sebesar 5,25%.

Seandainya pada periode 2011 tersebut terdapat kekhawtiran bahwa tingkat bunga acuan akan mengalami lonjakan, maka akan ada dampak lain yang terjadi. Dalam hal ini jika tingkat bunga acuan mengalami lonjakan sehingga kupon obligasi baru akan lebih besar dari 6%, imbasnya terlihat pada hasil kalkulasi NPV. Jika skenario diatas terjadi, maka program *refinancing* dari kalkulasi NPV layak untuk diterima. Selain dari hasil NPV, faktor lain yang juga mempengaruhi adalah adanya kebijakan *earning management*.

Kebijakan *Earning Management* dalam Hamdani (2011) adalah kebijakan dimana manajemen berupaya untuk menurunkan beban bunga tahunan agar laba bersih membaik. Jika kebijakan ini diterapkan, maka program *refinancing* dapat diterima. Argumentasi untuk keadaan ini adalah karena dengan menukar *existing bond* dengan obligasi yang berbunga lebih rendah akan menurunkan beban bunga tahunan, meskipun PLN terpaksa membayar harga penebusan pada harga premium. Dalam kondisi yang berbeda, apabila manajemen berasumsi bahwa terdapat potensi kesulitan likuiditas dalam jangka pendek, maka manajemen harus melakukan kebijakan untuk memperpanjang masa jatuh tempo obligasi. Jika ini diterapkan tekanan terhadap kas dapat digeser, sehingga program *refinancing* atau *tender offer* akan layak untuk diterima.

Posisi sebaliknya juga akan berpotensi terjadi di pasar uang. Dalam keadaan terjadi guncangan ekonomi dan keuangan, maka tingkat bunga acuan akan mengalami kenaikan. Pada saat seperti ini, maka obligasi yang sedang beredar cenderung diperjualbelikan pada harga diskonto. Hal ini berarti dapat dilakukan *buy back* pada harga yang lebih rendah dibandingkan nilai nominalnya. Namun hal ini harus ditinjau ulang dengan melihat kondisi riil keuangan PLN pada saat terjadi peristiwa seperti ini. Seandainya PLN memiliki *idle cash* yang tidak dapat di

investasikan pada proyek yang memiliki NPV positif atau setidaknya dengan tingkat return yang lebih tinggi daripada kupon dari *existing bond*, maka *buy back* merupakan pilihan yang tepat.

**Tabel 4.5 Proyeksi Balance Sheet PT. PLN (Persero)**

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA		DRAFT 7%-10						
<b>BALANCE SHEET</b> (MILLIONS RUPIAH)		Prediction						
		Des 2011	Des 2012	Des 2013	Des 2014	Des 2015	Des 2016	Des 2017
<b>ASSETS</b>								
<b>NON-CURRENT ASETS</b>								
PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT (ACCUMULATED DEPRECIATION)	374.844.274 (113.564.503)	473.372.700 (129.446.429)	544.608.492 (149.684.973)	603.549.419 (171.888.970)	669.384.277 (196.045.925)	741.858.936 (222.062.181)	796.211.194 (249.112.962)	
PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT (NET)	261.279.771	343.926.271	394.923.519	431.660.449	473.338.352	519.796.755	547.098.232	
CONSTRUCTION IN PROGRESS	97.397.726	83.001.860	74.507.237	78.761.240	78.617.861	60.643.976	59.870.491	
LONG TERM INVESTMENTS	1.180.706	1.180.706	1.180.706	1,180.706	1.180.706	1.180.706	1.180.706	
DEFERRED TAX ASSETS	18.018	0	0	0	0	0	0	
ASSETS NOT USED IN OPERATIONS	1.713.669	1.299.503	1.299.503	1.299.503	1.299.503	1.299.503	1.299.503	
RECEIVABLES FROM RELATED PARTIES	792.866	792.866	792.866	792.866	792.866	792.866	792.866	
RESTRICTED CASH IN BANKS & TIME DEPOSITS	3.889.763	3.889.763	3.889.763	3.889.763	3.889.763	3.889.763	3.889.763	
OTHER NON-CURRENT ASSETS	2.218.888	2.218.888	2.218.888	2.218.888	2.218.888	2.218.888	2.218.888	
<b>TOTAL NON-CURRENT ASSETS</b>	<b>368.491.407</b>	<b>436.309.857</b>	<b>478.812.482</b>	<b>519.803.414</b>	<b>561.337.939</b>	<b>589.822.457</b>	<b>616.350.449</b>	
<b>CURRENT ASSETS</b>								
CASH & CASH EQUIVALENTS	22.088.093	15.717.995	11.516.361	10.333.577	10.054.707	10.282.331	10.823.894	
SHORT-TERM INVESTMENTS	636.264	636.264	636.264	636.264	636.264	636.264	636.264	
TRADE ACCOUNTS RECEIVABLE (NET)	3.504.823	4.296.307	5.357.456	5.815.265	6.296.314	6.806.738	7.516.228	
RECEIVABLES ON ELECTRIC SUBSIDY	12.101.668	5.901.668	(57.079)	(57.079)	(57.079)	(57.079)	(57.079)	
OTHER RECEIVABLES	899.548	899.548	899.548	899.548	899.548	899.548	899.548	
INVENTORIES (NET)	15.654.104	17.047.319	18.752.051	20.627.256	22.689.982	24.958.980	27.454.878	
PREPAID TAXES	2.493.618	2.493.618	2.493.618	2.493.618	2.493.618	2.493.618	2.493.618	
PREPAID EXPENSES AND ADVANCES	1.204.394	1.204.394	1.204.394	1,204.394	1.204.394	1,204.394	1,204.394	
<b>TOTAL CURRENT ASSETS</b>	<b>58.582.512</b>	<b>48.197.113</b>	<b>40.802.613</b>	<b>41.952.843</b>	<b>44.217.748</b>	<b>47.224.794</b>	<b>50.971.745</b>	
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>427.073.919</b>	<b>484.506.970</b>	<b>519.615.095</b>	<b>561.756.257</b>	<b>605.555.687</b>	<b>637.047.251</b>	<b>667.322.194</b>	
<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>								
<b>EQUITY</b>								
CAPITAL STOCK	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	
ADDITIONAL PAID-IN CAPITAL	40.050.208	49.050.208	58.050.208	67.050.208	76.050.208	85.050.208	94.050.208	
RETAINED EARNINGS	69.005.188	81.199.274	92.635.610	99.277.500	109.009.597	117.364.524	127.535.022	
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>155.353.372</b>	<b>176.547.458</b>	<b>196.983.794</b>	<b>212.625.684</b>	<b>231.357.781</b>	<b>248.712.708</b>	<b>267.883.206</b>	
<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>								
DEFERRED REVENUE	14.587.906	19.608.046	21.657.136	23.909.145	25.987.670	28.106.163	30.312.972	
DEFERRED TAX LIABILITIES	9.669.360	12.213.051	12.380.284	13.102.662	14.459.041	16.935.598	20.452.863	
LONG TERM LIABILITIES (NET OF CURRENT MATURITIES)	183.975.272	221.929.819	232.725.724	258.479.369	273.236.600	279.730.576	289.877.866	
<b>TOTAL NON-CURRENT LIABILITIES</b>	<b>208.246.529</b>	<b>253.764.907</b>	<b>266.777.135</b>	<b>295.505.167</b>	<b>313.697.302</b>	<b>324.786.329</b>	<b>340.657.692</b>	
<b>CURRENT LIABILITIES</b>								
TRADE ACCOUNTS PAYABLE	23.008.276	12.109.215	11.139.110	12.008.826	13.381.642	15.239.447	17.418.689	
OTHER PAYABLE (CUSTOMER SECURITY DEPOSIT & PROJECT COST PAYABLE)	10.014.433	10.014.433	8.825.549	7.636.664	6.447.780	5.258.895	4.070.011	
TAXES PAYABLE	955.509	2.950.729	3.117.629	2.092.152	1.768.315	3.259.518	2.740.938	
ACCRUED EXPENSES	5.285.033	145.724	145.724	145.724	145.724	145.724	145.724	
CURRENT MATURITIES OF LONG TERM LIABILITIES	24.210.767	28.974.504	32.626.154	31.742.040	38.757.143	39.644.630	34.405.934	
<b>TOTAL CURRENT LIABILITIES</b>	<b>63.474.018</b>	<b>54.194.605</b>	<b>55.854.166</b>	<b>53.625.407</b>	<b>60.500.604</b>	<b>63.548.214</b>	<b>58.781.296</b>	
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>427.073.919</b>	<b>484.506.970</b>	<b>519.615.095</b>	<b>561.756.257</b>	<b>605.555.687</b>	<b>637.047.251</b>	<b>667.322.194</b>	

(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Senin, 23 April 2012 11: 46 WIB)

#### 4.7 Investor Update dan Keterbukaan Informasi

Permintaan tenaga listrik di tanah air akan terus mengalami pertumbuhan seiring dengan program pemerintah RI yang terus mendorong pertumbuhan ekonomi. Mengutip data kementerian ESDM, bahwa setiap 1% pertumbuhan ekonomi harus ditopang oleh pertumbuhan sektor ketenagalistrikan sebesar 1,20 sampai dengan 1,50 kali. Dengan menggunakan batas bawah dari elastisitas pertumbuhan tenaga listrik terhadap pertumbuhan ekonomi, maka target pertumbuhan ekonomi sebesar 7% per tahun harus didukung dengan pertumbuhan sektor ketenagalistrikan sebesar 8,4%.

Untuk mendukung pertumbuhan sektor ketenagalistrikan tersebut dibutuhkan investasi yang sangat besar. Dari data-data proyeksi keuangan PLN tahun 2009-2019 dibutuhkan rata-rata investasi sebesar Rp 70 triliun per tahun. Dengan penjualan rata-rata sebesar Rp 160 triliun per tahun, margin PSO sebesar 8% dan total aset sebesar Rp 370 triliun, maka aktivitas operasi akan dapat menghasilkan kas internal sebesar Rp 20 sampai Rp 30 triliun per tahun. Jika proyeksi kebutuhan investasi tersebut akan direalisasikan, maka setiap tahun PLN membutuhkan tambahan pinjaman sebesar Rp 40 sampai Rp 50 triliun.

**Tabel 4.6 Daftar Investor Pada Pasar Perdana Obligasi PLN**

Investor	OBLIGASI KONVENSIONAL						SUKUK IJARAH					Jumlah
	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	
	2004	2006	2007	2009	2010	2010	2006	2007	2009	2010	2010	
Asuransi	196	600	1.412	556	1.559	1.334	75	108	519	196	300	6.894
Bank	6	50	610	200	235	336	54	150	70	14	48	1.773
Dana Pensiun	921	1.272	464	593	708	552	45	20	71	57	96	4.799
Reksadana	149	222	142	37	133	178	26	17	97	29	19	1.049
Sekuritas	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	31
Lainnya	210	56	59	55	28	100	0	5	4	1	37	555
<b>Jumlah</b>	<b>1.500</b>	<b>2.200</b>	<b>2.700</b>	<b>1.440</b>	<b>2.703</b>	<b>2.500</b>	<b>200</b>	<b>300</b>	<b>760</b>	<b>297</b>	<b>500</b>	<b>15.100</b>

(Sumber: Wawancara dengan Bapak Rawan Insani, *Senior Manager of Offshore Funding* PT. PLN, Senin, 23 April 2012 11: 46 WIB)

Atas pertimbangan seperti itu, maka PLN memiliki kepentingan untuk memelihara hubungan baik dengan *bondholder*, dengan harapan setiap kali PLN akan menerbitkan obligasi baik dipasar domestic maupun internasional, maka *existing bondholder* masih tetap berminat membelinya. Di samping itu, ada baiknya PLN juga memperluas basis investornya memasuki

**Universitas Indonesia**

wilayah Eropa dan kawasan Timur Tengah. Untuk mampu melakukan hal ini, maka PLN membutuhkan program investor update yang berkesinambungan, meskipun penerbitan obligasi tidak dilakukan setiap tahun. Kunci utama untuk memelihara kepercayaan investor terhadap surat berharga PLN adalah transparansi pengelolaan perusahaan.

Di mata investor, *statement* manajemen PLN merupakan sesuatu yang berharga dan dianggap sebagai sebuah janji. Investor akan memberikan penilaian negatif apabila *statement* manajemen PLN berbeda dengan realitas yang sesungguhnya. Oleh karena itu, PLN membutuhkan ikatan yang kuat dengan perkumpulan investor, yang mampu memberikan data dan informasi yang akurat dan berkualitas, dan dapat dijadikan pedoman bagi segenap manajemen PLN dalam melakukan *public expose*.

#### **4.8 Pengelolaan Investasi Obligasi Oleh Investor**

Dalam dunia investasi portofolio bisa diartikan sebagai adanya minimum dua barang yang dapat dipegang atau dikelola. Portofolio dapat berupa portofolio investasi, portofolio merk, dan lain-lain. Adapun pihak investor melakukan portofolio ialah untuk mengurangi risiko dari pihak yang memegang portofolio atau dalam pembahasan awal dikenal dengan diversifikasi portofolio. Dalam membangun sebuah portofolio yang dimiliki investor maka karakteristik investor harus dipahami. Karakteristik investor sangat bervariasi dan sangat berbeda. Dengan memahami karakteristik investor maka para manajer investasi dapat memberikan nasihat portofolio yang akan dibangun untuk investor.

Portofolio yang akan dibangun tidak akan terlepas dari situasi yang ada. Perkembangan ekonomi sangat berpengaruh terutama perkembangan tingkat bunga dan perkembangan pasar. Proses portofolio dalam Manurung (2010) mempunyai empat tahap, yaitu:

1. Tahap tujuan investasi
2. Tahap ekspektasi pasar
3. Tahap membangun portofolio
4. Tahap evaluasi kinerja

Tahap penentuan tujuan investasi merupakan tahapan awal yang harus dikerjakan oleh semua pihak bila ingin mengelola portofolio investasi. Pada tahap ini, investor harus memahami besarnya risiko yang ditolerir oleh investor atas portofolio investasi yang dimilikinya. Biasanya risiko yang ditolerir berkaitan erat dengan tingkat pengembalian yang diinginkan. Risiko yang tinggi maka akan menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi pula.

Dalam hal ini, perlu dipahami karakteristik investor yang bersangkutan. Apabila investor menginginkan risiko yang rendah dan tingkat pengembalian yang rendah, maka investor pada umumnya akan menjadi investor penghindar risiko (*risk averse*). Lain halnya dengan investor yang menginginkan tingkat pengembalian tinggi yang berkaitan dengan risiko yang ditolerir juga tinggi, maka untuk karakteristik ini investor lebih dikenal dengan istilah spekulan. Tujuan investasi yang dimaksud juga memberikan penggunaan uang di kemudian hari.

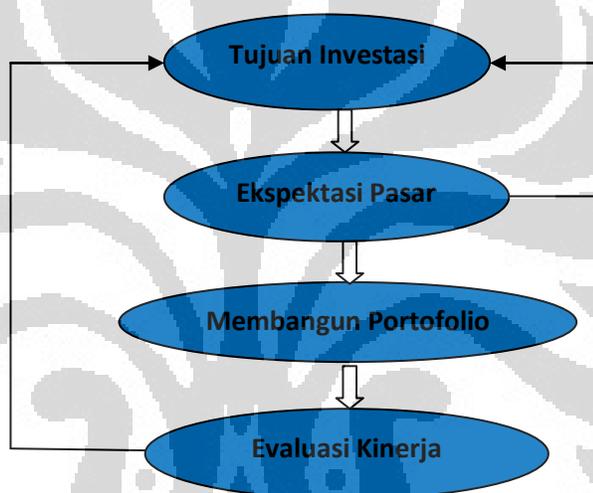
Periode investasi yang ditetapkan investor menjadi patokan untuk menentukan instrumen investasi yang akan diinvestasikan. Bila investor mempunyai periode investasi selama lima tahun maka investor bisa melakukan investasi kepada instrument investasi yang mempunyai periode lima tahun seperti obligasi lima tahun dan saham. Pada tahap kedua, merupakan tindakan investor yang mengumpulkan informasi mengenai seluruh instrument investasi yang ada dan keinginan berbagai pihak secara keseluruhan dikenal dengan pasar.

Informasi yang dibutuhkan yaitu ekspektasi pasar atas instrument investasi. Apabila ekspektasi pasar tersebut terlalu rendah atau terlalu tinggi dari tujuan investor, maka investor harus merevisi ulang tujuannya agar sesuai dengan pasar. Bila ekspektasi pasar tidak sesuai maka investor akan menemukan siklus investasi yang tidak sesuai. Pada tahap ketiga, merupakan tahap implementasi keahlian manajer investasi atas keinginan investor dan situasi pasar yang ada. Pada tahapan ini, manajer investasi membeli dan menjual instrumen investasi yang sesuai dengan keinginan investor.

Pada saat manajer investasi melakukan riset mengenai keadaan pasar maka manajer investasi sudah aset financial yang menjadi portofolio manajer investasi. Tahap keempat merupakan tahap akhir dari proses portofolio, yaitu melakukan perhitungan atas portofolio yang dikelola. Selanjutnya, hasil pengelolaan portofolio dalam bentuk tingkat pengembalian (*return*) dibandingkan dengan tingkat pengembalian patokan (*benchmark*). Kepuasan manajer investasi

akan terjadi bila tingkat pengembalian portofolio lebih tinggi dari tingkat pengembalian patokan. Hal ini juga menunjukkan keahlian manajer investasi dari segi alokasi aset, pemilihan instrument, dan kemampuan *market timing*.

Keempat tahapan ini, saling berkaitan karena hasil yang dicapai merupakan output dari tahapan sebelumnya. Oleh karenanya, tahapan awal merupakan tahap yang paling penting karena pada tahap tersebut merupakan titik berpijaknya manajer investasi. Investor harus mengungkapkan keinginannya dan toleransi terhadap risiko agar pembentukan portofolio dapat memenuhi keinginannya.



(Sumber: Manurung, 2010, p.99)

**Gambar 4.1 Tahap Proses Portofolio**

#### **4.9 Investor Dan Karakteristik Investasi**

Dalam investasi, investor dapat dikelompokkan ke dalam dua kelompok besar yaitu, investor individu dan kelompok institusi. Adapun pengelompokkan investor institusi yaitu, dana pensiun, asuransi, reksa dana, perusahaan, dan lembaga keuangan. Kedua kelompok ini memiliki perbedaan karakteristik baik dari risiko yang ditanggung, kategori, tujuan aset, jenis keputusan, hingga perhitungan pajak yang ditanggung. Berdasarkan karakteristik-karakteristik tersebut, maka manajer investasi dapat melakukan pendekatan yang berbeda serta alokasi aset yang berbeda pula dalam mengelola portofolio.

Perbedaan karakteristik tersebut terlihat pada table berikut:

**Tabel 4.7 Karakteristik Investor**

Karakteristik	Individu	Institusi
<b>Risiko</b>	Kerugian Uang	Simpangan Baku
<b>Kategori</b>	<i>Psychographics</i>	Karakter Investasi
<b>Tujuan Aset</b>	<i>Life-Cycle</i>	Aset dan Hutang
<b>Keputusan</b>	Keputusan Sendiri	Keputusan Tim
<b>Pajak</b>	Pajak Final	Bebas Pajak

(Sumber: Manurung, 2010, p.100)

Selanjutnya dalam menilai karakteristik personalitas investor, Bailard, Biehl, dan Kaiser (1986) memperkenalkan lima karakteristik. Terdapat dua sumbu, yaitu sumbu vertikal dan sumbu horizontal. Sumbu vertikal menyatakan aspek *psychology confident-anxious* dan sumbu horizontal menyatakan aspek *psychology careful-impetuous*. Kedua sumbu ini yang kemudian memberikan lima karakteristik investor yaitu *individualis, adventurer, guardian, celebrity*, serta *straight arrow*. Karakter *individualis* merupakan seseorang yang cenderung menghindari volatilitas yang ekstrim. *Individualis* ini mempunyai keinginan yang tinggi dan yakin serta tidak ingin terburu-buru. Pada umumnya suka melakukan riset sendiri dan dapat disebut klien yang ideal dan merupakan tipe rasional investor.

Sementara itu, *adventurer* adalah seseorang yang suka melakukan pekerjaan dengan sendiri karena mempunyai keyakinan yang tinggi dan biasanya merupakan seorang pengusaha. *Adventurer* ini sangat sulit untuk diberikan nasihat karena mempunyai pengetahuan, pikiran, serta ide dalam berinvestasi. Di samping itu, *adventurer* sangat suka menanggung risiko sehingga sangat berkonsentrasi pada perjudian, sangat terdiversifikasi, dan memiliki banyak aset. *Celebrity* merupakan karakteristik seseorang yang mengikuti tren sekitar dan sangat kerakutan bila ditinggal oleh kelompoknya. Kelompok ini tidak mempunyai ide tentang investasi tetapi untuk kehidupan sangat dimiliki serta menjadi perebutan para manajer.

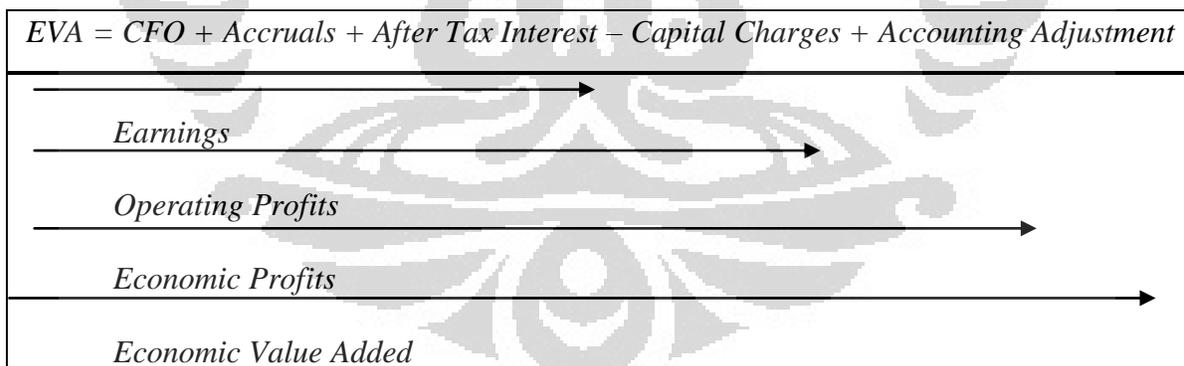
*Guardian* adalah kelompok yang sangat hati-hati dan kurang yakin sehingga lebih menyukai yang aman saja dan melindungi kekayaannya untuk masa depan. Dalam arti lain,

kelompok ini tidak suka untuk volatilitas tinggi, tidak mempunyai kemampuan untuk meramalkan di masa mendatang, sehingga membutuhkan tuntutan dalam berinvestasi. *Straight arrow* adalah kelompok yang tidak termasuk dalam keempat kelompok yang sudah dijelaskan sebelumnya. Kelompok ini merupakan kelompok investor rata-rata dan dianggap relative seimbang dari empat karakteristik tersebut dan biasanya dapat menerima risiko yang medium.

#### 4.10 Dampak Penerbitan Obligasi PLN Terhadap *Economic Value Added* (EVA)

Alat analisis yang dikenal dengan *Economic Value Added* (EVA), pertama kali dikembangkan oleh perusahaan konsultan Stern dan Stewart pada tahun 1982. Konsep ini diperkenalkan melalui bukunya yang sangat terkenal yaitu "*The Quest for Value*". Investasi yang dilakukan perusahaan, banyak sekali hanya mengejar penjualan agar kelangsungan hidup perusahaan berjalan. Para pemimpin perusahaan hanya menggunakan NPV atas proyek yang dilakukan memberikan hasil positif. Akan tetapi NPV yang positif tersebut belum memberikan nilai tambah terhadap perusahaan. Oleh karenanya, EVA dapat disebut sebagai alat mengukur hasil yang diperoleh perusahaan atas tindakan investasi yang dilakukan, dimana ukurannya yaitu investasi yang dilakukan tersebut harus dapat memenuhi seluruh biaya yang dikeluarkan perusahaan.

**Gambar 4.2 Konsep *Economic Value Added***



(Sumber: Manurung,2011,p.98)

Adapun rumusan perhitungan EVA adalah sebagai berikut:

$$EVA = NOPAT - Cost\ of\ Capital \times Invested\ Capital \quad (4.1)$$

dimana  $NOPAT = Net\ Operating\ After\ Tax$

$$EVA = (c-k) \times Invested\ Capital \quad (4.2)$$

dimana:  $k$  = Biaya Modal

$$c = NOPAT / Capital\ Invested\ dikenal\ dengan\ RONA$$

*Invested Capital* adalah jumlah dari seluruh pembiayaan perusahaan dan tidak termasuk pinjaman kepada pihak ketiga tanpa bunga seperti hutang usaha, hutang pajak, biaya yang belum dibayar dan sebagainya. Oleh karenanya *invested capital* merupakan hasil jumlah ekuitas dengan hutang yang dikenai bunga baik jangka pendek maupun jangka panjang dan hutang lainnya. Sementara itu, NOPAT adalah pendapatan yang diperoleh dan tersedia untuk pemegang saham ditambah biaya bunga setelah pajak.

**Tabel 4.8 Perbandingan Perhitungan EVA 1991 & EVA 1992**

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA		
<b>NOPAT Calculation for EVA</b>		
	<i>Without Bond</i> 31 March 1991	<i>First Bond</i> 31 March 1992
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	185.065.437.918	543.701.901.151
<b>LIABILITIES</b>	5.606.842.324.975	6.340.695.536.576
<b>EQUITY</b>	1.578.176.518.776	1.653.013.914.998
<b>CAPITAL</b>	6.876.870.481.064	9.591.149.024.276
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	185.065.437.918	543.701.901.151
<b>EQUITY</b>	1.578.176.518.776	1.653.013.914.998
<b>ROE</b>	11,7265%	32,8916%
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	185.065.437.918	543.701.901.151
<b>INTEREST EXPENSE</b>	(230.645.164.115)	(292.673.378.811)
<b>NOPAT</b>	45.579.726.197	251.028.522.340
<b>CAPITAL</b>	6.876.870.481.064	9.591.149.024.276
<b>C</b>	1,6628%	5,3173%
<b>WACC</b>	2%	4%
<b>EVA</b>	67.072.301.095	126.343.585.024

Sumber: Hasil olahan penulis

Dari hasil olahan penulis, diperoleh bahwa proyeksi per periode 1 April 1990 – 31 Maret 1991, PT, PLN (Persero) belum melakukan investasi dengan penerbitan obligasi, sementara periode 1 April 1991- 31 Maret 1992 PT. PLN (Persero) telah menerbitkan obligasi pertamanya. Dari hasil ini, dapat dilihat bahwa EVA memberikan hasil positif Rp 126,343,585,024 hal ini berarti investasi yang dilakukan memberikan keuntungan bagi PT. PLN (Persero) itu sendiri.

**Universitas Indonesia**

Dalam perkembangan selanjutnya obligasi PLN terus berkembang hingga pada tahun 2010 PLN telah berhasil menerbitkan 12 seri obligasi konvensional, lima seri obligasi sukuk syariah, dan empat seri *guaranteed notes*.

**Tabel 4.9 Proyeksi Perhitungan EVA**

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA <b>NOPAT Calculation for EVA</b> (MILLIONS RUPIAH)	Prediction					
	Dec 2012	Dec 2013	Dec 2014	Dec 2015	Dec 2016	Dec 2017
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	14.355.771	18.614.221	15.949.001	17.706.597	17.208.225	18.774.610
<b>LIABILITIES</b>	307.959.512	322.631.301	349.130.573	374.197.906	388.344.543	399.438.988
<b>EQUITY</b>	176.547.458	196.983.794	212.625.684	231.357.781	248.712.708	267.883.206
<b>CAPITAL</b>	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	14.355.771	18.614.221	15.949.001	17.706.597	17.208.225	18.774.610
<b>EQUITY</b>	176.547.458	196.983.794	212.625.684	231.357.781	248.712.708	267.883.206
<b>ROE</b>	8.13%	9.45%	7.5%	7.65%	6.92%	7.01%
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	14.355.771	18.614.221	15.949.001	17.706.597	17.208.225	18.774.610
<b>INTEREST EXPENSE</b>	(7.999.969)	(12.940.796)	(14.113.529)	(15.500.864)	(17.143.331)	(17.922.053)
<b>NOPAT</b>	6.355.802	5.673.425	5.835.472	5.205.733	4.264.894	4.852.557
<b>CAPITAL</b>	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380	46.197.380
<b>C</b>	13,76%	12,28%	12,63%	11,27%	9,23%	10,50%
<b>WACC</b>	7.17%	6.67%	6.94%	6.4%	5.72%	5.75%
<b>EVA</b>	5.516.651	4.427.397	4.625.322	3.501.462	3.881.318	4.253.460

Sumber: Hasil olahan penulis

Selanjutnya penulis juga membuat proyeksi perhitungan EVA dari periode Desember 2012- Desember 2017. Dari hasil diatas terlihat bahwa hasil proyeksi perhitungan EVA positif yaitu hasil investasi melebihi biaya capital perusahaan yang bersangkutan. Dalam hal ini berarti, investasi yang dilakukan PT.PLN (Persero) memberikan keuntungan baik kepada PT.PLN (Persero) sendiri dan juga kepada investor.

#### 4.11 Dampak Penerbitan Obligasi PLN Terhadap Perhitungan Rasio

Perusahaan pemeringkat obligasi menggunakan basis pemeringkatan mereka dari analisis trend dan tingkat rasio keuangan penerbit. Rasio-rasio penting, menurut Ross (2010) yang digunakan untuk menilai keamanan:

1. Rasio pengungkit (*leverage ratio*) merupakan rasio utang terhadap modal. Jika hasil dari rasio ini terlalu tinggi maka hal ini mengindikasikan utang yang berlebihan, dan menunjukkan bahwa perusahaan tidak mampu menciptakan laba untuk membayar kewajiban obligasinya.
2. Rasio Cakupan (*coverage ratio*) merupakan rasio dari laba perusahaan terhadap biaya tetap. Rasio ini terdiri dari: *times interest earned*, yaitu rasio laba sebelum pembayaran bunga dan pajak atas kewajiban bunga. *Fixed charge coverage* termasuk pembayaran sewa guna dan dana pelunasan (*sinking fund*) dengan kewajiban bunga untuk kemudian diikutsertakan dengan rasio pendapatan atas seluruh kewajiban kas tetap. Rasio cakupan ini apabila rendah kemungkinan adanya kesulitan arus kas.
3. Rasio likuiditas (*liquidity ratio*) rasio ini merupakan rasio yang menghitung kemampuan perusahaan dalam membayar tagihan-tagihan dengan aset likuid perusahaan. Rasio ini terdiri dari rasio lancar (aktiva lancar/kewajiban jangka pendek) dan rasio cepat (aktiva tetap tanpa persediaan/ kewajiban jangka pendek).

**Tabel 4.8 Rasio-Rasio Keuangan PT. PLN (Persero)**

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA							DRAFT
							7%-10
Rasio-Rasio (MILLIONS RUPIAH)	Prediction						
	Des 2011	Des 2012	Des 2013	Des 2014	Des 2015	Des 2016	Des 2017
<b>Rasio Pertumbuhan</b>							
1. Aset (%)	1.15	1.13	1.07	1.08	1.08	1.05	1.05
2. Kewajiban (%)	1.15	1.13	1.05	1.08	1.07	1.04	1.03
3. Ekuitas (%)	1.16	1.14	1.12	1.08	1.09	1.08	1.08
4. Pendapatan Usaha (%)	1.05	1.03	1.02	1.09	1.10	1.12	1.12
5. Laba/Rugi Usaha (%)	2.03	2.00	1.30	0.86	1.11	0.97	1.09
6. Laba/Rugi sebelum pajak (%)	2.25	2.15	1.30	0.86	1.11	1.10	1.09
<b>B. Rasio Usaha &amp; Keuangan</b>							
1. L/R Usaha thdp Pendapatan Usaha	3.46%	6.68%	8.54%	6.74%	6.79%	5.91%	5.77%
2. L/R Usaha thdp Ekuitas (ROE)	4.63%	8.13%	9.45%	7.50%	7.65%	6.92%	7.01%
3. L/R Usaha thdp Aset (ROA)	1.68%	2.96%	3.58%	2.84%	2.92%	2.70%	2.81%
4. Kas thdp Pendapatan Usaha	10.62%	7.32%	5.28%	4.37%	3.85%	3.53%	3.33%
5. Perputaran Material	20,3x	26,3x	26,9x	25,5x	24,5x	23,3x	24,5x
6. Perputaran Aktiva Tetap	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
7. Perputaran Piutang Pelanggan	52,5x	55,7x	58,3x	60,2x	62,3x	64,2x	65,7x
8. Umur Piutang Pelanggan (hari)	6,2	6,0	5,4	5,2	4,8	4,2	3,7
9. Jumlah Kewajiban Terhadap Ekuitas	174.90%	174.43%	163.79%	164.20%	161.74%	156.14%	149.11%
10. Solvabilitas	52,5%	56,7%	63,2%	66,7%	72,8%	75,2%	77,3%
11. Likuiditas	102,5%	108,6%	112,6%	117,5%	121,8%	124,7%	127,3%
12. Rasio Ekuitas dengan Aset	36.38%	36.44%	37.91%	37.85%	38.21%	39.04%	40.14%
13. Rasio Ekuitas dengan Aktiva Tetap (bersih)	42.16%	40.46%	41.14%	40.91%	41.22%	42.17%	43.46%
14. Rasio Aktiva Tetap (kotor) dengan Hutang Jangka Panjang	200.29%	196.60%	205.74%	201.10%	205.44%	210.85%	212.62%
<b>C. Rasio Coverage</b>							
1. EBIT <i>Interest Coverage Ratio</i>	0,2x	0,4x	-1,7x	0,2x	-1,3x	0,12x	0,16x
2. EBITDA <i>Interest Coverage Ratio</i>	2,3x	2,1x	1,8x	1,5x	1,3x	0,8x	0,5x

Sumber : Hasil olahan penulis

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Pasar obligasi akan senantiasa mengalami fluktuasi seiring dengan perubahan tingkat risiko dari waktu ke waktu. Perubahan tingkat risiko tersebut akan diapresiasi para pelaku pasar, yang diinterpretasikan dalam kenaikan atau penurunan tingkat bunga di pasar obligasi. Perubahan tingkat bunga acuan tersebut akan berimbas pada tingkat bunga yang diharapkan investor dari obligasi PLN. Dari hasil studi kasus ini, maka penulis mengambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Keputusan PT. PLN (Persero) untuk mendanai investasinya dengan menerapkan penerapan penerbitan obligasi, merupakan alternatif pendanaan yang tepat. Hal ini disebabkan oleh karena, penerbitan obligasi PLN telah mengukir beberapa rekor obligasi di pasar obligasi seperti: *issuer* dengan nilai terbesar di pasar dalam negeri sebesar Rp 3 triliun (2006), *new issuer* terbesar di Asia melalui penerbitan *guaranteed note* 2006 senilai US\$1.000.000.000, dan merupakan *Indonesian Corporate Bond* dengan tenor terpanjang yaitu 30 tahun (2007). Fluktuasi tingkat bunga acuan akan membuka kesempatan bagi PLN untuk melakukan *buy back* terhadap obligasi yang sedang beredar, meskipun banyak faktor lain yang harus dipertimbangkan sebelum melakukan *buy back* terhadap obligasi. Hal ini juga sangat tergantung pada kondisi keuangan PLN pada saat kebijakan *buy back* diputuskan serta proyeksi *cashflow* di kemudian hari.
2. Sementara itu terkait dengan proses diversifikasi pendanaan, jika dilihat dari kacamata investor, maka obligasi tetap menempati urutan teratas, walaupun tidak dipungkiri sumber diversifikasi lainnya yang dapat diterapkan oleh PT. PLN (Persero) juga mampu memberikan nilai tambah. Selain itu bagi investor, apapun kebijakan yang akan ditempuh PLN terhadap obligasi dengan status *existing bond* maka investor memandangnya sebagai sebuah potensi keuangan. Kalkulasi investor terkait hal ini, didasari atas keyakinan bahwa jika PLN bermaksud untuk melakukan *buy back* terhadap *existing bond*, maka investor selalu mengharapkan adanya *capital gain* dari transaksi itu. Sementara itu dari sudut pandang PT. PLN (Persero) mereka sudah mampu melihat pentingnya proses diversifikasi pendanaan melalui alternatif manajemen obligasi baik berupa *refinancing*, *tender offer*, atau *exchange offer* ataupun melalui penerapan

diversifikasi berupa *leasing*, *Independent Power Producer (IPP)*, *Medium Term Note (MTN)*, *Subsidiary Loan Agreement (SLA)*, *government loan*, atau *bank loan*. *Refinancing* merupakan program kebijakan manajemen obligasi dimana obligasi yang akan jatuh tempo dapat dibayarkan lebih awal dengan menerbitkan obligasi baru dengan tingkat bunga yang lebih rendah. Sementara itu *tender offer*, merupakan program baru dari kebijakan manajemen obligasi dimana dapat melakukan *buy back* terhadap serangkaian obligasi dengan masa jatuh tempo yang berbeda. Pelunasan lebih awal tersebut juga akan dipenuhi dari *proceed* penjualan obligasi baru dengan tenor yang baru dan dengan tingkat bunga yang lebih rendah. Program kebijakan manajemen obligasi yang ketiga adalah *exchange offer*. Dalam program ini pemegang obligasi lama ditawarkan kesempatan untuk menukar obligasi yang dimilikinya dengan obligasi baru, dengan tenor yang baru, dan dengan tingkat bunga yang lebih rendah. Berdasarkan berbagai pengalaman di *market*, tentu saja Divisi Keuangan Korporat yang ditugasi untuk mengelola pendanaan (obligasi) dituntut untuk mampu memahami fluktuasi pasar dan perilaku investor, disamping pemahaman yang baik tentang keuangan PLN. Hal ini dimaksudkan agar Divisi Keuangan Korporat dapat menentukan alternatif pendanaan dan *timing* yang tepat menerbitkan obligasi baru, maupun transaksi *buy back*, *tender offer*, atau *exchange offer* agar dapat meningkatkan efisiensi bagi PLN di kemudian hari.

3. Dalam kaitannya dengan pendekatan EVA apakah pendekatan ini *relevant*, maka penulis dapat mengambil kesimpulan bahwa pendekatan ini bisa saja diterapkan oleh PT. PLN (Persero) selama PT. PLN mampu untuk memperhitungkan faktor-faktor diluar data historis, seperti faktor non ekonomis yang terjadi. Disamping itu transparansi laporan keuangan PT. PLN (Persero) juga akan menjadi tantangan tersendiri dalam kaitannya dengan penerapan pendekatan EVA tersebut.

## 5.2 Saran

Sejauh ini PLN telah berpengalaman dengan berbagai instrument pinjaman, mulai dari penerusan pinjaman Pemerintah (SLA), pinjaman bank (domestik maupun bank asing), obligasi domestik (konvensional maupun syariah) dan obligasi internasional, *leasing*, IPP, dan *Medium Term Note (MTN)*. Masing-masing jenis pinjaman itu memiliki keunggulan dan kelemahan yang berbeda, sehingga perlu dikombinasikan untuk meminimalkan risiko

perusahaan. Dari studi kasus yang dilakukan penulis maka saran yang bisa diberikan antara lain:

1. Hal yang perlu mendapat perhatian bagi akademisi dan pihak investor adalah bahwa kebijakan penambahan pinjaman dalam struktur pendanaan memiliki batas maksimum, meskipun secara teori keuangan penambahan pinjaman akan meningkatkan *value* dari perusahaan. Pada titik tertentu, jumlah pinjaman yang terakumulasi akan meningkatkan risiko perusahaan di mata investor, sehingga tingkat bunga dari pinjaman menjadi meningkat dan tidak ekonomis bagi perusahaan. Maka menurut penulis langkah yang bisa diterapkan dalam penilaian investasi yang tepat dalam pengajaran secara akademik harus mampu menilai pengukuran pendanaan yang tepat bagi investor.
2. Penulis juga menyarankan kepada PLN untuk mungkin bisa mempertimbangkan penerbitan *preferred stock*, sejenis saham tanpa hak suara, akan tetapi berhak mendapatkan dividen dalam *rate* tertentu meskipun PLN mengalami kerugian. Perlu juga dikaji kemungkinan untuk mendanai proyek-proyek PLN dengan menggunakan pinjaman bank berjangka pendek yang diiringi dengan penerbitan obligasi jangka panjang untuk *me-refinancing* saldo pinjaman bank tersebut. Tujuan yang ingin dicapai dari strategi ini adalah untuk menurunkan *idle cash*, mendapatkan tingkat bunga rendah pada saat konstruksi agar *interest during construction* dapat diturunkan. Apabila proyek sudah beroperasi, maka semua saldo kewajiban kepada bank dapat dilunasi dari *proceed* yang diperoleh dari penerbitan obligasi.
3. Saran bagi PLN untuk jangka panjang adalah sudah waktunya untuk PLN mulai mempertimbangkan alternatif pendanaan melalui penerbitan instrument ekuitas (saham), agar rasio pinjaman terhadap ekuitas tidak semakin besar dan mengkhawatirkan kreditor. Jika divestasi PT. PLN (Persero) dianggap dapat menimbulkan isu politis dan sulit untuk diwujudkan, tentunya setelah melalui proses kajian dan perbaikan untuk memaksimalkan nilai jual. Melalui *Initial Public Offer* (IPO) tersebut, setidaknya PLN tidak akan dibebani lagi dengan kewajiban penyediaan pendanaan untuk menggulirkan investasi pada anak perusahaan tersebut, akibat adanya *restriction* yang membatasi kemampuan anak perusahaan memperoleh pinjaman bank.

## DAFTAR REFERENSI

- Bodie, Zvi, Alex Kane, and J. Marcus (2005), "*Investments*" 6<sup>th</sup> edition, Singapore: McGraw-Hill
- Damodaran, Aswath (2002), "*Investments Valuation*" 2<sup>nd</sup> edition, New York: John Wiley & Son
- Duran, David (1989), "*Afterthoughts on A Controversy with MM, Plus New Thoughts on Growth and The Cost of Capital*", *Financial Management*, Summer
- Fabozzi, F.J (1995), "*Investment Management*", Prentice Hall Englewood Cliffs NJ
- Fuller, Russell J. and James L. Farrell (1987), "*Modern Investments and Security Analysis*", Singapore: McGraw-Hill
- Graham, Benjamin (2003), "*The Intelligent Investor: The Definitive Book of Value Investing*" Revised edition, New York: HarperCollins
- Hagin, Robert L. (2004), "*Investment Management: Portfolio Diversification, Risk and Timing Fact and Fiction*", Revised edition, New Jersey: John Wiley & Son
- Hamdani, Yusuf (2011), "*Obligasi PLN*" edisi pertama, Jakarta: PLN
- Hart, Oliver (1995), "*Firms Contracts and Financial Structure*", Oxford University Press
- <http://www.bapepam.go.id/old/old/news/>
- <http://www.dpk.depkeu.go.id/static/>
- <http://www.pln.co.id/>
- Isaac, David and Terry Steley (2000), "*Property Valuation Techniques*", 2<sup>nd</sup> edition, Macmillan Press Ltd
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976), "*Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp. 305-360
- Kahl, Matthias (2002), "*Economic Distress, Financial Distress and Dynamic Liquidation*", 4<sup>th</sup> edition, The Dryden Press
- Knight, James A. (1998), "*Value Based Management: Developing A Systematic Approach to Creating Shareholder Value*", Singapore: McGraw-Hill
- Manurung, Adler H. (2010), "*Obligasi Harga Portfolio & Perdagangannya*", Jakarta : Penerbit PT. Adler Manurung Press

- Manurung, Adler H. (2011), "*Valuasi Wajar Perusahaan*", Jakarta : Penerbit PT. Adler Manurung Press
- Manurung, Adler H. (2012), "*Teori Keuangan Perusahaan*", Jakarta : Penerbit PT. Adler Manurung Press
- Masulis, Ronald W. (1988), "*The Debt Equity Choice*", Ballinger Publishing Company
- Megginson, William L. (1997), "*Corporate Finance Theory*", Addison Wesley Publishing
- Modigliani, F., and Miller, M.H (1963), "*Corporate Income Taxes and Cost of Capital*", *American Economic Review*, June, Vol.53
- Monks., R.A.G., Lajoux, A.,R., (2011), "*Corporate Valuation for Portfolio Investment – Analyzing Assets, Earnings, Cash flow, Stock Price, Governance, and Special Situations*", Canada: Bloomberg Press
- Morin, Roger A. and Sherry L. Jarrell (2001), "*Driving shareholder Value: Value Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*", Singapore: McGraw-Hill
- Ross, Stephen A., Westerfield. Randolph W. & Jeffe. Jeffrey (2010), "*Corporate Finance*", 9<sup>th</sup> edition, Singapore: McGraw-Hill International
- Rubenstein, Mark E. (1973), "*A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory*", *Journal of Finance*, March, pp.167-181
- Rumelt, Richard P. (1986), "*Strategy, Structure and Economic Performance*", Harvard Business School Press
- Smith, C.W. (1990), "*The Modern Theory of Corporate Finance*", Singapore: McGraw Hill
- Stern, J.M and D.H. Chew (1986), "*The Revolution in Corporate Finance*", Basil Blackwell (SC)
- Stiglitz, Joseph E. (1969), "*A Re-examination of Modigliani-Miller Theorem*", *American Economic Review*, pp. 784-793
- Widjaja, Gunawan & Jono (2010), "*Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Amanat dalam Pasar Modal*", Jakarta: Prenada Media Group
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne (2001), "*EVA and Value Based Management*", Singapore: McGraw-Hill
- Zwiebel, Jeffery (1996), "*Dynamic Capital Structure Under Managerial Entrenchment*", *American Economic Review*, Vol.86, No.5, pp. 1197-1215

Lampiran 1 Proyeksi *Income Statement* PT. PLN (Persero)

<b>PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA</b>									DRAFT
<b>INCOME STATEMENT</b>									7%-10
(MILLIONS RUPIAH)		Prediction							
		Des 2011	Des 2012	Des 2013	Des 2014	Des 2015	Des 2016	Des 2017	
<b>REVENUES</b>									
SALE OF ELECTRICITY		112,844,853	116,159,404	144,849,747	157,227,532	170,233,680	184,034,026	203,216,546	
CUSTOMER CONNECTION FEES		1,008,730	1,006,873	1,082,857	1,195,457	1,299,384	1,405,308	1,515,649	
GOVERNMENT SUBSIDY		93,177,740	96,722,532	71,072,227	77,047,518	88,131,965	104,676,700	119,308,202	
OTHERS		986,500	873,546	993,311	1,079,163	1,169,684	1,265,839	1,361,053	
<b>TOTAL REVENUES</b>		<b>208,017,823</b>	<b>214,762,355</b>	<b>217,998,142</b>	<b>236,549,671</b>	<b>260,834,712</b>	<b>291,381,873</b>	<b>325,401,449</b>	
<b>OPERATING EXPENSES</b>									
FUEL AND LUBRICANTS		(120,553,008)	(103,178,615)	(92,290,846)	(95,482,740)	(95,035,842)	(99,041,759)	(99,757,570)	
PURCHASED ELECTRICITY		(29,717,769)	(36,169,735)	(34,394,876)	(40,454,218)	(56,503,002)	(73,870,922)	(98,315,773)	
SPARE PARTS USED		(5,610,549)	(7,980,435)	(8,840,120)	(10,170,432)	(11,271,139)	(12,500,589)	(13,854,036)	
CONTRACTORS' FEES		(5,996,941)	(8,031,039)	(8,870,969)	(10,205,923)	(11,310,472)	(12,544,212)	(13,902,382)	
PERSONNEL		(13,197,075)	(16,522,508)	(17,718,369)	(19,005,802)	(20,392,180)	(21,885,499)	(23,494,424)	
DEPRECIATION		(13,916,723)	(15,881,926)	(20,238,544)	(22,203,997)	(24,156,954)	(26,016,256)	(27,050,781)	
OTHERS		(4,405,234)	(4,624,197)	(5,212,954)	(5,737,334)	(6,306,747)	(6,927,104)	(7,582,944)	
<b>TOTAL OPERATING EXPENSES</b>		<b>(193,397,299)</b>	<b>(192,388,454)</b>	<b>(187,566,678)</b>	<b>(203,260,445)</b>	<b>(224,976,336)</b>	<b>(252,786,341)</b>	<b>(283,957,910)</b>	
<b>INCOME (LOSS) FROM OPERATIONS</b>		<b>14,620,524</b>	<b>22,373,901</b>	<b>30,431,464</b>	<b>33,289,226</b>	<b>35,858,376</b>	<b>38,595,532</b>	<b>41,443,539</b>	
<b>OTHER INCOME (CHARGES)</b>									
INTEREST INCOME		503,983	596,547	926,248	791,638	755,096	753,815	773,045	
INTEREST EXPENSE AND FINANCING CHARGES		(7,823,917)	(7,999,969)	(12,940,796)	(14,113,529)	(15,500,864)	(17,143,331)	(17,922,053)	
GAIN (LOSS) ON FOREIGN EXCHANGE (NET)		(1,325,217)	1,180,380	2,743,883	(1,942,089)	(1,019,601)	0	0	
OTHERS (NET)		1,897,037	738,284	738,284	738,284	738,284	738,284	738,284	
<b>PROFIT (LOSS) BEFORE TAX</b>		<b>7,872,410</b>	<b>16,889,142</b>	<b>21,899,084</b>	<b>18,763,530</b>	<b>20,831,291</b>	<b>22,944,300</b>	<b>25,032,814</b>	
<b>TAX EXPENSE</b>									
CURRENT TAX		(1,114,908)	(2,950,729)	(3,117,629)	(2,092,152)	(1,768,315)	(3,259,518)	(2,740,938)	
DEFERRED TAX		436,124	417,357	(167,233)	(722,378)	(1,356,379)	(2,476,557)	(3,517,265)	
<b>PROFIT (LOSS) FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>		<b>7,193,626</b>	<b>14,355,771</b>	<b>18,614,221</b>	<b>15,949,001</b>	<b>17,706,597</b>	<b>17,208,225</b>	<b>18,774,610</b>	

Lampiran 2 Proyeksi *Balance Sheet* PT. PLN (Persero)

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA #REF! <b>BALANCE SHEET</b> (MILLIONS RUPIAH)	DRAFT 7%-10						
	Prediction						
	Des 2011	Des 2012	Des 2013	Des 2014	Des 2015	Des 2016	Des 2017
<b>ASSETS</b>							
<b>NON-CURRENT ASSETS</b>							
PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT (ACCUMULATED DEPRECIATION)	374,844,274 (113,564,503)	473,372,700 (129,446,429)	544,608,492 (149,684,973)	603,549,419 (171,888,970)	669,384,277 (196,045,925)	741,858,936 (222,062,181)	796,211,194 (249,112,962)
PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT (NET)	261,279,771	343,926,271	394,923,519	431,660,449	473,338,352	519,796,755	547,098,232
CONSTRUCTION IN PROGRESS	97,397,726	83,001,860	74,507,237	78,761,240	78,617,861	60,643,976	59,870,491
LONG TERM INVESTMENTS	1,180,706	1,180,706	1,180,706	1,180,706	1,180,706	1,180,706	1,180,706
DEFERRED TAX ASSETS	18,018	0	0	0	0	0	0
ASSETS NOT USED IN OPERATIONS	1,713,669	1,299,503	1,299,503	1,299,503	1,299,503	1,299,503	1,299,503
RECEIVABLES FROM RELATED PARTIES	792,866	792,866	792,866	792,866	792,866	792,866	792,866
RESTRICTED CASH IN BANKS & TIME DEPOSITS	3,889,763	3,889,763	3,889,763	3,889,763	3,889,763	3,889,763	3,889,763
OTHER NON-CURRENT ASSETS	2,218,888	2,218,888	2,218,888	2,218,888	2,218,888	2,218,888	2,218,888
<b>TOTAL NON-CURRENT ASSETS</b>	<b>368,491,407</b>	<b>436,309,857</b>	<b>478,812,482</b>	<b>519,803,414</b>	<b>561,337,939</b>	<b>589,822,457</b>	<b>616,350,449</b>
<b>CURRENT ASSETS</b>							
CASH & CASH EQUIVALENTS	22,088,093	15,717,995	11,516,361	10,333,577	10,054,707	10,282,331	10,823,894
SHORT-TERM INVESTMENTS	636,264	636,264	636,264	636,264	636,264	636,264	636,264
TRADE ACCOUNTS RECEIVABLE (NET)	3,504,823	4,296,307	5,357,456	5,815,265	6,296,314	6,806,738	7,516,228
RECEIVABLES ON ELECTRIC SUBSIDY	12,101,668	5,901,668	(57,079)	(57,079)	(57,079)	(57,079)	(57,079)
OTHER RECEIVABLES	899,548	899,548	899,548	899,548	899,548	899,548	899,548
INVENTORIES (NET)	15,654,104	17,047,319	18,752,051	20,627,256	22,689,982	24,958,980	27,454,878
PREPAID TAXES	2,493,618	2,493,618	2,493,618	2,493,618	2,493,618	2,493,618	2,493,618
PREPAID EXPENSES AND ADVANCES	1,204,394	1,204,394	1,204,394	1,204,394	1,204,394	1,204,394	1,204,394
<b>TOTAL CURRENT ASSETS</b>	<b>58,582,512</b>	<b>48,197,113</b>	<b>40,802,613</b>	<b>41,952,843</b>	<b>44,217,748</b>	<b>47,224,794</b>	<b>50,971,745</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>427,073,919</b>	<b>484,506,970</b>	<b>519,615,095</b>	<b>561,756,257</b>	<b>605,555,687</b>	<b>637,047,251</b>	<b>667,322,194</b>
<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>							
<b>EQUITY</b>							
CAPITAL STOCK	46,197,380	46,197,380	46,197,380	46,197,380	46,197,380	46,197,380	46,197,380
ADDITIONAL PAID-IN CAPITAL	40,050,208	49,050,208	58,050,208	67,050,208	76,050,208	85,050,208	94,050,208
RETAINED EARNINGS	69,005,188	81,199,274	92,635,610	99,277,500	109,009,597	117,364,524	127,535,022
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>155,353,372</b>	<b>176,547,458</b>	<b>196,983,794</b>	<b>212,625,684</b>	<b>231,357,781</b>	<b>248,712,708</b>	<b>267,883,206</b>
<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>							
DEFERRED REVENUE	14,587,906	19,608,046	21,657,136	23,909,145	25,987,670	28,106,163	30,312,972
DEFERRED TAX LIABILITIES	9,669,360	12,213,051	12,380,284	13,102,662	14,459,041	16,935,598	20,452,863
LONG TERM LIABILITIES (NET OF CURRENT MATURITIES)	183,975,272	221,929,819	232,725,724	258,479,369	273,236,600	279,730,576	289,877,866
<b>TOTAL NON-CURRENT LIABILITIES</b>	<b>208,246,529</b>	<b>253,764,907</b>	<b>266,777,135</b>	<b>295,505,167</b>	<b>313,697,302</b>	<b>324,786,329</b>	<b>340,657,692</b>
<b>CURRENT LIABILITIES</b>							
TRADE ACCOUNTS PAYABLE	23,008,276	12,109,215	11,139,110	12,008,826	13,381,642	15,239,447	17,418,689
OTHER PAYABLE (CUSTOMER SECURITY DEPOSIT & PROJECT COST PAYABLE)	10,014,433	10,014,433	8,825,549	7,636,664	6,447,780	5,258,895	4,070,011
TAXES PAYABLE	955,509	2,950,729	3,117,629	2,092,152	1,768,315	3,259,518	2,740,938
ACCRUED EXPENSES	5,285,033	145,724	145,724	145,724	145,724	145,724	145,724
CURRENT MATURITIES OF LONG TERM LIABILITIES	24,210,767	28,974,504	32,626,154	31,742,040	38,757,143	39,644,630	34,405,934
<b>TOTAL CURRENT LIABILITIES</b>	<b>63,474,018</b>	<b>54,194,605</b>	<b>55,854,166</b>	<b>53,625,407</b>	<b>60,500,604</b>	<b>63,548,214</b>	<b>58,781,296</b>
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>427,073,919</b>	<b>484,506,970</b>	<b>519,615,095</b>	<b>561,756,257</b>	<b>605,555,687</b>	<b>637,047,251</b>	<b>667,322,194</b>

Lampiran 3 Proyeksi *Cash Flow* PT. PLN (Persero)

PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA #REF!									Ver. 6 8%-10
<b>CASH FLOW STATEMENT</b>									
(MILLIONS RUPIAH)		Audited 31-Dec-10	31-Dec-11	31-Dec-12	31-Dec-13	31-Dec-14	31-Dec-15	31-Dec-16	
<b>CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES</b>									
CASH RECEIPTS FROM CUSTOMERS		107,113,132	118,911,777	150,172,466	175,556,530	191,215,887	206,727,635	229,218,757	
CASH PAID TO SUPPLIERS AND EMPLOYEES		(130,898,177)	(168,838,848)	(160,392,923)	(159,442,958)	(171,370,564)	(190,619,971)	(216,284,491)	
CASH PAID FOR OTHER OPERATIONS		-	(4,226,034)	790,297	790,297	790,297	790,297	790,297	
GOVERNMENT SUBSIDY RECEIVED		54,153,118	83,638,454	59,748,596	41,523,950	41,461,983	46,470,172	54,828,134	
INTEREST EXPENSE PAID		(7,326,989)	(9,138,264)	(12,157,289)	(14,489,099)	(15,568,200)	(16,697,273)	(17,843,911)	
INTEREST RECEIVED		797,362	808,098	441,449	439,057	438,565	438,711	438,670	
INCOME TAX PAID		(897,177)	1,516,206	(1,592,886)	(1,726,904)	(2,638,809)	(2,457,283)	(1,462,549)	
<b>NET CASH PROVIDED BY OPERATING ACTIVITIES</b>		<b>22,969,258</b>	<b>22,671,388</b>	<b>37,009,711</b>	<b>42,650,872</b>	<b>44,329,159</b>	<b>44,652,288</b>	<b>49,684,907</b>	
<b>CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES</b>									
PROCEEDS FROM SALE OF PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT		72,499	-	-	-	-	-	-	
ADDITION TO PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT, CONSTRUCTION IN PROGRESS AND ASSETS NOT USED IN OPERATIONS		(33,450,265)	(62,066,630)	(76,616,941)	(61,511,994)	(66,262,289)	(63,490,283)	(51,232,884)	
DECREASE (INCREASE) IN RECEIVABLES FROM RELATED PARTIES		822,345	-	-	-	-	-	-	
ACQUISITIONS OF LONG-TERM INVESTMENTS		28,772	-	-	-	-	-	-	
PAYMENT OF PAYABLE ON INVESTMENT IN SHARES OF STOCK		(12,957)	-	-	-	-	-	-	
(INCREASE) DECREASE IN SHORT-TERM INVESTMENTS		855,627	-	-	-	-	-	-	
<b>NET CASH USED IN INVESTING ACTIVITIES</b>		<b>(31,683,979)</b>	<b>(62,066,630)</b>	<b>(76,616,941)</b>	<b>(61,511,994)</b>	<b>(66,262,289)</b>	<b>(63,490,283)</b>	<b>(51,232,884)</b>	
<b>CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES</b>									
FINANCING PROCEEDS		23,981,692	29,980,986	39,598,198	20,228,295	30,556,445	25,737,154	14,520,859	
FINANCING PAYMENT		(5,394,742)	(9,502,833)	(4,411,984)	(6,258,064)	(11,025,463)	(8,514,129)	(14,706,993)	
PAYMENT OF ELECTRICITY PURCHASE PAYABLE		(161,641)	(159,040)	(168,140)	(177,804)	(188,077)	(199,009)	(209,493)	
PAYMENT DIVIDEND		(4,000,000)	(4,500,679)	(4,500,003)	(3,937,827)	(6,422,936)	(7,167,009)	(7,077,061)	
INCREASE (DECREASE) IN ADDITIONAL PAID IN CAPITAL		-	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	
<b>NET CASH PROVIDED BY (USED IN) FINANCING ACTIVITIES</b>		<b>14,425,309</b>	<b>24,818,434</b>	<b>39,518,071</b>	<b>18,854,600</b>	<b>21,919,970</b>	<b>18,857,007</b>	<b>1,527,312</b>	
<b>NET INCREASE (DECREASE) IN CASH AND CASH EQUIVALENTS</b>		<b>5,710,588</b>	<b>(14,576,807)</b>	<b>(89,159)</b>	<b>(6,522)</b>	<b>(13,160)</b>	<b>19,012</b>	<b>(20,664)</b>	
<b>CASH AND CASH EQUIVALENTS AT BEGINNING OF YEAR</b>		<b>13,043,196</b>	<b>19,716,798</b>	<b>5,139,991</b>	<b>5,050,831</b>	<b>5,044,309</b>	<b>5,031,149</b>	<b>5,050,162</b>	
<b>(INCREASE) DECREASE IN RESTRICTED CASH IN BANK AND TIME DEPOSITS</b>		<b>963,014</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>CASH AND CASH EQUIVALENTS AT END OF YEAR</b>		<b>19,716,798</b>	<b>5,139,991</b>	<b>5,050,831</b>	<b>5,044,309</b>	<b>5,031,149</b>	<b>5,050,162</b>	<b>5,029,497</b>	

