

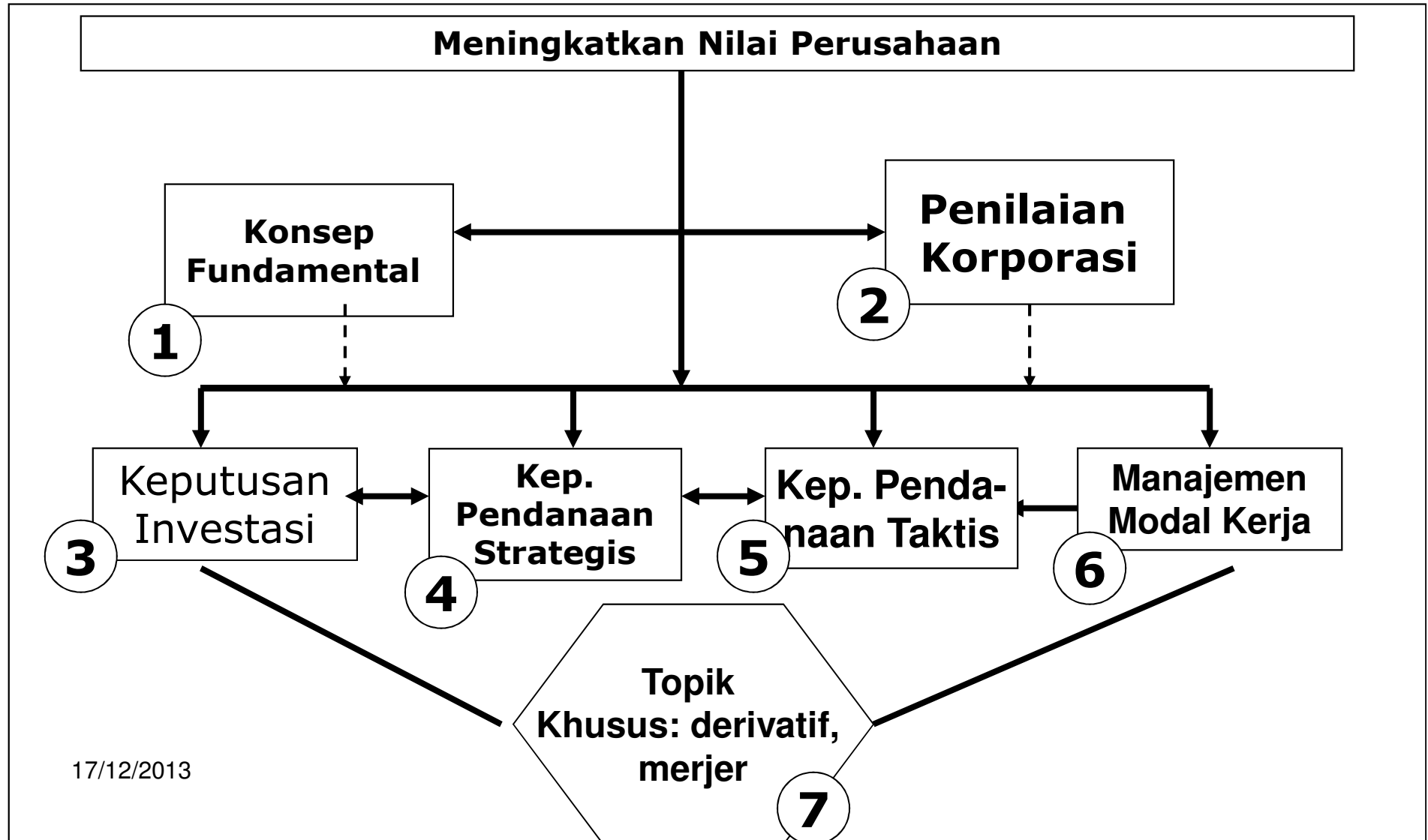
CHAPTER 19

Hybrid Financing: Preferred Stock, Warrants, and Convertibles

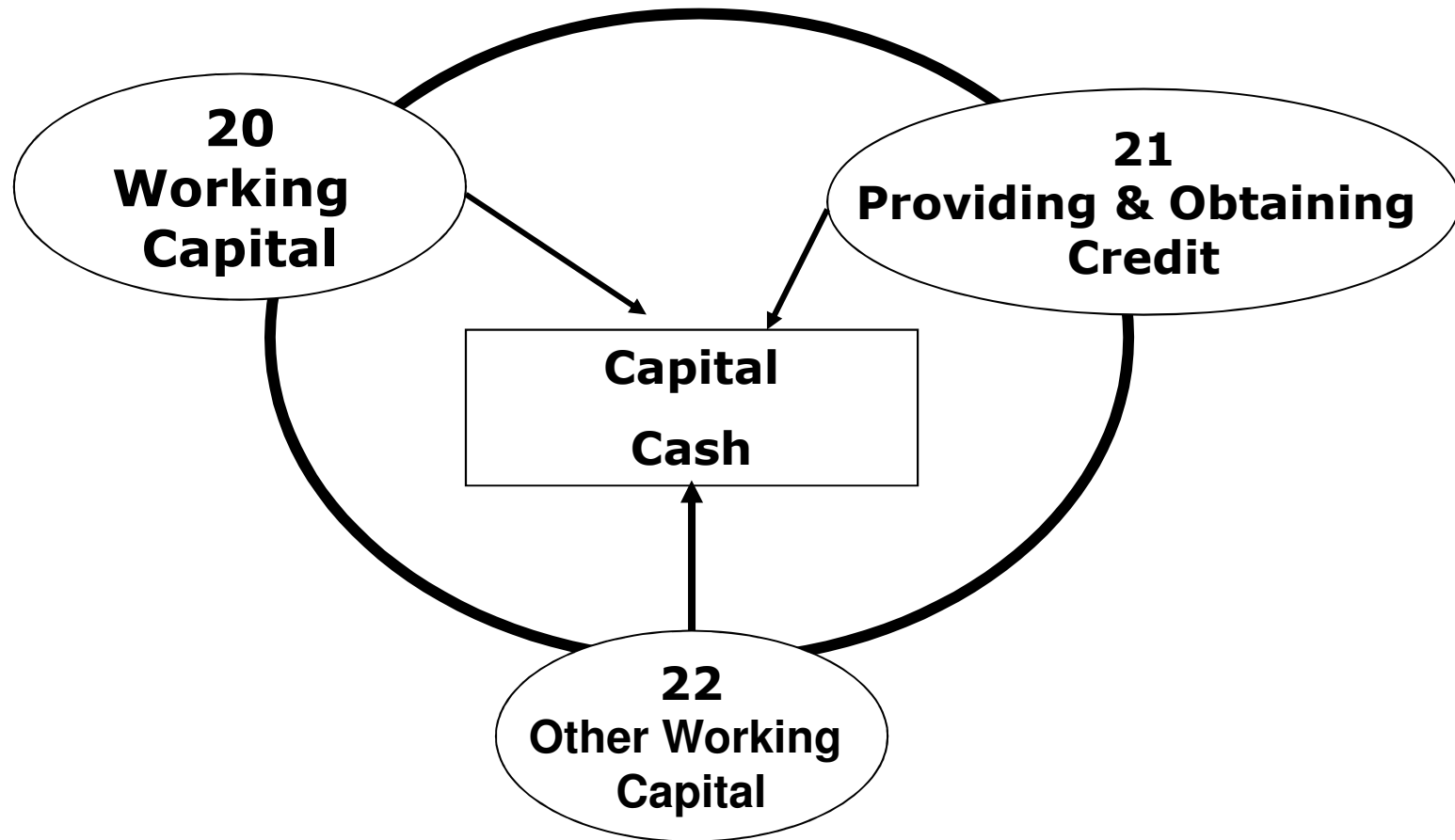
- **Jenis efek hibrida**
 - **Saham Preferen**
 - **Waran**
 - **Convertible**
- **Fitur dan risiko**
- **Biaya modal untuk penerbit**

MIND SET: BUKU *Intermediate Financial Management*

Keuangan



Part 6: Working Capital Management



PENDAHULUAN

■ Sekuritas HIBRIDA

- Pilihan pembiayaan yang memiliki karakteristik utang dan ekuitas
- Jenis:
 - Utang (obligasi) konversibel
 - Saham Preferen
 - Waran

Bagaimana Saham Preferen berbeda dari saham biasa dan utang?

- Dividen preferen ditentukan oleh kontrak,
 - tetapi dividen tsb dapat dihapus tanpa menyebabkan perusahaan di daftar gagal bayar (*default*).
- Sebagian besar saham preferen melarang perusahaan membayar dividen saham biasa ketika dividen shm preferen dalam tunggakan dividen (*in arrears*).
- Biasanya kumulatif sampai batas tertentu.

(More...)

Bagaimana Saham Preferen berbeda dari saham biasa dan utang?

- Beberapa saham preferens abadi,
 - Tetapi sebagian besar penerbitan baru memiliki dana yg disisihkan (*sinking fund*) atau
 - ketentuan penarikan kembali yang membatasi jatuh tempo.
- Saham preferen tidak memiliki hak suara,
 - tetapi mungkin mengharuskan perusahaan untuk menempatkan Pemegang P/S di dewan direksi (kadang sbg mayoritas) jika dividen berlalu (tak terbayar).

Bagaimana Saham Preferen berbeda dari saham biasa dan utang?

■ Problema

- Apakah saham preferen lebih dekat pd utang atau saham biasa?
- Apa yang dimaksud dengan risiko unt investor P/S?
- Untuk penerbit P/S?

PREFERENSI SAHAM PREFEREN

- **Saham Preferen:**

1. NCNP (*non cumulative, non participating*)
2. CNP (*cumulative, non participating*)
3. NC P (*non cumulative, participating*)
4. C P (*cumulative, participating*)

Apa keuntungan dan kerugian pembiayaan dg Saham Preferen?

■ Keuntungan

- Kewajiban dividen tidak kontraktual
- Menghindari pengenceran (*dilution*) saham biasa
- Menghindari pembayaran besar dari pemilik (*principal*)

■ Kerugian

- Dividen preferen tidak dpt dikurangkan pd pajak, sehingga biasanya biaya lebih besar daripada utang
- Meningkatkan leverage keuangan, dan karenanya mrp biaya modal ekuitas perusahaan

Apa yang dimaksud tingkat mengambang saham preferen?

- Dividen diindeks pd tingkat sekuritas trisuri bukan yang ditetapkan.
- Investasi perusahaan istimewa S-T (*Excellent S-T*):
 - Hanya 30% dari dividen dpt dikurangkan pd pajak unt korporasi.
 - Suku bunga mengambang umumnya membuat perdagangan saham mendekati nilai pari.

Apa yang dimaksud tingkat mengambang saham preferen?

- Jika penerbit berisiko, saham preferen tingkat mengambang mungkin memiliki terlalu banyak ketidakstabilan harga untuk portofolio aset likuid dari banyak investor perusahaan.

Bagaimana pengetahuan tentang opsi beli membantu seseorang investor memahami waran dan sekuritas convertibel?

- Warran mrp opsi beli jk panjang.
- Sekuritas konvertibel terdiri dari
 - obligasi tarif tetap (saham biasa) ditambah opsi beli jangka panjang.

Mengingat fakta-fakta berikut, berapa tingkat kupon harus diset pada suatu obligasi dengan waran jika total paket adalah dijual dg harga \$1.000?

- $P_0 = \$20$.
- r_d dr obligasi pembayaran tahunan 20-th tanpa waran = 12%.
- 50 waran dg harga penunaian (*exercise price*) sebesar \$25 masing-masing melekat pada obligasi.
- Tiap nilai waran diestimasi menjadi \$3.

Langkah 1: menghitung V_{Bond}

$$V_{\text{Package}} = V_{\text{Bond}} + V_{\text{Warrants}} = \$1,000.$$

$$V_{\text{Warrants}} = 50(\$3) = \$150.$$

$$V_{\text{Bond}} + \$150 = \$1,000$$

$$V_{\text{Bond}} = \$850.$$

Langkah 2: Menghitung pembayaran kupon & tarif

20	12	-850		1000
N	I/YR	PV	PMT	FV
Solve for payment = 100				

Oleh karena itu, tingkat kupon yang diperlukan adalah $\$100/\$1,000 = 10\%$.

Jika setelah menerbitkan waran segera menjual sebesar \$5, apa implikasi terhadap nilai paket?

- **Pada saat penerbitan, paket adalah benar-benar layak**

$$V_{\text{Package}} = \$850 + 50(\$5) = \$1,100,$$

yang \$100 lebih besar daripada harga jual.

(More...)

- **Perusahaan bisa mengatur pembayaran bunga yang lebih rendah yang memiliki PV lebih kecil sebesar \$100 per bond, atau obligasi bisa ditawarkan dg lebih sedikit waran dan/atau menetapkan harga penunaian yang lebih tinggi.**
- **Di bawah asumsi asli, pemegang saham saat ini akan kehilangan nilai untuk pembeli obligasi/ waran.**

Asumsikan bahwa waran berakhir 10 tahun setelah penerbitan. Kapan Anda harapkan mereka untuk ditunaikan?

- **Secara umum, waran akan menjual di pasar terbuka pada premium di atas nilai jika ditunaikan (waran tsb tak dpt menjual unt harga lebih kecil).**
- **Oleh karena itu, waran cenderung untuk tidak ditunaikan sebelum kadaluarsa.**

(More...)

- Dlm harga penunaian **stepped-up exercise price**, harga penunaian meningkat dlm tahap-tahap selama umur waran. Karena nilai waran jatuh ketika harga pelaksanaan meningkat, ketentuan *step-up* mendorong pemegang waran *in-the-money* unt menunaikan segera sebelum *step-up*.
- Karena tidak ada dividen diperoleh pada waran, pemegang waran akan cenderung menunaikan secara sukarela jika rasio payout saham naik cukup.

Apakah waran akan membawa tambahan modal ketika ditunaikan?

- **Ketika ditunaikan, tiap waran akan membawa ke harga penunaian, \$25.**
- **Ini adalah modal ekuitas dan pemegang akan menerima satu lembar saham biasa per waran.**
- **Harga penunaian biasanya ditetapkan beberapa antara 20% sampai 30% di atas harga saham saat ini ketika waran dikeluarkan.**

Karena waran menurunkan biaya penerbitan utang yang menyertainya, haruskah semua utang diterbitkan dengan waran?

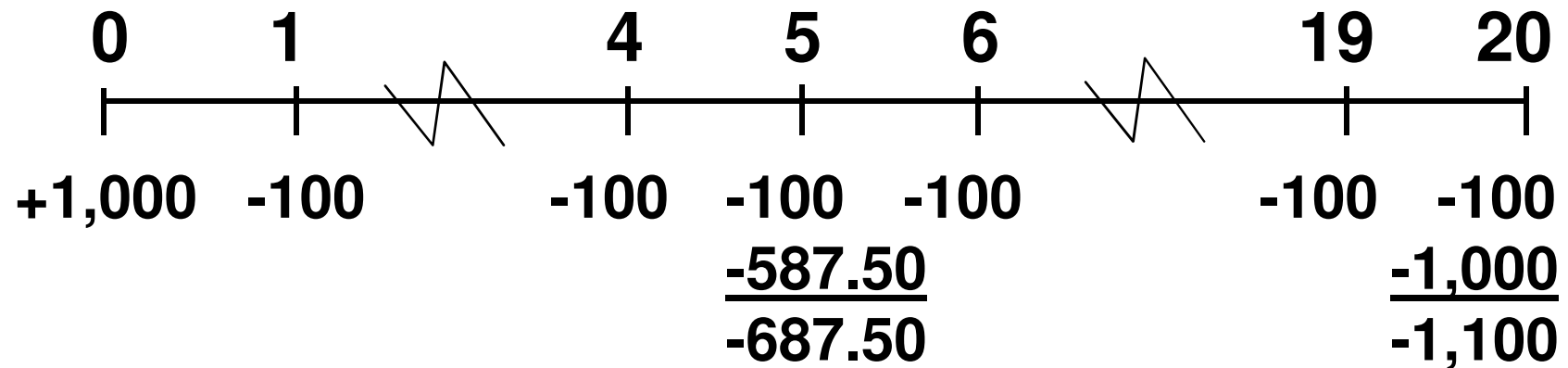
Tidak. Seperti yang akan kita lihat, waran memiliki biaya yang harus ditambahkan ke biaya bunga kupon.

Berapa return ekspektasian unt pemegang obligasi-dg-waran (dan biaya untuk penerbit) Jika waran diharapkan untuk ditunaikan dalam 5 tahun ketika $P = \$36.75$?

- **Perusahaan akan menukarkan saham senilai \$36.75 unt satu waran ditambah \$25. Biaya kesempatan untuk perusahaan sebesar $\$36.75 - \$25.00 = \$11.75$ per waran.**
- **Obligasi memiliki 50 waran, maka biaya kesempatan per obligasi = $50(\$11.75) = \587.50 .**

(More...)

■ Berikut adalah arus kas pada garis waktu:



Masukan arus kas ke kalkulator untuk menghitung IRR = 14.7%. Ini adalah biaya pra-pajak paket obligasi dan waran.

(More...)

- **Biaya obligasi dengan paket waran lebih tinggi daripada biaya 12% utang lurus (*cost of straight debt*) karena bagian dari return harapan berasal dari capital gain, yang berisiko daripada pendapatan bunga.**
- **Biaya lebih rendah dari biaya ekuitas karena bagian return ditetapkan oleh kontrak.**

(More...)

- **Ketika waran ditunaikan, ada transfer kekayaan dari pemegang saham yang ada untuk penunaian pemegang waran.**
- **Tetapi, pemegang obligasi sebelumnya menstransfer kekayaan kepada pemegang saham yang ada, dalam bentuk tingkat rendah kupon, ketika obligasi diterbitkan.**

- Pada saat penunaian, baik lebih atau kurang kekayaan daripada yang diharapkan dapat ditransfer dari pemegang saham yang ada kpd pemegang waran, tergantung pada harga saham.
- Pada saat terbit, pada basis yang disesuaikan dengan risiko (*on a risk-adjusted basis*), biaya harapan penerbitan obligasi dengan waran adalah sama dengan biaya penerbitan lurus-utang (*straight-debt*).

Asumsikan data obligasi konvertibel berikut ini:

- Kupon tahunan 20-tahun, 10.5%, obligasi konversi akan dijual pada nilai nominal \$1.000; penerbitan utang lurus akan memerlukan kupon 12%.
- Proteksi beli= 5 thn dan harga beli = \$1,100. beli obligasi ketika nilai konversi > \$1,200, tapi panggilan harus terjadi pada tanggal ulang tahun terbit.
- $P_0 = \$20$; $D_0 = \$1.48$; $g = 8\%$.
- Rasio konversi= CR = 40 shares.

Berapa harga konversi (P_c) yang dibangun ke dalam obligasi?

$$\begin{aligned} P_c &= \frac{\text{Par value}}{\# \text{ Shares received}} \\ &= \frac{\$1,000}{40} = \$25. \end{aligned}$$

Seperti dengan waran, harga konversi biasanya ditetapkan 20% - 30% di atas harga saham pada tanggal penerbitan.

Contoh nyata obligasi konvertibel diterbitkan oleh perusahaan Internet?

<u>Issuer</u>	<u>Size of issue</u>	<u>Cvt Price</u>	<u>Price at issue</u>
Amazon.com	\$1,250 mil	\$156.05	\$122
Beyond.com	55 mil	18.34	16
CNET	173 mil	74.81	84
DoubleClick	250 mil	165	134
Mindspring	180 mil	62.5	60
NetBank	100 mil	35.67	32
PSINet	400 mil	62.36	55
SportsLine.com	150 mil	65.12	52

Berapa (1) nilai utang lurus konvertibel (convertible's straight debt) dan (2) nilai implikasian fitur konvertibilitas?

Nilai utang lurus:

20	12		105	1000
N	I/YR	PV	PMT	FV

Solution: -887.96

Nilai konvertibilitas tersirat (*Implied*)

- Karena convertibel akan dijual sebesar \$1.000, nilai tersirat fitur konvertibilitas adlh

$$\text{\$1,000} - \text{\$887.96} = \text{\$112.04.}$$

- Nilai konvertibilitas sesuai dg nilai waran dlm contoh sebelumnya.

Apa rumus untuk nilai konversi harapan obligasi dlm setiap tahun?

Nilai konversi = $CV_t = CR(P_0)(1 + g)^t$.

t = 0

$$CV_0 = 40(\$20)(1.08)^0 = \$800.$$

t = 10

$$CV_{10} = 40(\$20)(1.08)^{10} \\ = \$1,727.14.$$

Apa yang dimaksud dengan nilai lantai konvertibel? Berapa nilai lantai pada $t = 0$? pd $t = 10$?

- Nilai lantai adl lebih tinggi nilai utang lurus dan nilai konversi.
- Nilai utang lurus₀ = \$887.96.
- $CV_0 = \$800$.

Nilai lantai pada tahun 0 = \$887.96.

■ Nilai utang lurus (*Straight debt value*)₁₀ = \$915.25.

■ $CV_{10} = \$1,727.14.$

Nilai lantai₁₀ = \$1,727.14.

■ Convertible umumnya akan menjual di atas nilai lantai sebelum jatuh tempo karena konvertibilitas merupakan opsi yang memiliki nilai.

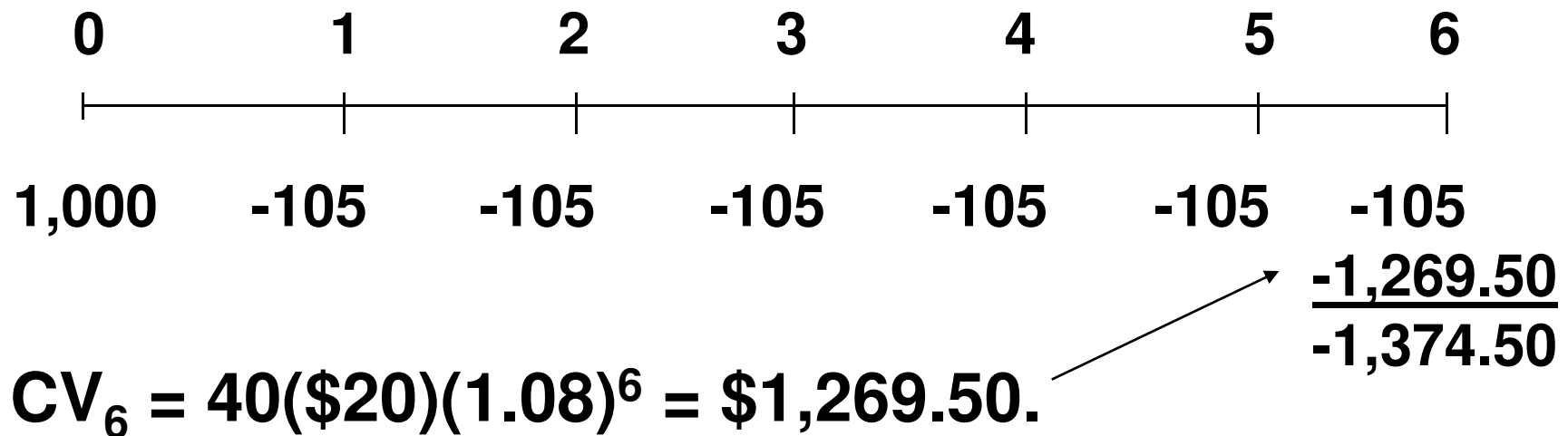
Jika perusahaan bermaksud untuk memaksa konversi pada tanggal ulang tahun pertama setelah CV mengatakan \$1.200, kapan terbitan diharapkan dapat dibeli?

	8	-800	0	1200
N	I/YR	PV	PMT	FV

Solution: $n = 5.27$

Bond akan dibeli pada $t = 6$ selama pembelian harus terjadi pada tanggal ulang tahun.

Berapa biaya modal ekspektasian konvertibel unt perusahaan?



Masukan arus kas dalam Kalkulator dan menghitung IRR = 13.7%.

Apakah biaya konversi tampaknya akan konsisten dengan biaya utang dan ekuitas?

- Untuk konsistensi, perlu $r_d < r_c < r_s$.
- Mengapa?

(More...)

■ Periksa nilai-nilai:

$$r_d = 12\% \text{ and } r_c = 13.7\%.$$

$$r_s = \frac{D_0(1 + g)g}{P_0} = \frac{\$1.48(1.08) + 0.08}{\$20} = 16.0\%.$$

Karena r_c antara r_d dan r_s , biaya konsisten dengan risiko.

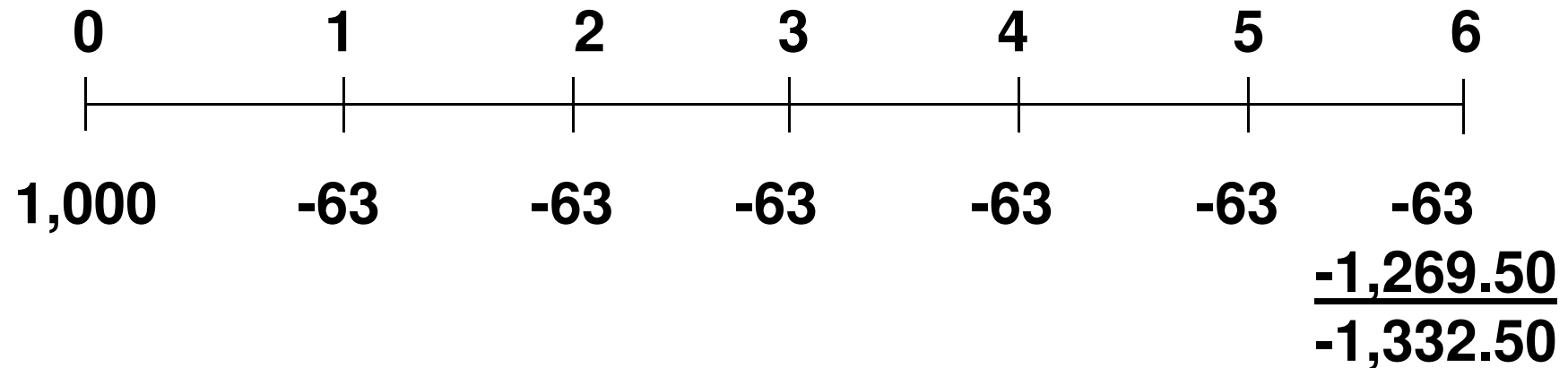
Efek WACC

Asumsikan tarif pajak perusahaan adalah 40% dan rasio utang adalah 50 %. Sekarang misalnya perusahaan sedang mempertimbangkan baik:

- (1) penerbitan Convertible, atau
- (2) penerbitan obligasi dengan waran.

Struktur permodalan target yang baru akan memiliki utang lurus 40 %, 40% ekuitas saham dan 20% convertibel atau obligasi dengan waran. Efek apa yg dimiliki dua alternatif pendanaan atasi WACC perusahaan?

Convertible langkah 1: Hitung biaya setelah pajak konvertibel.



$$\text{INT}(1 - T) = \$105(0.6) = \$63.$$

Dg kalkulator, diperoleh:

$$r_c (\text{AT}) = \text{IRR} = 9.81\%.$$

Convertible langkah 2: Hitung biaya setelah pajak utang lurus.

$$r_d (AT) = 12\%(0.06) = 7.2\%.$$

Convertible langkah 3: hitung WACC.

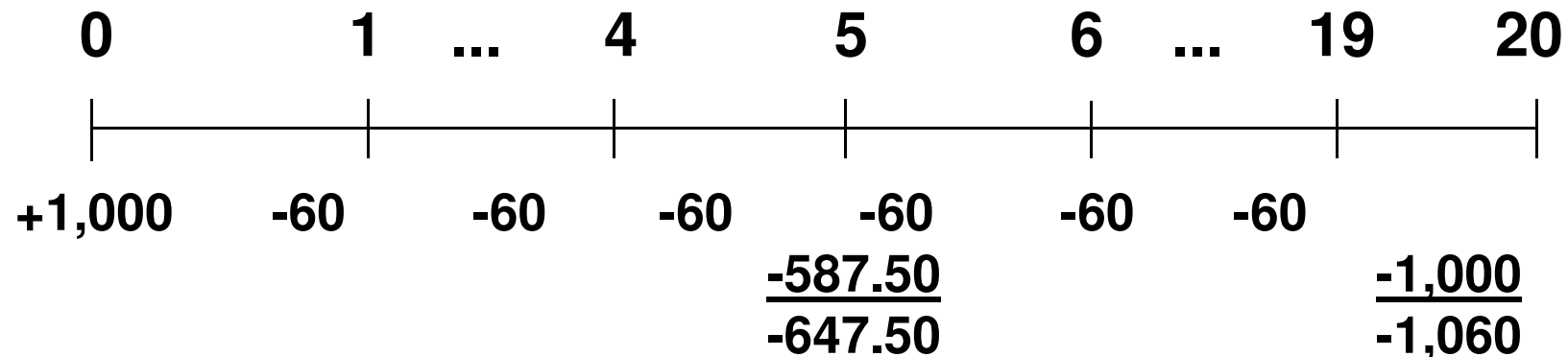
$$\begin{aligned} \text{WACC (dngh} &= 0.4(7.2\%) + 0.2(9.81\%) \\ \text{convertibel)} &+ 0.4(16\%) \\ &= 11.24\%. \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{WACC (tanpa} &= 0.5(7.2\%) + 0.5(16\%) \\ \text{convertibel)} & \\ &= 11.60\%. \end{aligned}$$

■ Beberapa catatan:

- Kita telah mengasumsikan bahwa rs tidak terpengaruh oleh penambahan utang konversi.
- Dalam prakteknya, kebanyakan convertible subordinasi pd utang lain, yang *muddies* asumsi kami rd = 12% ketika convertible digunakan.
- Ketika convertible dikonversi, rasio utang akan berkurang dan risiko keuangan perusahaan akan turun.

Waran langkah 1: Hitung biaya setelah pajak obligasi dengan waran.



$$\text{INT}(1 - T) = \$100(0.60) = \$60.$$

$$\begin{aligned} \# \text{ Warran (rugi kesempatan per waran)} \\ = 50(\$11.75) = \$587.50. \end{aligned}$$

$$\text{Memecahkan masalah untuk: } r_w (\text{AT}) = 10.32\%.$$

**Waran langkah 2: Menghitung WACC
jika perusahaan menggunakan waran.**

$$\text{WACC (dengan waran)} = 0.4(7.2\%) + 0.2(10.32\%) + 0.4(16\%) = 11.34\%.$$

$$\text{WACC (tanpa waran)} = 0.5(7.2\%) + 0.5(16\%) = 11.60\%.$$

Selain biaya, faktor-faktor lain apa harus dipertimbangkan?

- **Kebutuhan masa depan perusahaan untuk modal ekuitas:**
 - **Penunaian waran membawa kdlm modal ekuitas baru.**
 - **Konversi konvertibel membawa dalam konversi membawa ke dlm tidak ada dana yang baru.**
 - **Dalam kedua kasus, rasio utang baru yang lebih rendah dapat mendukung lebih leverage keuangan.**

(More...)

- **Apakah perusahaan ingin berkomitmen untuk 20 tahun utang?**
 - **Konversi convertible menghilangkan utang, sementara penunaian waran tidak.**
 - **Jika harga saham tidak bangkit dari waktu ke waktu, maka tidak satupun waran ataupun konvertibel akan ditunaikan. Utang akan tetap beredar.**

Rekap perbedaan antara waran dan convertibel.

- **Waran membawa modal baru, sementara convertible tidak.**
- **Kebanyakan convertible callable, sementara waran tidak.**
- **Waran biasanya memiliki jatuh tempo yang lebih pendek daripada convertible, dan berakhir sebelum utang yg menyertainya.**

(More...)

- **Waran biasanya memberikan saham umum lebih sedikit daripada convertible.**
- **Obligasi dengan waran biasanya memiliki banyak biaya mengambang yang lebih tinggi daripada penerbitan convertible.**
- **Obligasi dengan waran sering digunakan oleh perusahaan-perusahaan kecil start-up. Mengapa?**

Bagaimana convertible membantu meminimalkan biaya agen?

- **Biaya agensi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi**
 - **Penggantian aset (atau umpan-dan-pindah). Perusahaan menerbitkan utang lurus biaya rendah, kemudian berinvestasi dalam proyek-proyek berisiko**
 - **Pemegang obligasi menduga hal ini, sehingga mereka mengisi tingkat bunga yang tinggi**
 - **Utang konversi memungkinkan pemegang obligasi untuk berbagi dalam potensi terbalik, sehingga memiliki tingkat rendah.**

Biaya agensi antara pemegang saham saat ini dan pemegang saham baru

- **Asimetri informasi: perusahaan tahu prospek masa depan lebih baik daripada investor luar**
 - **Investor luar berpikir Perseroan akan mengeluarkan saham baru hanya jika prospek masa depan tidak sebagus pasar mengantisipasi**
 - **Pengeluaran baru saham mengirim sinyal negatif ke pasar, menyebabkan harga saham jatuh**

- **Perusahaan dengan prospek masa depan yang baik dapat mengeluarkan saham "melalui pintu belakang" dengan mengeluarkan obligasi konversi**
 - **Menghindari sinyal negatif dari menerbitkan saham langsung**
 - **Karena prospek baik, obligasi akan cenderung dikonversi menjadi ekuitas, yang merupakan apa yang perusahaan ingin terbitkan**

Referensi

- **Brigham, Eugene F. dan Louis C. Gapenski. 2004. *Financial Management: Theory and Practice*. Eighth Edition. USA: The Dryden Press**

Tambahan:

- **Ross, Stephen A.; Randolph W. Westerfield; Jeffrey Jaffe. 2008. *Modern Financial Management*, 8th. edition. Singapore: *McGraw-Hill*.**
- **Jones, C. P. 2007. *Investments: Analysis and Management*, 10th. edition. Singapore: John Willey & Sons.**

REFERENSI