

Dewi Nurjannah | Nova Dwi Hernanik | M. Nanang Choirudin | Diah Ayu Septi Fauji |
Ismayantika Dyah Puspasari | Fadali Rahman | Esy Nur Aisyah | Ummu Rosyidah |
Erna Retno Rahadjeng

Editor : Prof. Dr. Heri Pratikto, M.Si



Book Chapter

Manajemen Keuangan Strategik:

Diskursus Keputusan Pendanaan,
Keputusan Investasi dan
Kebijakan Dividen.

Manajemen Keuangan Strategik

Diskursus Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen

Dewi Nurjannah | Nova Dwi Hernanik | M. Nanang Choirudin | Diah Ayu Septi Fauji |
Ismayantika Dyah Puspasari | Fadali Rahman | Esy Nur Aisyah | Ummu Rosyidah | Erna
Retno Rahadjeng

Editor :

Prof. Dr. Heri Pratikto, M.Si



Manajemen Keuangan Strategik

Diskursus Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen

ISBN : 978- 623-98966-2-1

Ukuran Buku/ Book Size : 18 cm x 25 cm

Jumlah Halaman/ Number of Pages : i-vii + 150 hakaman

Naskah /Manuscript :

Dewi Nurjannah | Nova Dwi Hernanik | M. Nanang Choirudin | Diah Ayu Septi Fauji | Ismayantika Dyah Puspasari | Fadali Rahman | Esy Nur Aisyah | Ummu Rosyidah | Erna Retno Rahadjeng

Editor:

Prof. Dr. Heri Pratikto, M.Si

Gambar Cover oleh/ Cover Designed by :

Idang

Diterbitkan Oleh/ Published by :

Penerbit Fakultas Ekonomi

Universitas Nusantara PGRI Kediri

Jl. KH.Ahmad Dahlan no.76 Kediri

Anggota IKAPI dengan no. 291/Anggota Luar Biasa/JTI/2021

Dicetak oleh/Printed by :

Penerbit Fakultas Ekonomi

Universitas Nusantara PGRI Kediri

Dilarang mengumumkan, mendistribusikan, mengomunikasikan, dan/ atau menggandakan sebagian atau seluruh isi buku ini untuk tujuan komersial tanpa izin tertulis dari Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Nusantara PGRI Kediri

Kata Pengantar

Ketertarikan penulis dalam bidang keuangan telah dimulai sejak lama. Hanya saja ketertarikan tersebut baru dapat penulis gali lebih mendalam lagi pada saat penulis belajar kembali di Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Negeri Malang tahun ini. Pada proses pembelajaran tentang keuangan, penulis merasa bahwa dasar teori keuangan bermula dari tiga keputusan penting dalam sebuah bisnis. Tiga keputusan penting itu adalah Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen.

Dari hal tersebutlah peneliti berusaha untuk menggali lebih dalam atas ketiga keputusan penting tersebut sehingga memunculkan diskursus – diskursus dalam srawung akademik yang menarik dan tak terlupakan. Penulis menyadari bahwa dinamika perkembangan ilmu menjadi sebuah keniscayaan. Bisa jadi apa yang pernah kita pelajari, nyatanya telah mengalami pembaruan. Oleh karena itu, dalam buku ini penulis berusaha menyajikan isu – isu teoritis maupun empiris terkait manajemen keuangan strategik.

Kami menyadari tulisan ini jauh dari kata sempurna, sehingga kami mengharapkan saran dan kritik yang membangun dari para pembaca. Salam hormat kami kepada pembaca dan terima kasih telah meluangkan waktu disela-sela kesibukan untuk membaca secuil ilmu dari kami yang masih terus belajar.

Mei 2022

Penulis

Daftar Isi

Halaman Cover	i
Halaman Balik sampul	iii
Kata Pengantar	ivv
Daftar Isi	v
KEPUTUSAN PENDANAAN(Dewi Nurjannah)	1
Abstrak	1
Pendahuluan	1
Pembahasan	2
Keputusan Pendanaan	2
Tujuan Keputusan Pendanaan	3
Determinan Keputusan Pendanaan.....	3
Teori – teori Keputusan Pendanaan	6
Tinjauan Penelitian terdahulu	11
Kesimpulan	13
TEORI STRUKTUR MODAL(Nova Dwi Hernanik)	16
Abstrak	16
Pendahuluan	16
Pembahasan	17
Perkembangan teori struktur modal	17
Keterkaitan teori dalam struktur modal dan penerapannya	19
Penelitian – penelitian terkait struktur modal	21
Kesimpulan	21
Referensi	22
Keputusan Pendanaan : Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory(Muhammad Nanang Choiruddin)	23
Abstrak	23

Pendahuluan	23
Pembahasan	24
Keputusan Pendanaan	24
Telaah Jurnal.....	29
Kesimpulan	37
Referensi.....	38
KEPUTUSAN INVESTASI DAN EFFICIENT MARKET	
HYPOTHESIS(Diah Ayu Septi Fauji).....	40
Abstrak.....	40
Pendahuluan	40
Pembahasan	41
Proses manajemen investasi	41
Eksistensi Efficient Market Hypothesis(EMH).....	47
Studi desain riset tentang Efficient Market Hypothesis	50
Kesimpulan	55
Referensi.....	56
KEPUTUSAN INVESTASI : <i>RETURN, RISK, DAN CAPM</i>(Ismayantika	
Dyah Puspasari)	58
Abstrak.....	58
Pendahuluan	58
Pembahasan	59
Investasi dan <i>Return</i>	59
Investasi dan Risiko	60
Investasi dan CAPM.....	64
Asumsi Dasar CAPM.....	65
Penerapan CAPM dalam Investasi pada Real Asset	66
Kelebihan dan Kekurangan CAPM.....	67
Contoh Penelitian Keputusan Investasi dan CAPM (Review Jurnal) ...	67

Kesimpulan	71
Referensi	72
KEPUTUSAN INVESTASI DAN ARBRITAGE PRISING THEORY (APT)(Fadali Rahman)	73
Abstrak.....	73
Pendahuluan	73
Pembahasan	75
Asumsi <i>Arbritrage Pricing Theory</i> (APT)	75
Model <i>Arbritrage Pricing Theory</i> (APT)	76
Variabel Mikroekonomi terhadap UMKM.....	78
Kesimpulan	79
KEBIJAKAN DIVIDEN : TEORI DAN EMPIRIS(Esy Nur Aisyah)	81
Abstrak.....	81
Pendahuluan	81
Pembahasan	82
Pengujian Teori Kebijakan Dividen	82
Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen	84
Perbandingan Faktor Penentu Kebijakan Dividen Di Negara Maju Dan Berkembang.....	100
Kesimpulan	104
Referensi	105
KEBIJAKAN DIVIDEN : SUATU PENGEMBANGAN MODEL(Umu Rosyidah).....	109
Abstrak.....	109
Pendahuluan	110
Pembahasan	112
Teori Kebijakan Dividen.....	112
Jenis-Jenis kebijakan Dividen.....	114

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.....	116
Tawaran Model Penelitian tentang Kebijakan Dividen	117
Pengembangan Model	119
Kesimpulan	127
Referensi.....	129
KEBIJAKAN DIVIDEN : SISTEM PEMBAGIAN KEUNTUNGAN BAGI PEMODAL DAN PENGELOLA USAHA UMKM(Erna Retno Rahadjeng)	134
Abstrak.....	134
Pendahuluan	135
Pembahasan	136
Sistem Dividen Bagi UMKM.....	136
Bagi Hasil.....	136
Karakteristik Bagi Hasil	137
Cara Menghitung Keuntungan Bagi Hasil Pemodal Dan Pengelola Usaha	141
Review Jurnal	143
Kesimpulan	144
Referensi.....	144

KEPUTUSAN PENDANAAN

Dewi Nurjannah

dewi.nurjannah.2104139@students.um.ac.id; dewi_n@umm.ac.id

Abstrak

Salah satu bagian penting dalam manajemen keuangan perusahaan adalah keputusan pendanaan. Pada awal tahun, ketika program kerja akan dilaksanakan di masa depan, kebijakan keputusan pendanaan seringkali dilakukan bersamaan dengan kebijakan struktur modal perusahaan. Keputusan Pendanaan tidak luput dari keputusan terkait sumber pendanaan, yang akan menjadi dasar pengambilan keputusan. Umumnya sumber pendanaan dibagi menjadi 1) sumber pendanaan internal yang meliputi laba ditahan dan penyusutan aset tetap, dan 2) sumber pendanaan eksternal yang meliputi kreditur yang dikenal dengan utang. Teori yang menjelaskan hal tersebut antara lain, Teori Modigliani dan Miller, Teori Agency, Teori Trade-Off, Teori Pecking Order dan Teori Signaling.

Kata Kunci: *Ekuitas, hutang, keputusan pendanaan, sumber dana*

Pendahuluan

Keputusan pendanaan menjadi keputusan manajemen keuangan yang melibatkan pertimbangan dan analisis sumber dana yang paling hemat biaya bagi perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi dan kegiatan operasional. Masalah pendanaan sangat penting dalam dunia bisnis karena mempengaruhi kepentingan banyak pihak, termasuk kreditur, pemegang saham, dan manajemen perusahaan itu sendiri. Pendanaan dapat berasal dari sumber internal maupun eksternal. Sumber pendanaan internal meliputi laba ditahan dan depresiasi. Sedangkan sumber dana eksternal meliputi kreditur, pemegang obligasi, dan pemilik perusahaan. Dana yang diperoleh dari pemilik merupakan modal sendiri, sedangkan dana yang diperoleh dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan. Keputusan pendanaan

mengenai proporsi utang sangat penting karena mempengaruhi kepentingan pemegang saham (*pihak principal*).

Keputusan keuangan perusahaan akan berdampak besar pada kemampuan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, tetapi juga akan berdampak pada risiko perusahaan itu sendiri. Perusahaan, di sisi lain, harus memperhatikan masalah pajak, karena beberapa manajer tidak sepenuhnya mendanai perusahaannya dengan modal sendiri, tetapi menggunakan hutang karena manfaat pengurangan pajak yang muncul. Keputusan tersebut adalah keputusan manajemen keuangan yang mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber dana yang paling hemat biaya bagi perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi dan kegiatan operasional. Keputusan pendanaan menjadi sangat penting dalam keberlangsungan usaha, maka dari itu perlu dipelajari lebih dalam yang akan dijelaskan pada bagian selanjutnya.

Pembahasan

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan perusahaan untuk memperoleh dana untuk keperluan investasi dan bisnis. Keputusan ini berkaitan dengan struktur modal perusahaan, sehingga merupakan keputusan yang dibuat mengenai akun-akun di neraca pada bagian kewajiban, khususnya kewajiban dan modal. Hal yang sama juga diutarakan oleh Hasnawati [1] Keputusan pendanaan adalah keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Keputusan pendanaan ini juga dikenal sebagai kebijakan struktur modal. Manajer keuangan harus mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber dana ekonomi bagi perusahaan untuk membiayai kebutuhan investasi dan kegiatan bisnisnya dalam keputusan ini.

Keputusan tentang pendanaan juga dapat dilihat sebagai keputusan tentang struktur keuangan perusahaan (*financial structure*). Struktur keuangan perusahaan terdiri dari keputusan pendanaan seperti hutang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas. Struktur keuangan perusahaan sering berubah sebagai akibat dari investasi yang dilakukan oleh

perusahaan; dengan demikian besar kecilnya investasi yang dilakukan perusahaan akan mempengaruhi komposisi (struktur) pendanaan perusahaan. Setiap perusahaan mengharapkan struktur modal yang optimal, yaitu struktur modal yang memaksimalkan nilai perusahaan dengan meminimalkan biaya modal (*cost of capital*).

Keputusan Pendanaan tidak terlepas dari keputusan mengenai sumber pendanaan, yang akan menjadi dasar pengambilan keputusan. Sumber pendanaan internal dan sumber pendanaan eksternal adalah dua jenis pendanaan yang tersedia di dalam perusahaan. Sumber pendanaan internal meliputi laba ditahan dan penyusutan aset tetap, sedangkan sumber pendanaan eksternal meliputi kreditur yang dikenal dengan utang.

Tujuan Keputusan Pendanaan

Struktur Modal [2] adalah campuran atau kombinasi dari utang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa, sedangkan struktur modal yang optimal adalah salah satu yang mengoptimalkan keseimbangan risiko-pengembalian untuk memaksimalkan harga saham. Pendanaan adalah bahan bakar yang membuat perusahaan tetap berjalan. Perusahaan memerlukan dana untuk berbagai alasan, antara lain: 1. Memulai bisnis baru, seperti menyewa kantor, membeli peralatan baru, dan membayar iklan. 2. Mengelola bisnis, misalnya, untuk memenuhi likuiditas jangka pendek dan kebutuhan modal kerja atau untuk mendanai penelitian komersial.

Determinan Keputusan Pendanaan

Likuiditas

Setiap perusahaan harus mampu memenuhi kewajiban atau hutangnya saat ini. Semakin besar likuiditas perusahaan maka semakin baik kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memiliki dana internal yang besar, sehingga memungkinkan mereka untuk segera membayar kewajibannya sekaligus juga mendanai kegiatan operasional perusahaan. Menurut teori *pecking order*, perusahaan cenderung menggunakan dana internal sebagai sumber pendanaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memiliki dana

internal yang besar, yang mereka gunakan untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Karena besarnya dana internal perusahaan, maka perusahaan menggunakan lebih sedikit dana eksternal sebagai sumber pendanaan [3].

Pertumbuhan Penjualan

Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang stabil dapat meminjam lebih banyak dan menanggung beban yang lebih besar daripada perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tidak stabil. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang cepat membutuhkan dana yang lebih banyak, membutuhkan dana eksternal yang besar untuk meningkatkan operasional perusahaan. Penjualan yang lebih tinggi diharapkan dapat meningkatkan produksi perusahaan; namun diperlukan tambahan modal dari luar perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Ukuran suatu perusahaan menggambarkan kemampuan keuangannya pada suatu waktu tertentu. Ukuran perusahaan yang besar dianggap sebagai indikator yang menggambarkan tingkat risiko bagi investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut, karena diasumsikan jika perusahaan memiliki kemampuan keuangan yang baik maka akan mampu pula memenuhi seluruh kewajibannya dan memberikan pendapatan yang memadai. tingkat pengembalian bagi investor. Usaha kecil cenderung membayar lebih untuk modal mereka sendiri, dan biaya utang jangka panjang lebih tinggi daripada usaha besar. Akibatnya, usaha kecil lebih memilih hutang jangka pendek daripada utang jangka panjang karena biayanya lebih rendah. Demikian pula, perusahaan besar biasanya akan memiliki sumber pendanaan yang kuat. [4].

Dividen

Dividen dalam hal ini adalah dividen untuk pemegang saham biasa (common stock dividends); merupakan bagian dari keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham dari keuntungan perusahaan. Dividend payout ratio merupakan alat yang digunakan oleh perusahaan untuk menentukan besarnya laba ditahan dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Dividen dianggap memberikan informasi tentang tingkat pengembalian emiten serta gambaran kondisi keuangannya [1].

Pembayaran dividen dapat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan karena perusahaan diasumsikan membayar dividen hanya jika memperoleh laba yang baik dan memiliki dana internal yang memadai. Namun tidak menutup kemungkinan perusahaan akan tetap membagikan dividen walaupun merugi guna meningkatkan nilai perusahaan.

Pertumbuhan Aktiva

Pertumbuhan aset pada dasarnya menggambarkan bagaimana perusahaan menginvestasikan dana yang telah tersedia untuk kegiatan operasi dan investasi. Peningkatan jumlah aset, baik aset lancar maupun aset jangka panjang, memerlukan dana, baik internal maupun eksternal. Menurut Fama dan French (2000) dalam Hartono [5] perusahaan yang menginvestasikan lebih dari laba ditahannya akan dapat meningkatkan jumlah pinjaman dari kreditur dalam bentuk hutang.

Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah rasio yang menilai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada berbagai tingkat penjualan, aset, dan modal. *Profit margin*, *return on assets* (ROA), dan *return on equity* adalah tiga rasio yang dapat digunakan dalam rasio profitabilitas (ROE). Margin laba adalah persentase laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan pada tingkat penjualan tertentu. Rasio margin keuntungan yang rendah dapat menunjukkan manajemen yang tidak efektif. ROA mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan asetnya, sedangkan ROE menggambarkan tingkat pengembalian yang dihasilkan bagi pemegang sahamnya.

Risiko Bisnis

Salah satu risiko yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan operasinya adalah risiko bisnis [6], yaitu kemungkinan perusahaan tidak akan mampu mendanai kegiatan operasionalnya. Stabilitas pendapatan perusahaan dan struktur biaya operasional mempengaruhi tingkat risiko bisnisnya. Selanjutnya, risiko bisnis dapat muncul jika perusahaan memiliki

jumlah hutang yang berlebihan. Hal ini karena perusahaan dipandang perlu menyediakan dana yang cukup untuk persiapan pelunasan utang dan beban bunga perusahaan. Jika laba perusahaan berfluktuasi dari satu periode ke periode berikutnya, hal itu dianggap terkena risiko bisnis.

Struktur Aktiva

Struktur aset yang dimaksud adalah rasio yang menggambarkan proporsi total aset tetap perusahaan terhadap total asetnya (tangibility). Tujuan dari perhitungan rasio ini adalah untuk menentukan seberapa besar aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan atas pinjaman perusahaan [7]. Karena aktiva tetap berfungsi sebagai jaminan (collateral) bagi kreditur, tangibility merupakan faktor penting dalam keputusan pendanaan perusahaan. Struktur aset juga dapat berdampak pada fleksibilitas perusahaan dalam menentukan alternatif pendanaan eksternal karena dianggap memiliki tingkat risiko kebangkrutan yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan rasio aset tetap yang rendah. Wahidahwati [8] menyatakan hal ini terkait dengan akses perusahaan ke pasar modal.

Teori – teori Keputusan Pendanaan

Teori Miller dan Modigliani (MM Theory)

Struktur modal merupakan campuran dari sumber dana eksternal berupa hutang jangka panjang dan modal sendiri [9]. Tujuan dari manajemen struktur modal adalah untuk menggabungkan sumber dana jangka panjang perusahaan untuk memaksimalkan harga saham [4]. Modigliani dan Miller mengajukan beberapa asumsi yang mendasari teori struktur modal dalam teori ini. Teori Modigliani Miller (MM) menyatakan bahwa dalam pasar modal yang sempurna, biaya modal perusahaan tidak tergantung pada metode pembiayaan yang digunakan. Franco Modigliani dan Merton H. Miller mencetuskan teori struktur modal modern pada tahun 1958. Menurut Modigliani-Miller (MM), rasio utang tidak relevan, dan tidak ada struktur modal yang optimal. Nilai perusahaan ditentukan oleh arus kas yang akan dihasilkan, bukan oleh rasio utang terhadap ekuitas. Ide sentral dari teori ini adalah bahwa tidak ada rasio utang yang optimal, dan rasio utang tidak

menjelaskan nilai perusahaan. Teori ini membuat asumsi sebagai berikut: tidak ada pajak, tidak ada asimetri informasi, dan tidak ada biaya transaksi. Namun, teori ini dianggap kurang relevan karena pengurangan pajak penghasilan atas penggunaan utang, kondisi pasar dengan asimetri informasi, dan biaya transaksi pasar modal yang tidak termasuk dalam teori MM ini. Keuntungan dari hutang adalah mengurangi biaya agensi ekuitas. Penggunaan hutang juga akan mendisiplinkan manajer untuk tidak sewenang-wenang menggunakan aset perusahaan untuk kepentingannya sendiri karena pengawasan kreditur biasanya jauh lebih ketat dan lebih efektif daripada pengawasan pemegang saham di luar perusahaan dengan informasi yang terbatas [5].

Agency Theory

Michael C. Jensen dan William H. Meckling [10] mengemukakan teori ini, yang menyatakan bahwa manajemen bertindak sebagai agen pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (principal) [8]. Pemegang saham mengharapkan agen untuk bertindak demi kepentingan terbaik mereka dan, sebagai hasilnya, mendelegasikan wewenang kepada mereka. Biaya keagenan adalah biaya yang timbul sebagai akibat dari pengawasan manajemen. Mayangsari [11] mendefinisikan biaya keagenan sebagai biaya yang terkait dengan pengawasan manajemen untuk memastikan bahwa manajemen bertindak secara konsisten sesuai dengan perjanjian kontrak perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham. Pengendalian manajemen dapat dicapai melalui audit laporan keuangan dan pembatasan pengambilan keputusan manajemen.

Teori keagenan (agency theory) yang dikembangkan oleh Michael Jensen dan Williams Meckling menjelaskan bahwa ketika manajer bukan pemilik perusahaan, mereka berpotensi untuk bertindak atau mengambil kebijakan yang hanya menguntungkan kepentingannya sendiri sekaligus merugikan kepentingan pemilik perusahaan. Manajer seperti itu akan melakukannya dengan membelanjakan dana perusahaan untuk fasilitas kantor seperti kendaraan mewah, rumah dinas mewah, ruang kerja mewah, memilih proyek investasi atau mengatur transaksi kolusi, dan sebagainya. Menurut teori keagenan, hubungan keagenan terjadi ketika satu orang atau

lebih (principals) mempekerjakan orang lain (agent) untuk memberikan layanan dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen.

Tarjo [12] menyarankan tiga cara untuk mengurangi biaya keagenan: (1) meningkatkan kepemilikan saham manajemen, (2) mengurangi arus kas bebas yang dikendalikan oleh manajemen, salah satunya adalah pembagian dividen, dan (3) meningkatkan *leverage* perusahaan. Dengan diadakannya pendanaan eksternal berupa hutang, maka biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham sehubungan dengan pengawasan manajemen diharapkan dapat berkurang karena kreditur yang memberikan pinjaman kepada perusahaan, dalam hal ini manajemen sebagai pelaksana organisasi, akan melakukan pengawasan. Untuk memperoleh keyakinan atas kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya. Dengan kata lain, utang dapat membantu lembaga menghemat uang.

Trade-off Theory

Marsh (1982) memperluas teori Modigliani dan Miller di Siregar [13]. Menurut teori ini, setiap perusahaan dapat menentukan target rasio *leverage* yang optimal. Karena perusahaan memiliki hutang, rasio hutang yang optimal ditentukan dengan menyeimbangkan manfaat dan biaya kebangkrutan. Secara umum, perusahaan membutuhkan pendanaan ekuitas baru jika rasio utangnya lebih tinggi dari target, dan mereka perlu meningkatkan utang jika rasio utangnya lebih rendah. Jika semua pendanaan adalah utang atau tidak ada utang sama sekali, maka perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal. Menurut Indrawati dan Suhendra [14], salah satu cara untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah dengan mengatur komposisi modalnya, dan keputusan manajer keuangan tentang sumber pendanaan akan mempengaruhi harga saham perusahaan.

Hutang menghasilkan manfaat pajak bagi perusahaan, sedangkan biaya kepailitan meliputi biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya pengawasan agar perusahaan tidak bangkrut. Sedangkan nilai optimal didefinisikan sebagai titik di mana manfaat pajak untuk setiap

tambahan rupiah utang sama dengan kenaikan biaya kepailitan atas tambahan utang tersebut.

Akan tetapi, teori ini memiliki kelemahan karena mengabaikan adanya asimetri informasi dan tingginya biaya konversi utang menjadi ekuitas atau ekuitas menjadi utang. Trade-off mengasumsikan bahwa investor dan manajemen sama-sama memiliki informasi yang sama. Ini tidak dapat diterima karena investor tidak memiliki akses ke informasi yang sama dengan manajemen. Hal ini membatasi kemampuan perusahaan untuk menghimpun dana melalui penerbitan saham baru. Selain asimetri informasi, biaya pajak dan biaya transaksi utang terhadap ekuitas dan ekuitas terhadap substitusi utang mempengaruhi keputusan struktur modal manajer. Pembayaran dividen perusahaan meningkat sebagai respons atas peningkatan saham baru. Peningkatan pembayaran dividen meningkatkan biaya pajak penghasilan pribadi dan biaya komisi.

Pecking Order Theory

Myers dan Majluf mengusulkan model struktur modal lain dalam Pecking Order Theory (POT) pada tahun 1984. POT merangkum keputusan pendanaan perusahaan memiliki hierarki. Perusahaan lebih cenderung menggunakan sumber pendanaan internal, seperti laba ditahan dan depresiasi, daripada dana eksternal, untuk membiayai kegiatan. Hanya jika dana internal perusahaan tidak mencukupi barulah dana eksternal dipertimbangkan. Jika dana eksternal diperlukan, perusahaan kemungkinan besar akan menggunakan hutang daripada ekuitas [13].

Beberapa asumsi yang digunakan dalam teori POT [11], antara lain: 1) Perusahaan cenderung memilih pendanaan internal terlebih dahulu (laba ditahan dan depresiasi) sehingga pendanaan eksternal (utang dan saham) menjadi pilihan terakhir; dan 2) Jika perusahaan menggunakan dana eksternal, pemilihan dilakukan secara berjenjang dari yang paling aman hingga yang paling berisiko. Dimulai dengan surat utang dan berlanjut ke obligasi konversi, saham preferen, dan terakhir saham biasa, 3) Kebijakan dividen yang ketat di mana manajemen akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan dan rasio pembayaran dividen (DPR) yang ditargetkan, dan jumlah dividen pembayaran tidak akan berubah

dalam jangka waktu tertentu. akan mempengaruhi apakah perusahaan untung atau rugi, dan 4) Dalam mengantisipasi kekurangan atau kelebihan persediaan arus kas akibat adanya kebijakan dividen dan fluktuasi tingkat keuntungan dan peluang investasi, perusahaan akan terlebih dahulu mengambil portofolio investasi saat ini yang tersedia.

Ada empat alasan yang mendasari prediksi Myers dalam teori pecking order bahwa perusahaan akan memprioritaskan hutang daripada modal sendiri ketika pendanaan eksternal diperlukan [13], yaitu sebagai berikut: (1) Pasar menderita kerugian karena asimetri informasi antara manajer dan pasar. Manajemen seringkali tertarik untuk menerbitkan saham baru ketika harganya terlalu mahal, meskipun hal itu akan menyebabkan harga saham turun; (2) Hutang dan saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan. Namun, biaya transaksi utang lebih rendah jika dibandingkan dengan saham; (3) Perusahaan mendapatkan keuntungan dari keringanan pajak dengan menerbitkan surat utang. Manfaat pajak ini diperoleh perusahaan sebagai akibat dari beban bunga yang dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak; (4) Kontrol manajemen, atau kepemilikan orang dalam dalam hal ini dapat dipertahankan jika perusahaan menerbitkan surat utang.

Signaling Theory

Ross [15] mengembangkan model di mana struktur modal (penggunaan hutang) adalah sinyal yang dikomunikasikan ke pasar oleh manajer. Jika manajer yakin dengan prospek perusahaan dan ingin harga saham naik, dia harus mengomunikasikannya kepada investor. Manajer dapat menggunakan lebih banyak hutang sebagai sinyal yang lebih kredibel karena perusahaan yang meningkatkan hutang dipandang optimis dengan prospek masa depan perusahaan. Investor diharapkan untuk menangkap sinyal ini, yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang menjanjikan. Akibatnya, utang adalah tanda atau sinyal positif. Sinyal ini berupa informasi tentang apa yang telah dilakukan manajemen untuk memenuhi keinginan pemilik. Informasi perusahaan menjadi penting karena mempengaruhi keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi ini penting bagi investor dan pelaku bisnis karena pada dasarnya menyajikan

informasi, catatan, atau gambaran tentang kondisi masa lalu, sekarang, dan masa depan bagi kelangsungan hidup perusahaan dan bagaimana hal itu akan mempengaruhi perusahaan.

Manajer umumnya termotivasi untuk mendapatkan informasi yang baik tentang perusahaannya kepada publik sesegera mungkin, seperti melalui konferensi pers, tetapi pihak di luar perusahaan tidak mengetahui kebenaran informasi yang disampaikan. Jika pengelola dapat mengirimkan sinyal yang meyakinkan, publik akan terkesan, dan harga sekuritas akan mencerminkan hal ini. Sebagai akibat dari informasi asimetris, sinyal kepada investor atau masyarakat umum melalui keputusan manajemen sangat penting.

Tinjauan Penelitian terdahulu

1. *Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan Zaher Abdel Fattah Al-Slehat* 1 Assistant professors: Faculty of Business, Tafila Technical University, Jordan Correspondence: Zaher Abdel Fattah Al-Slehat, Tafila Technical University, At-Tafila, P.O. Box 179, Tafila, 66110, Jordan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengungkapkan *leverage* keuangan, Ukuran, dan struktur aset dan dampaknya terhadap nilai-nilai perusahaan. Peneliti menggunakan pendekatan metode analitik untuk sampel 13 perusahaan dari pertambangan dan ekstraksi sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Amman periode 2010-2018. Model regresi garis sederhana digunakan untuk menguji hipotesis penelitian dengan menggunakan kedua program (Eviews, STATA) selain keduanya program uji akar unit dan faktor inflasi varians untuk memastikan stabilitas data dan tidak ada hubungan antar variabel. Hasil penelitian menyimpulkan tidak adanya pengaruh *financial leverage* terhadap nilai perusahaan dan hubungannya antara *leverage* keuangan dan skala q Tobin adalah negatif. Namun, ada dampak dari setiap ukuran dan struktur aset pada nilai perusahaan dan hubungan antara logaritma natural ukuran dan struktur aset adalah positif dengan q Tobin. Studi ini merekomendasikan bahwa Perusahaan harus mencapai campuran yang optimal antara utang

dan ekuitas, untuk kelangsungan hidup jangka panjang dan pertumbuhan perusahaan.

2. *The signaling role of the agreement and the speed of capital structure adjustment in under bad creditor rights: Evidence from domestic companies and Brazilian registered company.* Tatiana Albanza, Rafael Schiozer, *A School of Economics, Business and Accounting - FEA/USP, Brazil São Paulo School of Business Administration - FGV/EAESP, Brazil.

Hasil penelitian ini mengkaji bagaimana kehadiran perjanjian mempengaruhi kecepatan penyesuaian tingkat target struktur modal perusahaan dalam lingkungan perlindungan kreditur yang rendah, membedakan antara perusahaan yang hanya terdaftar di dalam negeri dari perusahaan yang terdaftar silang di AS. dan tunduk pada peraturan AS yang lebih ketat dan perlindungan kreditur yang lebih kuat. Mengisi celah pada peran perjanjian dalam kecepatan penyesuaian struktur modal di pasar negara berkembang, dan peran moderat dari daftar efek ini, mendokumentasikan rendahnya terjadinya pengabaian perjanjian dalam konteks ini. Relevansi: Kehadiran klausul restriktif seperti perjanjian dalam kontrak utang sangat penting untuk menentukan kebijakan pembiayaan dan investasi perusahaan. Perusahaan memberi sinyal kualitas mereka dengan menerima kontrak dengan perjanjian, yang menyebabkan perusahaan-perusahaan ini kurang menyimpang dari struktur modal target mereka. Metodologi yang digunakan secara manual mengumpulkan data tentang perjanjian dari lebih dari 2.800 laporan tahunan perusahaan dari perusahaan yang terdaftar di Brasil, dengan model regresi penyesuaian parsial yang sering digunakan dalam literatur, dan memasukkan variabel interaksi perjanjian.

3. *Testing the theory of trade-offs and pecking orders that finance SMEs* : Jose Lopez-Gracia *Æ Francisco Sogorb-Mira Small Bus Econ* (2008) 31:117–136 DOI 10.1007/s11187-007-9088-4 Received: October 31, 2007 / Published online: January 16, 2008. Springer Science+Media Business, LLC. 2008.

Hasil Penelitian ini membahas dua teori terpenting di balik kebijakan keuangan di Usaha Kecil dan Menengah (UKM), yaitu teori pecking order dan trade-off. Metodologi data panel digunakan untuk menguji hipotesis empiris pada sampel 3.569 UKM Spanyol selama periode 10 tahun dari 1995 hingga 2004. Hasil menunjukkan bahwa kedua model teoritis membantu menjelaskan struktur modal UKM. Namun, meskipun menemukan bukti yang jelas bahwa UKM mengikuti hirarki sumber pendanaan (model pecking order), hasil kami mengungkapkan bahwa kepercayaan yang lebih besar ditempatkan pada UKM yang bertujuan untuk mencapai target atau *leverage* yang optimal (model tradeoff). Ini tetap benar bahkan ketika UKM membutuhkan waktu lama untuk mencapai level ini, karena tingginya biaya transaksi yang harus mereka hadapi. Perisai pajak non debt (NDTS), peluang pertumbuhan dan sumber daya internal semua tampaknya memainkan peran penting dalam menentukan struktur modal UKM. Baik ukuran dan usia juga ditemukan sebagai faktor yang signifikan. Selain itu, bukti empiris yang diperoleh menegaskan bahwa UKM jelas berperilaku berbeda dengan perusahaan besar di mana pembiayaan yang bersangkutan.

Kesimpulan

Struktur modal/keputusan pendanaan adalah diversifikasi dana dari modal saham biasa, saham preferen, laba ditahan, dan obligasi. Alasan utama dibentuknya perusahaan adalah untuk mencari keuntungan dan kelangsungan usaha; Untuk mencapai laba yang diharapkan, perusahaan membutuhkan dana untuk operasional dan investasi. Beberapa faktor yang harus diperhatikan dalam pengumpulan dana ini, antara lain biaya modal, risiko yang mungkin dihadapi jika dana ditarik dari utang jangka panjang atau diterbitkan sebagai saham biasa, dan ukuran struktur modal yang optimal bagi perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan apakah perubahan struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham perusahaan. Kebijakan struktur modal yang terbaik adalah yang berpotensi mengubah nilai perusahaan. Harga yang

bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan tersebut dijual adalah yang dimaksud dengan nilai perusahaan.

Referensi

- [1] Hasnawati S. Analisis Dampak Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ. *J Akunt Manaj* 2008;13:312–22.
- [2] Weston JF, Copeland TE. *Manajemen Keuangan*, Jilid 2 1996.
- [3] Mamduh, Hanafi M, Halim A. *Analisis laporan keuangan*. 4th ed. Yogyakarta: UPP STIM YKPN; 2012.
- [4] Rahardjo SN, Hartatiningrum B. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Utang Perusahaan Go Public yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *J Akunt Dan Bisnis* 2012;6.
- [5] Hartono. Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, dan Defisit Arus kas Terhadap Kebijakan Pendanaan Perusahaan: Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEJ. *Perspektif* 2004;9:171–80.
- [6] Gitman LJ. *Principles of Managerial Finance*. 10th Editi. Pearson; 2003.
- [7] Margaretha F, Sari L. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Multinasional di Indonesia. *Media Ris Bisnis Manaj* 2005;5:230–52.
- [8] Wahidahwati W. Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan: Sebuah perspektif theory agency. *Indones J Account Res* 2002;5.
- [9] Musyafikin. Analisis Pengaruh Profitabilitas, *Leverage* Operasi, Tingkat Pertumbuhan, dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Perusahaan Industri Properti yang Go Public di BES 42-61. *J Ekon Bisnis, Sos* 2005;6:42–61.

- [10] Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J Financ Econ* 1976;3:305–60.
- [11] Mayangsari S. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis. *Media Ris Akuntansi, Audit Inf* 2017;1:1–26. <https://doi.org/10.25105/mraai.v1i3.1764>.
- [12] Tarjo T. Analisa Free Cash Flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Indones J Account Res* 2005;8.
- [13] Siregar B. Hubungan Antara Dividen, *Leverage* Keuangan, dan Investasi. *J Akunt Dan Manaj* 2005;16:219–30.
- [14] Indrawati T, Suhendro S. Determinasi Capital Structure Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004. *J Akunt Dan Keuang Indones* 2006;3:4.
- [15] Ross SA. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *Bell J Econ* 1977:23–40.

TEORI STRUKTUR MODAL

Nova Dwi Hernanik

nova.dwi.2104139@students.um.ac.id

Abstrak

Struktur modal merupakan isu penting dalam keputusan pendanaan suatu perusahaan. Selain pengembalian yang diharapkan dan margin keuntungan, keputusan struktur modal secara langsung mempengaruhi tingkat risiko yang harus ditanggung pemegang saham. Oleh karena itu, struktur modal juga menjadi pilihan pembiayaan antara hutang dan modal. Pada chapter ini penulis akan lebih banyak mengulas tentang gambaran umum struktur modal dari berbagai teori yang sudah ada.

Kata Kunci: *Teori struktur Modal, Keputusan Pendanaan*

Pendahuluan

Salah satu faktor yang mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan adalah keputusan struktur modal. Kinerja perusahaan yang baik dapat mempengaruhi harga saham di pasar modal, sehingga keuntungan yang dicapai pemegang saham dapat tercapai secara optimal. Selain itu, penentuan struktur modal suatu perusahaan mempengaruhi risiko perusahaan itu sendiri karena menentukan tingkat kinerja bisnis perusahaan. Ketika sebuah perusahaan meningkatkan *leverage*-nya, itu juga membawa risiko keuangan yang lebih besar. Sejauh ini teori-teori modern tentang struktur modal dimulai dengan hasil-hasil terkenal yang disajikan Modigliani dan Miller (1958)[1] yang menyatakan bahwa dalam dunia pasar yang lancar dan efisien, nilai tanpa pajak dan biaya kebangkrutan, nilai perusahaan tidak mengubah struktur permodalannya. Namun, teori ini telah berkembang dan dimodifikasi sehingga didapatkan hasil bahwa struktur modal yang optimal untuk bisnis itu nyata dan dipengaruhi oleh banyak faktor, termasuk: Pajak dan biaya kebangkrutan, dan biaya sebenarnya dari masalah agensi, Asimetri informasi, bahaya moral, dan penyimpangan lainnya dari pasar sempurna.

Dalam teori struktur modal konvensional lebih banyak membahas tentang teori *MM*, *Signalling theory*, *Pecking order theory*, *Trade of theory*, *Agency Theory* [2]. Pada bab teori struktur modal ini akan dijelaskan lebih lanjut terkait bagaimana perkembangan teori struktur modal dan keterkaitan antar teori dalam struktur modal.

Pembahasan

Perkembangan teori struktur modal

Teori utama dalam keuangan yang muncul selama bertahun – tahun mengikuti asumsi pasar modal sempurna menjadi model dari ketidakrelevanan struktur modal[3]. ketidakrelevanan struktur modal dari Modigliani dan Miller (1958)[3] dianggap sebagai titik tolak teori modern tentang struktur modal. Berdasarkan asumsi terkait dengan perilaku investor dan pasar modal MM menggambarkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Surat-surat berharga diperdagangkan di pasar modal yang sempurna, semua informasi yang relevan tersedia bagi orang dalam dan orang luar untuk mengambil keputusan (tidak ada asimetri informasi), yaitu biaya transaksi, biaya kebangkrutan dan perpajakan tidak ada. Meminjam dan meminjamkan dimungkinkan untuk perusahaan dan investor individu pada tingkat bunga yang sama yang memungkinkan untuk *leverage* buatan sendiri, perusahaan yang beroperasi di kelas risiko yang sama dan memiliki *leverage* operasi yang sama, hutang bunga atas hutang tidak menghemat pajak dan perusahaan mengikuti pembayaran dividen 100% . Berdasarkan asumsi ini, teori MM membuktikan bahwa tidak ada rasio utang terhadap ekuitas yang optimal dan struktur modal tidak relevan bagi kekayaan pemegang saham. Preposisi ini dikemukakan oleh MM berpendapat bahwa nilai perusahaan dengan *leverage* sama dengan nilai perusahaan tanpa *leverage*. Oleh karena itu mereka mengusulkan bahwa manajer seharusnya tidak memperhatikan struktur modal dan mereka dapat dengan bebas memilih komposisi hutang terhadap ekuitas. Lebih lanjut dalam preposisi II mereka, mereka mengklaim bahwa peningkatan *leverage* meningkatkan risiko perusahaan dan sebagai akibatnya biaya ekuitas meningkat. Tetapi WACC perusahaan tetap konstan karena biaya hutang dikompensasi dengan biaya ekuitas yang lebih tinggi. Teori

ketidakrelevanan struktur modal secara teoritis masuk akan tetapi didasarkan pada serangkaian asumsi yang tidak realistis. Oleh karena itu teori ini menyebabkan banyak penelitian tentang struktur modal. Untuk membuat teori ini lebih akurat [4] memasukkan pengaruh pajak terhadap biaya modal dan nilai perusahaan. Dengan adanya pajak perusahaan, nilai perusahaan meningkat dengan *leverage* karena pelindung pajak. Bunga atas modal hutang adalah pengurangan yang dapat diterima dari pendapatan perusahaan dan dengan demikian mengurangi pembayaran pajak bersih perusahaan. Ini akan menghasilkan manfaat tambahan dari penggunaan modal utang melalui penurunan biaya modal perusahaan.

Setelah teori MM, muncul teori teori trade off yang mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki satu rasio utang yang optimal dan perusahaan memperdagangkan manfaat dan biaya utang dan pembiayaan ekuitas[5]. Salah satu teori dasar yang mendominasi teori struktur modal yang merekomendasikan bahwa tingkat optimal utang adalah di mana manfaat marjinal pembiayaan utang sama dengan biaya marjinalnya. Perusahaan dapat mencapai struktur modal yang optimal melalui penyesuaian tingkat hutang dan ekuitas sehingga menyeimbangkan perlindungan pajak dan biaya kesulitan keuangan. Pilihan struktur modal yang optimal dari perusahaan adalah menerbitkan modal utang dan/atau modal ekuitas. *Trade off Theory* mendalilkan bahwa semua perusahaan memiliki rasio utang yang optimal di mana pelindung pajak sama dengan biaya kesulitan keuangan. Teori ini menghilangkan dampak asimetri informasi dan menggabungkan informasi yang berbeda pada konflik antara orang dalam dan orang luar *Pecking Order Theory* yang diusulkan.

Kemudian adanya teori *pecking order* [6] yang mengasumsikan bahwa perusahaan mengikuti hierarki pembiayaan dimana meminimalkan masalah asimetri informasi, namun kajian tentang teori pecking order belum mampu menunjukkan signifikansi teori ini dalam menentukan struktur modal perusahaan. Meskipun demikian teori *trade off* dan *pecking order* ini tidak mendeskripsikan secara lengkap mengapa beberapa perusahaan lebih memilih utang dan yang lain lebih memilih ekuitas dalam keadaan berbeda.

Keputusan pembiayaan diambil oleh manajer keuangan berdasarkan tingkat perkembangan keuangan pasar domestik . Di negara-negara maju pasar keuangan sudah lengkap dan hampir sempurna dalam operasionalnya. Mereka ditandai dengan peraturan ketat oleh pemerintah, instrumen utang canggih seperti surat utang dan obligasi hipotek, utang jangka panjang dan sekuritas pendapatan tetap lainnya. Di sisi lain, pasar keuangan di negara berkembang tidak memiliki kapasitas untuk memenuhi kewajiban keuangan perusahaan bisnis mereka. Di sini, andalkan perusahaan banyak pada pinjaman bank komersial dan pembiayaan sewa sebagai sumber pembiayaan utang. Penggunaan hutang secara bijaksana dan ekuitas meningkatkan nilai perusahaan. Pandangan yang diungkapkan dalam makalah ini sesuai dengan pandangan tradisional teori struktur modal. Perusahaan dapat meminjam ketika keuntungan tinggi, mengambil keuntungan dari perisai pajak. Jangka panjang utang harus dimanfaatkan dalam pembiayaan proyek jangka panjang. Dan hutang jangka pendek harus digunakan dalam membiayai kewajiban keuangan yang jatuh tempo cepat. Sekali lagi, manajer keuangan harus memilih kebijakan yang berkaitan dengan meningkatkan kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, penggunaan utang dan ekuitas yang bijaksana akan meningkatkan, keuangan kinerja maka nilai perusahaan.

Keterkaitan teori dalam struktur modal dan penerapannya

Struktur modal sebenarnya berfokus bagaimana perusahaan mendanai operasionalnya. Masing – masing teori ini saling terkait satu sama lain, dengan pengaruh baik positif maupun negatif. Dari keputusan pendanaan tentu akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan ditentukan oleh faktor internal dan eksternal. Faktor eksternal adalah variabel makroekonomi yang meliputi kebijakan pajak pemerintah, tingkat inflasi dan kondisi pasar modal. Karakteristik perusahaan individu, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, kapasitas pembayaran utang dan *leverage* operasi merupakan penentu struktur modal. Faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan untuk memasukkan wujud, ukuran, peluang pertumbuhan, profitabilitas dan perisai pajak non-utang. Penentuan struktur modal dalam praktiknya melibatkan

pertimbangan tambahan selain kekhawatiran tentang EPS-*earning per share*; Nilai dan sikap arus kas manajer dalam pengambilan keputusan pendanaan sering kali dipengaruhi oleh keinginan mereka, untuk tidak kehilangan kendali, untuk mempertahankan fleksibilitas operasi, dan memiliki sarana penggalangan dana yang nyaman dan murah. Pertimbangan yang paling penting adalah: perhatian untuk pelebaran kontrol; keinginan untuk mempertahankan fleksibilitas operasi; kemudahan modal pemasaran murah, kapasitas untuk skala ekonomi; dan biaya agensi.

Model – model keputusan pendanaan khususnya struktur modal ini akan relevan digunakan oleh semua perusahaan , baik skala besar maupun skala kecil dengan penghitungan matematis. Semua teori struktur modal didasarkan pada asumsi kritis yang jauh dari operasi keuangan dalam kenyataan. Masyarakat nyata (termasuk manajer) lebih kompleks, beragam, dan beragam daripada yang diasumsikan dalam teori. Hasil dari model apapun sehubungan dengan prediksi teoritis mungkin berubah dalam konteks dan pernyataan yang berbeda, sehingga teori struktur modal dipertanyakan dalam kondisi yang berbeda. Temuan ini menyimpulkan bahwa dalam situasi dan konteks yang berbeda, pergeseran teoretis dalam evaluasi kinerja struktur modal adalah mungkin; dengan kata lain, manajer dapat dengan sengaja memanipulasi efisiensi struktur modal, yang dapat menyebabkan pergeseran dari satu tujuan teoretis ke tujuan teoretis lainnya[7]. Penelitian [8] yang membahas tentang analisis kinerja secara tradisional memeriksa hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan sambil mengabaikan peran manajemen laba dan kehati-hatian manajer dalam mengelola biaya agensi melalui akrual diskresioner. Peran diskresioner manajemen perusahaan di negara-negara anggota APTA dalam mengurangi biaya keagenan perlu diakui oleh analisis keuangan. Selanjutnya, masalah biaya keagenan sangat erat kaitannya dengan manajemen utang dan peran moderator manajer sebagai bagian dari manajemen yang bijaksana dari masalah utang melalui kekuasaan diskresioner dipilih dalam penelitian ini sebagai prinsip panduan bagi manajer utang[8].

Penelitian – penelitian terkait struktur modal

Judul	: Capital structure theory: Reconsidered
Penulis	: Ardalan, Kavous[7]
Pendahuluan	: Dalam arus utama bidang akademik keuangan, bukti Modigliani dan Miller (1958) teori ketidakrelevanan struktur modal, telah dipuji sebagai landasan modern keuangan ilmiah. Namun, teori ketidakrelevanan struktur modal didasarkan pada serangkaian asumsi, yang keduanya tidak realistis dan bertentangan dengan asumsi utama keuangan akademik utama.
Tujuan	: Membuat asumsi yang lebih tepat dan struktur modal menjadi relevan
Hasil dan Implikasi	: Hasil model matematika yang canggih segera berubah setelah asumsi dasar dirubah. Sehingga klaim tentang sifat ilmiah dari akademisi atas arus utama keuangan masih perlu dipertanyakan

Kesimpulan

Dengan mempelajari struktur modal, seorang manajer akan mendapat pemahaman terkait bagaimana mengelola dana perusahaan. Dari berbagai teori yang umum digunakan pun akan dapat relevan dengan kondisi perusahaan dan akhirnya manajer bisa memilih paradigma mana yang akan digunakan. Manajer juga bisa memilih kebijakan mana yang akan digunakan dan tentunya manajer akan lebih memahami segala risiko dari kebijakan yang telah dipilih.

Referensi

- [1] Miller MH, Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. *J Finance* 1985;40:1031–51. <https://doi.org/10.2307/2328393>.
- [2] Sugeng B. *Manajemen Keuangan Fundamental*. Yogyakarta: Deepublish; 2017.
- [3] Modigliani F, Miller MH. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *Am Econ Rev Econ Rev* 1958;48:261–97. <https://doi.org/10.1257/aer.103.6.i>.
- [4] Miller MH, Modigliani F. DIVIDEND POLICY, GROWTH, AND THE VALUATION OF SHARES. *J Bus* 1961;34:411–33.
- [5] Abeywardhana DK. Capital Structure Theory: An Overview. *Account Financ Res* 2017;6:133. <https://doi.org/10.5430/afr.v6n1p133>.
- [6] Myers SC. The Capital Structure Puzzle. *Jurnal Financ* 1984;XXXIX:575–92.
- [7] Ardalan K. Capital structure theory: Reconsidered. *Res Int Bus Financ* 2016;39:696–710. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>.
- [8] Shoaib A, Siddiqui MA. Earnings management and theoretical adjustment in capital structure performance pattern: Evidence from APTA economies. *Borsa Istanbul Rev* 2022;22:20–36. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.12.001>.

KEPUTUSAN PENDANAAN : TRADE-OFF THEORY DAN PECKING ORDER THEORY

Muhammad Nanang Choiruddin

muhammad.nanang.2104139@students.um.ac.id ; nanang.choiruddin@uin-malang.ac.id

Abstrak

Keputusan untuk menghimpun dana dari sumber eksternal atau dari sumber daya perusahaan sendiri merupakan keputusan perusahaan. Ada beberapa teori tentang bagaimana modal perusahaan harus terstruktur. Teori trade-off dan teori pecking order adalah dua teori yang menjelaskan bagaimana hewan mengurutkan dirinya dalam urutan kepentingan. Perusahaan biasanya menggunakan teori pecking order ketika membuat keputusan pendanaan. Teori ini menyarankan bahwa perusahaan mengurutkan pilihan mereka dalam urutan kepentingan, berdasarkan kemungkinan mendapatkan pengembalian investasi terbaik. Keputusan pendanaan perusahaan akan menentukan bagaimana ia akan membelanjakan uang atau asetnya. Keputusan keuangan adalah struktur keuangan perusahaan. Keputusan keuangan yang terdiri dari profil risiko perusahaan dapat mencakup utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas. Menurut teori pecking order, manajer membuat keputusan pendanaan dalam urutan hierarkis: pertama, mereka mempertimbangkan laba ditahan, kewajiban, dan menerbitkan saham.. Teori trade-off dari teori ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan beban utang yang lebih tinggi memiliki risiko gagal bayar yang lebih besar, karena mereka dipaksa untuk membayar suku bunga tetap yang tinggi yang tidak terjangkau oleh debitur.

Kata Kunci : Keputusan Pendanaan, Pecking Order Theory, *Trade off Theory*

Pendahuluan

Keputusan pendanaan adalah salah satu cara perusahaan dapat mendanai bisnisnya dengan baik dan bagaimana membangun sumber pendanaan terbaik untuk dipertahankan perusahaan. Keputusan

pembiayaan dapat didefinisikan sebagai keputusan tentang struktur keuangan suatu perusahaan (*financial structure*). Adapun struktur keuangan perusahaan adalah kompleks keputusan keuangan termasuk utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan modal.

Dalam hal ini, beberapa isu yang sangat penting terkait dengan keputusan pembiayaan dibahas. Yang dimaksud dengan keputusan pendanaan, sumber pendanaan, dan sumber pendanaan bagi perusahaan baik berasal dari sumber internal perusahaan maupun sumber eksternal perusahaan. Sumber pendanaan internal adalah dana yang diciptakan dan dihasilkan oleh perusahaan itu sendiri. Sumber *leverage* adalah dana eksternal. Teori yang terkait dengan penggunaan pembiayaan dan keputusan pembiayaan yang dibahas adalah teori *trade-off* dan teori *pecking order*.

Pembahasan

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan adalah keputusan perusahaan untuk menentukan apakah pendanaan suatu perusahaan berasal dari pendanaan eksternal atau internal. Ada beberapa teori tentang struktur modal. Yaitu, teori *trade-off* dan teori *pecking order*. Perusahaan biasanya memilih teori *pecking order* dalam keputusan pendanaan mereka. Keputusan pembiayaan juga dapat diartikan sebagai keputusan atas struktur keuangan perusahaan (*financial structure*). Struktur keuangan perusahaan mencakup berbagai investasi utang dan ekuitas. Semua perusahaan berharap untuk mencapai struktur modal yang optimal, yang akan menghasilkan nilai terbesar bagi perusahaan dan biaya modal terendah.

Keputusan tentang pendanaan berkaitan dengan sumber pendanaan yang diterima perusahaan. Sumber pendanaan adalah kewajiban dan modal. Manajemen dapat menentukan seberapa besar struktur hutang suatu perusahaan. Biaya modal ditentukan oleh struktur pendanaan. Hal ini mempengaruhi keputusan investor. Hal ini menjadi dasar untuk menentukan tingkat pengembalian yang diinginkan [1].

Keputusan pendanaan menunjukkan bagaimana perusahaan mendanai bisnisnya atau bagaimana perusahaan mendanai asetnya. Keputusan keuangan berkaitan dengan struktur keuangan suatu perusahaan, yang merupakan kompleks keputusan keuangan yang mencakup utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan modal.

Dalam memilih sumber pendanaan, perusahaan memilih sumber pendanaan untuk diinvestasikan, berupa sumber pendanaan internal dan eksternal. Ada beberapa teori tentang *leverage*. Itu adalah:

1. Berdasarkan teori pecking order, manajer terlebih dahulu memutuskan urutan keputusan pembiayaan yang akan digunakan. B. Laba ditahan, utang, dan penerbitan saham sebagai pilihan akhir.
2. Tradeoff Theory Teori ini menjelaskan bahwa semakin tinggi pinjaman utang suatu perusahaan, semakin tinggi risiko kesulitan keuangan karena membayar kreditur terlalu tinggi tingkat bunga tetap.
3. Teori struktur modal dalam teori ini berpendapat bahwa, dengan asumsi tidak ada pajak, biaya kebangkrutan, tidak ada asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham, dan partisipasi pasar yang efisien, nilai yang dapat dicapai suatu perusahaan tidak akan meningkat.

Sumber Pendanaan

Sumber pendanaan berasal dari sumber internal dan eksternal. Sumber pendanaan internal adalah dana yang diciptakan dan dihasilkan oleh perusahaan itu sendiri. Sumber pendanaan dari luar adalah pendanaan eksternal.

Dana internal

Uang berasal dari dalam perusahaan yaitu laba ditahan. Sebagian dari laba bersih yang dilaporkan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Sisanya ditahan sebagai laba ditahan. Laba ditahan dapat digunakan oleh perusahaan untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya atau mendanai ekspansi usahanya.

Pendanaan eksternal

Pendanaan berasal dari pihak luar, termasuk ekuitas dan utang. Perusahaan dapat menerbitkan obligasi dan saham untuk menghimpun dana di pasar modal atau meminjam dari bank. Pendanaan eksternal sering digunakan untuk ekspansi, seperti membangun fasilitas produksi baru atau mengakuisisi perusahaan lain. Aksi korporasi semacam itu seringkali membutuhkan modal yang besar, jauh di luar kemampuan pendanaan internal.

Sumber eksternal meliputi berbagai jenis, antara lain: Anjak Piutang. Perusahaan menjual faktur ke lembaga keuangan seperti perusahaan keuangan. Mereka melakukan ini untuk mendapatkan uang tunai segera. Fasilitas cerukan. Bank mengizinkan perusahaan untuk menarik lebih banyak uang daripada yang mereka miliki di rekening bank dalam batas yang disepakati. berbagi modal. Perusahaan mengharuskan pemilik untuk menambah modal perusahaan. Alternatifnya, perusahaan dapat menggalang dana dengan menerbitkan saham di pasar modal. kredit. Ini adalah pinjaman bank tanpa jaminan. Bank menetapkan jumlah pinjaman maksimum yang dapat diambil perusahaan untuk jangka waktu tertentu (biasanya satu tahun).

Penggunaan Pendanaan

Prinsip-prinsip tata kelola perusahaan mengharuskan perusahaan menggunakan sumber daya mereka secara produktif. Efisiensi suatu dana ditentukan oleh seberapa efisien asetnya digunakan untuk menghasilkan keuntungan. Tujuan utama penggunaan dana adalah untuk merencanakan dan mengelola penggunaan aktiva lancar dan aktiva tetap. Alokasi dana harus didasarkan pada perencanaan yang matang untuk memastikan bahwa dana yang tidak terpakai dihilangkan. Efisiensi penggunaan dana investasi secara langsung atau tidak langsung mempengaruhi profitabilitasnya.

Teori Pendanaan

Trade-Off Theory

Kenyataannya, ada hal-hal yang menghalangi perusahaan untuk menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Salah satu hal yang terpenting adalah semakin tinggi hutang maka semakin tinggi pula kemungkinan (*probability*) kebangkrutan. Teori *trade-off* menjelaskan bahwa penggunaan hutang meningkatkan nilai perusahaan, tetapi hanya sampai batas tertentu. Meskipun teori ini tidak dapat secara tepat menentukan keputusan pendanaan yang optimal. Memberikan kontribusi penting dalam menentukan keputusan lain, yaitu: Perusahaan yang membayar pajak tinggi harus menggunakan lebih banyak hutang daripada perusahaan yang membayar pajak rendah. Perusahaan kaya aset perlu mengurangi utang mereka. Teori *trade-off* adalah teori struktur modal yang menunjukkan bahwa perusahaan memperdagangkan manfaat pajak *leverage* untuk potensi kebangkrutan.

Teori *trade-off* menggambarkan hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Inti dari teori *trade-off* dalam struktur modal adalah untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan menggunakan hutang. Utang tambahan masih diperbolehkan selama keuntungannya lebih besar daripada pengorbanannya. Jika korbannya besar karena penggunaan utang, tidak boleh ada tambahan utang. Atas dasar teori ini, perusahaan berusaha untuk mempertahankan struktur modal target mereka dengan tujuan memaksimalkan nilai pasar. Teori *trade-off* dikenal sebagai teori pertukaran *leverage*, di mana perusahaan memperdagangkan manfaat pajak dari *leverage* untuk masalah kebangkrutan potensial [2].

Scott (1977) dalam Chandra (2014)[3] menjelaskan bahwa dalam teori *trade-off*, peningkatan utang menyebabkan peningkatan risiko, atau kesulitan keuangan. Peningkatan risiko ini meningkatkan biaya kebangkrutan dan menimbulkan utang tambahan yang tidak lagi berkelanjutan. Scott menyarankan bahwa bisnis mungkin masih terlilit utang, tetapi lonjakan utang yang telah mencapai batas biaya kebangkrutan adalah batas utang yang perlu dihentikan.

Dengan demikian, kesimpulannya adalah bahwa penggunaan utang meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sampai batas tertentu. Model trade-off tidak dapat secara akurat menentukan struktur modal yang optimal karena sulit untuk secara akurat menentukan nilai sekarang dari kesulitan keuangan dan nilai sekarang dari biaya keagenan.

Menurut Mirza (1996), model *trade-off* tidak dapat digunakan untuk secara akurat menentukan modal optimal perusahaan, tetapi memungkinkan kita untuk menarik tiga kesimpulan tentang penggunaan *leverage*.

1. Perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih kecil dapat meminjam lebih banyak tanpa biaya kesulitan keuangan yang diharapkan, sehingga mereka dapat merealisasikan manfaat pajak dengan mengambil keuntungan dari utang yang lebih tinggi.
2. Perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih kecil dapat meminjam lebih banyak tanpa biaya kesulitan keuangan yang diharapkan, sehingga mereka dapat merealisasikan manfaat pajak dengan mengambil keuntungan dari utang yang lebih tinggi.
3. Perusahaan di negara-negara dengan tarif pajak yang tinggi perlu memiliki lebih banyak utang dalam struktur modal mereka daripada perusahaan yang pembayarannya diakui sebagai beban oleh pemerintah, yang mengurangi pajak penghasilan.

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* mengasumsikan bahwa perusahaan membuat keputusan pendanaan hierarkis berdasarkan pendanaan internal dan eksternal, dari keuntungan hingga kewajiban hingga modal (dimulai dengan sumber biaya terendah). Teori *pecking order* menjelaskan mengapa perusahaan dengan margin tinggi sebenarnya memiliki hutang yang rendah. Secara khusus, perusahaan memiliki banyak preferensi dalam hal penggunaan dana.

Pecking Order Theory berdasarkan skenario urutan: Perusahaan memilih pembiayaan internal. Dana internal diperoleh dari keuntungan

(*profit*) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran berdasarkan estimasi peluang investasi. Karena kebijakan dividen yang tetap (*fixed*), volatilitas laba yang tidak dapat diprediksi, dan peluang investasi, perusahaan akan menghasilkan lebih banyak arus kas daripada belanja modal pada waktu tertentu dan lebih sedikit pada waktu lain. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan mulai dengan utang, kemudian sekuritas hibrida seperti obligasi konversi, dan kemudian saham sebagai pilihan terakhir. Teori *pecking order* tidak menentukan struktur modal target. Teori menjelaskan proses pembiayaan. Manajer keuangan tidak mempertimbangkan *leverage* yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Teori *pecking order* dapat menjelaskan mengapa perusahaan berpenghasilan tinggi sebenarnya memiliki hutang yang rendah.

Telaah Jurnal

a. Pengaruh Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Manufaktur Di Indonesia [4]

Banyak penelitian telah dilakukan tentang dampak keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Namun, penelitian ini menunjukkan hasil yang bertentangan. Tujuan penelitian ini adalah menggunakan variabel kontrol ukuran perusahaan dan profitabilitas untuk mengetahui pengaruh keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sektor manufaktur Indonesia. Data dalam penelitian ini diolah menggunakan SPSS versi 20. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 475 observasi produksi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2014. Penelitian ini menggunakan metode sampling tertarget. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji hipotesis klasik, dan pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap goodwill, sedangkan variabel kebijakan dividen tidak.

Penelitian ini bertujuan untuk menggunakan sampel sebanyak 475 observasi dari produsen yang terdaftar di BEI dari tahun 2010 hingga 2014 untuk mengetahui dampak keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan temuan di atas, kita dapat menarik kesimpulan sebagai berikut: 1. Keputusan pembiayaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. 2. Kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan 3. Ukuran perusahaan memiliki dampak positif yang besar terhadap nilai perusahaan. 4. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

b. Analisis Struktur Modal Berdasarkan *Trade off Theory* [5]

Pertumbuhan ekonomi Indonesia membantu dunia usaha untuk mengembangkan usahanya seiring dengan persaingan yang semakin ketat. Manajer keuangan dalam bisnis didorong untuk membuat keputusan yang bijaksana, termasuk keputusan tentang struktur modal. Struktur modal yang optimal ditentukan dengan mempertimbangkan trade-off antara faktor-faktor yang berbeda. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh pertumbuhan pendapatan, struktur aset, dan risiko bisnis terhadap tingkat utang melalui teori trade-off pada perusahaan indeks LQ45 yang termasuk di BEI antara tahun 2014 dan 2018. Jenis penelitian ini adalah penelitian yang memiliki hubungan kausal. Dengan menggunakan pendekatan kuantitatif, kita dapat lebih memahami dampak dari kebijakan kita. Sampel untuk penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode Target Sampling dan diterima oleh lebih dari 19 perusahaan. Metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Ini adalah teknik statistik yang membantu menjelaskan hubungan antara berbagai faktor dan hasil yang diinginkan. Akibatnya, kami menemukan bahwa pertumbuhan pendapatan dan struktur aset mempengaruhi struktur modal. Risiko bisnis, di sisi lain, tidak mempengaruhi struktur modal. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui struktur modal dengan menggunakan teori trade-off dengan faktor-faktor yang dipelajari berupa pertumbuhan pendapatan, struktur aset, dan risiko bisnis. Survei ini dilakukan pada perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2014 hingga 2018 dengan menggunakan model regresi berganda. Berdasarkan hasil analisis

data dan pembahasan yang disajikan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Pertumbuhan Pendapatan Ditentukan oleh Pertumbuhan Pendapatan (GOS) adalah dari tahun 2014 hingga 2018. Hal ini karena perusahaan dengan pertumbuhan pendapatan yang tinggi cenderung menggunakan modal atau utang luar untuk menentukan pembiayaan. Ini karena perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil bisa mendapatkan lebih banyak kredit dengan lebih aman dan biaya nilai tukar tetap bisa lebih tinggi. Perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil Hal ini didukung oleh teori trade-off. Teori trade-off menjelaskan bahwa jika keuntungan perusahaan dari penggunaan hutangnya lebih besar daripada pengorbanannya, maka perusahaan perlu mengumpulkan dana dari luar.
2. Struktur aset yang ditentukan oleh Rasio Aktiva Tetap (FAR) akan mempengaruhi struktur modal perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2014 dan 2018. Artinya pilihan aset perusahaan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Aset tetap adalah modal perusahaan, dan aset tetap merupakan sumber pendanaan internal yang tinggi bagi banyak perusahaan. Oleh karena itu, memiliki tingkat aset tetap yang tinggi akan mengurangi adanya pembiayaan eksternal dengan utang. Menurut Atmaja (2008), kebijakan struktur modal termasuk teori trade-off. Perusahaan dengan aset yang sangat fluktuatif lebih cenderung mengalami kesulitan keuangan, sehingga perusahaan dengan kondisi ini meminjam lebih sedikit daripada aset dan menggunakan lebih sedikit hutang. Potensi kesulitan keuangan yang diwujudkan dalam utang dapat mengurangi nilai aset mereka.
3. Risiko usaha yang ditentukan oleh tingkat *leverage* (DOL) tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2014 dan 2018. Volatilitas pendapatan dapat meningkatkan risiko bisnis perusahaan. Bisnis bukan hanya tentang kerugian. Namun alasan lain adalah bahwa berbagai jenis industri memiliki risiko bisnis yang berbeda. Ada beberapa perusahaan indeks LQ45 dengan karakteristik yang berbeda, dan tingkat risiko bisnis selama

periode survei menjadi tidak stabil, dan fluktuasinya bervariasi dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya.

c. Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Keputusan Investasi Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan [6]

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh simultan atau parsial kebijakan dividen, keputusan investasi, dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Subjek penelitian ini adalah penggunaan produsen mobil dan suku cadang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2007 dan 2017. Tercatat di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2007 hingga 2017, terdapat 13 produsen di sektor otomotif dan suku cadang. Selain itu, dipilih tiga perusahaan untuk jangka waktu 11 tahun berdasarkan kriteria pengambilan sampel dari tahun 2007 hingga tahun 2017, sehingga jumlah sampel yang digunakan ada 33. Metode survei dalam penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dan tergolong survei deskriptif verifikatif kausal. Untuk penelitian pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda, tersedia data berupa laporan keuangan tahunan untuk produsen industri otomotif dan suku cadang dari tahun 2007 hingga 2017. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen, keputusan investasi, dan keputusan pendanaan tidak berpengaruh secara simultan dan parsial terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis dampak kebijakan dividen, keputusan investasi, dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Survei yang digunakan adalah sektor otomotif dan manufaktur suku cadang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2007 hingga 2017, dan menyertakan tiga sampel perusahaan dengan timeline 11 tahun yang digunakan dalam survei ini, sehingga data yang diolah adalah 33 hari. Berdasarkan hasil uji hipotesis simultan dan parsial: Seluruh variabel independen kebijakan dividen, keputusan investasi dan keputusan pembiayaan tidak berpengaruh signifikan terhadap goodwill produsen mobil dan suku cadang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2007. -2017 dengan tingkat koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,426 atau 42,6%. Kebijakan dividen tidak akan berpengaruh signifikan terhadap goodwill perusahaan otomotif dan suku cadang yang

terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2007 hingga 2017. Keputusan investasi tersebut tidak akan mempengaruhi secara signifikan goodwill dari produsen mobil dan suku cadang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2007 dan 2017. Keputusan pembiayaan tidak berpengaruh signifikan terhadap itikad baik produsen mobil dan suku cadang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Exchange untuk periode 2007-2017. ..

d. Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Based on *Trade off Theory* and Pecking Order Theory - An Empirical Study of the Tehran's Stock Market Companies [7]

Tujuan dari makalah ini adalah untuk mengkaji determinan struktur modal perusahaan yang terdaftar di Iran berdasarkan *Trade off Theory* dan pecking order theory struktur modal. Ada banyak faktor yang dapat mempengaruhi pilihan struktur modal. Namun, penelitian ini berfokus pada empat karakteristik penting perusahaan Iran dan mencoba untuk mengklarifikasi dampaknya terhadap struktur modal. Variabel terikat adalah rasio *leverage* perusahaan dan variabel bebas terdiri dari tangibility, profitabilitas, pertumbuhan dan risiko bisnis. Penelitian ini menggunakan informasi keuangan dari 133 perusahaan Iran yang terdaftar di Bursa Efek Teheran untuk periode 10 tahun dari 2005 sampai 2014. Model regresi OLS digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel dependen dan independen. Temuan menunjukkan bahwa profitabilitas adalah penentu paling penting dari struktur modal untuk perusahaan Iran diikuti oleh tangibility, pertumbuhan dan risiko bisnis. Profitabilitas dan risiko bisnis berbanding terbalik dengan rasio utang, sedangkan likuiditas dan pertumbuhan berbanding lurus dengan rasio utang. Hasil pengujian hipotesis berdasarkan hubungan antara variabel independen dan dependen sepenuhnya sejalan dengan pecking order theory, sementara sebagian mendukung trade of theory Singkatnya, struktur modal perusahaan Iran sepenuhnya dijelaskan oleh teori pecking order struktur modal.

Hasil model regresi menunjukkan bahwa 64,6% variasi debt ratio dijelaskan oleh lima variabel penjelas. Sejauh penentu struktur modal untuk

perusahaan Iran yang bersangkutan, profitabilitas adalah atribut perusahaan utama yang dapat mempengaruhi pilihan utang dan ekuitas perusahaan Iran karena memiliki efek yang signifikan dan kekuatan penjelas yang lebih tinggi dibandingkan dengan variabel lain dalam model regresi, diikuti oleh tangibility yang juga memiliki pengaruh signifikan sebagai faktor penting ketiga. Meskipun statistik T signifikan dari risiko bisnis dan pertumbuhan, mereka memiliki kekuatan penjelas terendah di antara variabel penjelas yang mungkin menyiratkan pertumbuhan dan risiko bisnis tidak berdampak besar pada struktur modal.

Profitabilitas memiliki dampak terbalik pada rasio utang yang berarti bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan menggunakan jumlah hutang yang lebih rendah daripada perusahaan yang kurang menguntungkan atau tidak menguntungkan karena perusahaan yang menguntungkan menghasilkan jumlah kas yang lebih tinggi yang dapat digunakan sebagai sumber pembiayaan internal perusahaan. Selain itu, risiko bisnis dan hutang berbanding terbalik yang berarti perusahaan yang bisnisnya lebih berisiko memiliki jumlah hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang stabil.

Di sisi lain, tangibility berpengaruh langsung terhadap debt ratio yang artinya perusahaan yang memiliki jumlah aset berwujud yang lebih tinggi menggunakan jumlah utang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki jumlah aset berwujud yang lebih rendah. Hal ini dapat dijelaskan dengan dua hal: pertama, sebagian besar perusahaan Iran menggunakan pinjaman bank ketika mereka membutuhkan pembiayaan utang karena tidak ada pasar obligasi yang berkembang di Iran sehingga bank memainkan peran utama untuk kebutuhan keuangan perusahaan. Kedua, sebagian besar bank memerlukan aset berwujud untuk mengamankan pinjaman mereka dan mereka mungkin tidak menerima aset tidak berwujud sebagai jaminan. Juga pertumbuhan dan hutang berhubungan langsung yang berarti perusahaan dengan pertumbuhan yang lebih tinggi menggunakan jumlah hutang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah.

Berdasarkan hasil regresi terdapat hubungan terbalik yang signifikan antara profitabilitas dan rasio utang. sehingga hasilnya sesuai

dengan proposisi POT, karena memprediksi hubungan terbalik antara mereka. Sedangkan proporsi hipotesis TOT berlawanan dengan prediksi korelasi langsung antara profitabilitas dan debt ratio. Berikut ini adalah korelasi langsung antara pertumbuhan dan rasio utang berdasarkan hasil regresi. Oleh karena itu, hasilnya bertentangan dengan proposisi TOT karena teori ini menjelaskan hubungan terbalik antara pertumbuhan dan rasio utang. Sementara itu, hasil tersebut sejalan dengan proposisi POT, karena memprediksi hubungan langsung antara pertumbuhan dan rasio utang.

Berdasarkan hasil regresi, risiko bisnis dan rasio utang berkorelasi negatif. Oleh karena itu, hasilnya sejalan dengan proposisi TOT dan POT karena mereka memprediksi hubungan terbalik antara risiko bisnis dan rasio utang. Secara keseluruhan, studi ini menunjukkan bahwa profitabilitas, tangibility merupakan faktor penting yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan Iran, sementara pertumbuhan dan risiko bisnis mungkin tidak dianggap sebagai penentu penting pilihan utang dan ekuitas. Lebih lanjut, dapat disimpulkan bahwa struktur modal perusahaan Iran dapat dijelaskan dengan POT, yang berarti mereka memiliki kecenderungan untuk menggunakan sumber daya keuangan internal daripada sumber daya eksternal dan ketika mereka membutuhkan dana tambahan baik untuk modal kerja atau proyek baru, mereka cenderung menggunakan hutang atas ekuitas.

e. Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach [8]

Studi ini melihat bagaimana teori pecking order berlaku untuk tingkat investasi yang berbeda untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Istanbul. Penelitian ini mencakup periode tahun 2000 hingga 2018, dan metode regresi kuantil digunakan untuk mengetahui kepentingan relatif sumber pendanaan internal dan eksternal dalam membiayai investasi perusahaan.. Studi ini menemukan bahwa teori pecking order valid untuk perilaku pilihan perusahaan yang terdaftar di Bursa Istanbul, dan bahwa sensitivitas terhadap dana internal dan utang meningkat seiring dengan peningkatan tingkat investasi perusahaan. Selain itu, ditemukan bahwa

perusahaan kecil bertindak sesuai dengan urutan kekuasaan. Temuan empiris menunjukkan bahwa teori pecking order tidak valid untuk perusahaan dengan *leverage* tinggi dan rendah; perusahaan dengan *leverage* tinggi lebih memilih pembiayaan ekuitas pada tingkat investasi tinggi ketika dana internal tidak cukup untuk membiayai pengeluaran investasi, dan perusahaan dengan *leverage* rendah lebih memilih untuk meminjam sebagai pilihan pertama mereka. Selain itu, ditemukan bahwa perusahaan bertindak sesuai dengan hierarki keuangan pada periode sebelum krisis global (2000-2009); pada periode pasca krisis (2010-2018), utang/pinjaman lebih diutamakan untuk pembiayaan investasi. Terakhir, perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur makanan, minuman dan produk tembakau; manufaktur produk kimia, minyak bumi, karet dan plastik; dan subsektor manufaktur produk industri berbasis batu dan tanah ditemukan menunjukkan perilaku pecking order.

f. Firms' debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree [9]

Makalah ini menguji teori tradeoff statis terhadap teori pecking order. Kami fokus pada perbedaan penting dalam prediksi: teori tradeoff statis berpendapat bahwa perusahaan meningkatkan *leverage* sampai mencapai rasio utang target, sedangkan pecking order menghasilkan penerbitan utang sampai kapasitas utang tercapai. Kami menemukan bahwa untuk sampel kami perusahaan AS teori pecking order adalah deskripsi yang lebih baik dari keputusan masalah perusahaan daripada teori tradeoff statis. Sebaliknya, ketika kita fokus pada keputusan pembelian kembali, kita menemukan bahwa teori tradeoff statis adalah prediktor yang lebih kuat dari keputusan struktur modal perusahaan.

g. The Effect of Access to Debt on Lebanese Small and Medium Enterprises Performance [10]

Sejak tahun tiga puluhan akses ke utang telah dianggap sebagai salah satu tantangan utama yang dihadapi pertumbuhan Usaha Kecil dan

Menengah (UKM). Oleh karena itu, studi empiris difokuskan pada bagaimana memfasilitasi akses ke utang mempengaruhi kinerja keuangan UKM di negara maju. Namun, ini tidak terjadi di negara-negara ekonomi berkembang seperti Lebanon karena kurangnya transparansi keuangan dan pelaporan keuangan yang buruk. Selain itu, sangat sedikit penelitian yang membahas pilar teoretis di balik perilaku keuangan UKM tentang bagaimana akses ke utang memengaruhi kinerja perusahaan di negara maju dan berkembang. Oleh karena itu, penelitian ini mencoba untuk menyelidiki pengaruh akses terhadap utang terhadap kinerja keuangan UKM Lebanon dalam hal profitabilitas dan berwujud. Selain itu, studi ini mengeksplorasi penjelasan teoritis tentang bagaimana akses utang UKM Lebanon mempengaruhi profitabilitas (PR) dan tangibility (ST) menggunakan teori trade-off (TOT) dan teori pecking order (POT). Data 102 UKM untuk periode 2014 hingga 2017 dari 12 kantor audit resmi yang berlokasi di Beirut-Lebanon. Selain itu, metode kuadrat terkecil umum (GLS) digunakan untuk melakukan analisis regresi. Analisis tersebut mengungkapkan efek positif dari akses UKM Lebanon terhadap utang terhadap profitabilitas dan wujud nyata UKM yang menegaskan adopsi teori trade-off sebagai pendekatan oleh UKM dan pemberi pinjaman Lebanon. Disimpulkan bahwa memfasilitasi UKM Lebanon akses ke utang untuk mencapai tingkat utang yang tepat meningkatkan kinerja UKM yang sebagai imbalannya mempengaruhi secara positif pemberi pinjaman dan ekonomi secara keseluruhan.

Kesimpulan

Untuk menganalisis keputusan struktur modal UKM dalam kerangka Trade of Theory yang dinamis perlu mempertimbangkan rasio jatuh tempo utang, namun ketika UMKM mempertimbangkan efek determinan dari rasio utang jangka pendek dan utang jangka panjang sebaiknya UMKM mengikuti prediksi *Pecking Order Theory* dalam keputusan struktur modal. Implikasi temuan yaitu penting bagi UMKM untuk menyeimbangkan biaya biaya penyesuaian terkait dengan keuangan eksternal dengan biaya kebangkrutan

Referensi

- [1] Wijaya, L. R., Bandi, & Wibawa, A. (2010). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto .
- [2] Brigham, Eugene F., dan Houston, Joel F. (2011). Dasar-dasar Manajemen Keuangan. (Edisi 11, Buku 2). Terjemahan oleh Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- [3] Chandra, Teddy. (2014). Faktor-faktor yang memengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Indonesia. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 18(4), 207 – 523.
- [4] Mey Rianaputri Himawan dan Yulius Jogi Christiawan, S.E., MSi., Ak., Pengaruh Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Manufaktur Di Indonesia, *Business Accounting Review*, Vol 4, no 1, Januari 2016 (193-204).
- [5] Nana Umdiana, Hashifah Claudia , Analisis Struktur Modal Berdasarkan *Trade off Theory*, *Jurnal Akuntansi : Kajian Ilmiah Akuntansi* , Volume 7 Nomor. 1, Januari 2020 p-ISSN 2339-2436 <http://dx.doi.org/10.30656/jak.v7i1.1930> e-ISSN 2549-5968.
- [6] Feny Alvita Pirstina¹. Khairunnisa, Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Keputusan Investasi Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Aset (Akuntansi Riset)*, 11 (1), 2019, 123-136.
- [7] Abbasi¹ and Maral Delghandi, Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Based on *Trade off Theory* and Pecking Order Theory - An Empirical Study of the Tehran's Stock Market Companies Ebrahim, *Arabian J Bus Manag Review* 2016, 6:2 <http://dx.doi.org/10.4172/2223-5833.1000195>
- [8] DurmuşYıldırım, Ali KemalÇelik, Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach, [Borsa Istanbul Review](#), [Volume 21, Issue 4](#), December 2021, Pages 317-331

- [9] Abede Jong, Marno Verbeek, Patrick Verwijmeren, Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree, [Journal of Banking & Finance](#), [Volume 35, Issue 5](#), May 2011, Pages 1303-1314
- [10] Zainab Abdulawood Jadoua, Nihal Farid Mostapha, The Effect of Access to Debt on Lebanese Small and Medium Enterprises Performance , [ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives](#), journal homepage: <http://www.acrn-journals.eu/> 9 (2020) 32-44, <https://doi.org/10.35944/jofrj.2020.9.1.003> ISSN 2305-7394

KEPUTUSAN INVESTASI DAN EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS

Diah Ayu Septi Fauji

diah.ayu.2104139@students.um.ac.id

Abstrak

Ketika membahas tentang keputusan investasi, masyarakat cenderung memikirkan berapa hasil yang akan kembali kepadanya atas investasi tersebut. Kondisi tersebut akhirnya memunculkan bagaimana pemikiran rasional berpengaruh terhadap bentuk pasar efisien. Teori keputusan investasi dan faktor yang mempengaruhinya juga terus berkembang. Oleh karenanya, perlu kiranya bagi kita untuk melihat kembali bagaimana keputusan investasi itu dibentuk dan bagaimana model dari hipotesis pasar efisien yang memungkinkan untuk digunakan oleh UMKM.

Pendahuluan

Manajemen keuangan yang merupakan spesialisasi bidang keuangan akan selalu berkaitan dengan pengambilan keputusan keuangan dalam suatu badan usaha baik usaha pemerintah maupun swasta. Sehingga Manajer keuangan tentu berfokus pada keputusan investasi dan keputusan pendanaan dalam bisnis. Karena keputusan investasi menjadi salah satu topik penting dalam manajemen Keuangan, maka dalam keputusan investasi tentu sudah tidak asing lagi tentang bahasan penentuan nilai investasi, hasil investasi dan biaya sehingga konsep kunci yang memungkinkan digunakan oleh seorang *decision maker* untuk memprediksi arus kas masa depan ke nilai masa sekarang biasanya berupa matematika waktu, nilai uang. Manajemen investasi umumnya akan melakukan 5 (lima) kegiatan initu yaitu (1) pengaturan investasi tujuan, (2) menetapkan kebijakan investasi, (3) memilih strategi investasi, (4) memilih aset tertentu, dan (5) mengukur dan mengevaluasi kinerja investasi[1].

Keputusan investasi yang merupakan salah satu bagian yang penting karena menyangkut bagaimana perusahaan mengelola aktiva perusahaan. Dan untuk keputusan ini dapat kita lihat dari dua sisi yaitu dari sisi pemilik yang berfokus pada aktiva baik aktiva nyata maupun aktiva tidak nyata serta

keputusan investasi dari sudut pandang pihak pemberi modal (Investor). Sehingga dalam keputusan investasi ini kita juga akan berbicara tentang *Efficient Market Hypothesis (EMH)*, CAPM, APT dll. Namun sebelum lebih detail membahas tentang keputusan investasi dan *Efficient Market Hypothesis(EMH)* perlu kita ketahui terlebih dahulu perkembangan teori tersebut. Meskipun EMH menjadi salah satu proposisi empiris paling teruji dalam literatur keuangan[2], dalam dua puluh tahun terakhir banyak penjelasan bahwa asumsi rasionalitas investor dan asumsi pasar efisien tidak realistis. Oleh sebab itu penulis tertarik untuk mengulas lebih lanjut tentang bagaimana sebenarnya hubungan keputusan investasi dengan *Efficient Market Hypothesis(EMH)* saat ini. Selain itu, dalam book chapter ini juga akan dibahas berbagai model desain riset tentang *Efficient Market Hypothesis(EMH)*.

Pembahasan

Pada pendahuluan telah disampaikan bahwa untuk memutuskan sebuah investasi, kita dapat melihat dari 2 (dua) sudut pandang yaitu dari sisi manajer investasi perusahaan dan sisi investor. Dari sudut pandang manajer investasi, kita perlu memahami bagaimana proses manajemen investasi, dan dari sisi investor kita perlu memahami apakah pasar efisien atau tidak dan bagaimana kita akan membuat keputusan investasi pada sebuah pasar.

Nah, mari kita mulai membahas tentang bagaimana proses dalam manajemen investasi dan *Efficient Market Hypothesis(EMH)*.

Proses manajemen investasi

Dalam manajemen investasi tentunya memerlukan proses diantaranya terlihat pada gambar 1



Gambar 1 Proses Manajemen Investasi

a. Menetapkan tujuan investasi

Menetapkan tujuan investasi dimulai dengan analisis menyeluruh terhadap tujuan investasi entitas yang dananya dikelola. Entitas ini dapat diklasifikasikan sebagai investor individu dan investor institusi. Di dalam masing-masing klasifikasi luas ini, adalah berbagai tujuan investasi. Tujuan dari investor individu mungkin untuk mengumpulkan dana untuk membeli rumah atau akuisisi besar lainnya, untuk memiliki dana yang cukup untuk menjadi mampu pensiun pada usia tertentu, atau mengumpulkan dana untuk membayar kuliah untuk anak-anak. Seorang investor individu dapat menggunakan jasa penasihat keuangan atau konsultan dalam menetapkan tujuan investasi. Sedangkan untuk investor institusi berhubungan dengan dana pensiun, lembaga penyimpanan (bank umum, asosiasi simpan pinjam, dan serikat kredit), perusahaan asuransi (perusahaan jiwa, perusahaan properti dan korban, dan perusahaan kesehatan), perusahaan investasi yang diatur (reksadana), pengelola investasi global, wakaf dan yayasan, departemen keuangan perusahaan, pemerintah kota, dan lembaga pemerintah.

b. Menetapkan kebijakan investasi

Hal kedua yang penting dalam proses pengelolaan investasi adalah menetapkan kebijakan yang berfokus pada tujuan

investasi. Menetapkan kebijakan dimulai dengan keputusan alokasi aset. Artinya, keputusan harus dibuat tentang bagaimana dana yang akan diinvestasikan dan harus didistribusikan di antara beberapa cluster aset utama perusahaan. Ada beberapa investor institusional yang membuat keputusan alokasi aset murni berdasarkan pemahaman mereka tentang karakteristik pengembalian risiko dari berbagai kelas aset dan pengembalian yang diharapkan. Namun demikian, alokasi aset mempertimbangkan kendala atau batasan investasi. Di dalam pengembangan kebijakan investasi, faktor-faktor berikut harus dipertimbangkan: kendala klien (batasan yang dikenakan klien adalah batasan yang menentukan jenis sekuritas yang dapat diinvestasikan oleh manajer dan batasan konsentrasi tentang seberapa banyak atau sedikit yang dapat diinvestasikan dalam kelas aset tertentu atau dalam penerbit tertentu. Jika tujuannya adalah untuk memenuhi kinerja pasar tertentu atau tolok ukur yang disesuaikan, mungkin ada batasan untuk sejauh mana manajer dapat menyimpang dari beberapa karakteristik utama dari tolok ukur), kendala peraturan (Ada banyak jenis kendala regulasi. Ini melibatkan kendala pada kelas aset yang diperbolehkan dan batas konsentrasi pada investasi. Selain itu, dalam membuat keputusan alokasi aset, pertimbangan harus diberikan untuk setiap persyaratan modal berbasis risiko. Untuk lembaga penyimpanan dan perusahaan asuransi, jumlah modal menurut undang-undang yaitu, ekuitas yang dibutuhkan terkait dengan kualitas aset yang dimiliki lembaga tersebut diinvestasikan) dan pertimbangan pajak (pertimbangan pajak penting karena beberapa alasan. Pertama, investor institusi tertentu seperti dana pensiun, wakaf, dan yayasan dibebaskan dari pajak pendapatan federal. Akibatnya, kelas aset dalam yang mereka investasikan tidak akan menjadi investasi yang diuntungkan pajak. Kedua, ada faktor pajak yang harus dimasukkan ke dalam investasi aturan. Misalnya, sementara dana pensiun mungkin bebas pajak).

c. Memilih strategi investasi

Memilih strategi portofolio yang konsisten dengan tujuan dan kebijakan investasi klien atau kebijakan investasi institusional adalah langkah ketiga dalam proses manajemen investasi. Strategi portofolio dapat diklasifikasikan sebagai aktif atau pasif. Strategi portofolio aktif menggunakan informasi yang tersedia dan teknik peramalan untuk mencari kinerja yang lebih baik daripada portofolio yang hanya terdiversifikasi dari semua strategi aktif. Strategi ini bisa dikatakan sebagai harapan tentang faktor-faktor yang telah diidentifikasi sebagai mempengaruhi kinerja aset. Misalnya, dengan strategi saham biasa aktif, ini mungkin termasuk perkiraan pendapatan masa depan, dividen, atau rasio harga-pendapatan. Untuk portofolio obligasi yang dikelola secara aktif, ekspektasi dapat mencakup proyeksi suku bunga masa depan dan spread sektor. Kemudian, strategi portofolio aktif yang melibatkan sekuritas asing mungkin memerlukan prakiraan suku bunga lokal dan nilai tukar. Sedangkan untuk strategi pasif dari portofolio mencakup kontribusi ekspektasi minimum dan sebaliknya, tergantung pada diversifikasi untuk menyatukan beberapa harga pasar. Di antara ekstrem strategi aktif dan pasif ini, beberapa strategi bermunculan yang memiliki unsur keduanya. Misalnya, inti portofolio dapat dikelola secara pasif dengan saldo dikelola secara aktif. Cara berpikir yang berguna tentang manajemen aktif versus pasif adalah dalam dilihat dari tiga kegiatan berikut yang dilakukan oleh manajer: (1) konstruksi portofolio (memutuskan saham yang akan dibeli dan dijual); (2) perdagangan surat berharga; dan (3) pemantauan portofolio. Umumnya, manajer aktif mengabdikan sebagian besar waktu mereka untuk konstruksi portofolio. Sebaliknya, dengan pasif manajer strategi mencurahkan lebih sedikit waktu untuk kegiatan ini. Untuk memperoleh pendapatan tetap, ada beberapa strategi yang diklasifikasikan sebagai strategi portofolio terstruktur, yang merupakan jenis strategi yang digerakkan oleh kewajiban.

Strategi portofolio terstruktur adalah strategi di mana portofolio berkembang untuk mencapai kinerja beberapa liabilitas yang telah ditentukan yang perlu dibayarkan. Mengingat pilihan antara manajemen aktif dan pasif, mana yang harus dipilih? Jawabannya tergantung pada (1) klien atau pengelola uang pandangan tentang bagaimana "harga-efisien" pasar; (2) toleransi risiko klien; dan (3) sifat kewajiban klien. Dengan efisiensi harga pasar kita berharap akan mendapatkan pengembalian yang lebih besar daripada pasif manajemen setelah menyesuaikan dengan risiko yang terkait dengan strategi dan biaya transaksi yang terkait dengan penerapan strategi itu.

d. Memilih aset tertentu / Membangun portofolio dan pantau portofolio

Setelah strategi portofolio dipilih, manajer investasi harus memilih aset yang akan dimasukkan dalam portofolio. Manajemen investasi proses meliputi:

- 1) Menghasilkan ekspektasi dan perkiraan pengembalian yang realistis dan masuk akal.
- 2) Membangun portofolio yang efisien.
- 3) Memantau, mengendalikan, dan mengelola eksposur risiko.
- 4) Mengelola perdagangan dan biaya transaksi.

Dalam upaya menghasilkan ekspektasi pengembalian yang realistis dan masuk akal, Manajer investasi memiliki beberapa alat analisis yang tersedia. Manajer investasi yang aktif berusaha mengidentifikasi sekuritas. Informasi tersebut kemudian digunakan sebagai input untuk membangun portofolio yang efisien. Sebuah portofolio efisien adalah portofolio yang menawarkan pengembalian yang diharapkan terbesar untuk tingkat risiko tertentu atau, setara, risiko terendah untuk yang diharapkan tertentu kembali. Setelah portofolio dibangun, manajer investasi harus memantau portofolio untuk menentukan bagaimana eksposur risiko portofolio dapat terjadi berubah mengingat kondisi pasar yang berlaku dan informasi tentang aset

dalam portofolio. Portofolio saat ini mungkin tidak lagi efisien dan sebagai akibatnya, manajer investasi kemungkinan akan menyeimbangkan kembali portofolionya agar menghasilkan portofolio yang efisien. Oleh karena itu tentu biaya transaksi akan mempengaruhi kinerja. Manajer investasi harus mempertimbangkan biaya transaksi tidak hanya dalam konstruksi awal portofolio, tetapi ketika portofolio diseimbangkan kembali.

e. Mengukur dan mengevaluasi kinerja investasi

Pengukuran dan evaluasi kinerja investasi melibatkan dua kegiatan. Kegiatan pertama adalah pengukuran kinerja yang melibatkan menghitung dengan tepat pengembalian yang direalisasikan oleh manajer investasi atas beberapa interval waktu, yang disebut sebagai periode evaluasi. Kegiatan kedua adalah evaluasi kinerja, yang berkaitan dengan menentukan apakah manajer investasi memberikan nilai tambah dengan mengungguli benchmark yang telah ditetapkan.

1) Mengukur performa

Titik awal untuk mengevaluasi kinerja manajer aset adalah mengukur kembali. Ini mungkin tampak sederhana, tetapi beberapa tuntutan praktis membuat tugas menjadi rumit karena kita harus memperhitungkan uang tunai apa pun distribusi yang dibuat dari portofolio selama periode evaluasi. Ukuran Pengembalian Alternatif Pengembalian dolar yang direalisasikan pada portofolio untuk setiap periode evaluasi (yaitu, satu tahun, bulan, atau minggu) sama dengan jumlah dari:

1. Selisih antara nilai pasar portofolio di akhir periode evaluasi dan nilai pasar pada awal periode evaluasi.
2. Setiap distribusi modal atau pendapatan dari portofolio ke klien atau penerima portofolio.

Tingkat pengembalian, atau hanya pengembalian, menyatakan pengembalian dolar dalam istilah dari jumlah nilai pasar pada awal periode evaluasi. Dengan demikian, pengembalian dapat dilihat sebagai jumlah (dinyatakan sebagai sebagian kecil dari

nilai portofolio awal) yang dapat ditarik pada akhir evaluasi periode sambil mempertahankan nilai pasar awal dari portofolio tetap utuh. Oleh karenanya,tingkat pengembalian dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$R_Q = \frac{V_1 - V_0 + D}{V_0}$$

Dimana :

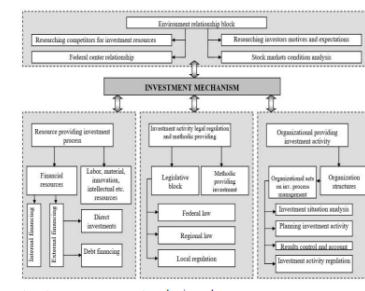
R_Q = Return Portofolio

V_1 = Nilai pasar portofolio pada akhir evaluasi

V_0 = Nilai pasar portofolio pada awal periode evaluasi

D = Distribusi kas dari portofolio selama periode evaluasi (jika ada)

Proses manajemen diatas dilakukan oleh manajer investasi dalam sebuah perusahaan. Sehingga diharapkan setelah manajer investasi dapat mengelola investasi perusahaan secara baik dan benar. Tentunya setiap perusahaan memiliki skema tersendiri untuk penentuan investasi, seperti pada sektor agrikultur yang tentu akan berbeda dengan perusahaan sektor energi. Dan tentu untuk keputusan investasi di sebuah UMKM juga akan berbeda. Untuk contoh skema proses manajemen investasi dapat kita lihat seperti pada gambar 2 berikut :



Gambar 2 Proses manajemen investasi pada perusahaan sektor energi [3]

Eksistensi Efficient Market Hypothesis(EMH)

Topik efisiensi pasar memainkan peran sentral dalam pengantar bidang ilmu keuangan. Setelah kita mengamati risiko – pengembalian trade-off dan pemilihan portofolio optimal, maka kita akan menemui

pertanyaan kira – kira informasi apa yang dapat dimasukkan untuk memperkirakan risiko dan pengembalian portofolio selanjutnya kita juga akan mempertanyakan bagaimana model pasar yang efisien. Berbicara tentang EMH, maka kita akan memahami bahwa studi efisiensi pasar berfokus pada mekanisme penetapan harga aset keuangan, yaitu mempelajari kecepatan dan keakuratan informasi yang secara positif atau negatif mempengaruhi harga instrumen keuangan. Pada teori pasar efisien diasumsikan bahwa investor adalah orang yang rasional. Investor memiliki informasi yang lengkap untuk memaksimalkan hasil yang diharapkan. Pada konteks ini, harga diasumsikan sama dengan nilai fundamental saham yang berarti bahwa saat ini nilai bersih dari arus kas masa depan didiskontokan. Investor yang rasional akan memutuskan tindakan saat mengetahui beberapa informasi pada nilai fundamental saham, tentu investor akan merespon dengan menaikkan harga penawaran ketika ada berita yang baik dan mengurangi harga penawaran ketika ada berita buruk.

EMH merupakan salah satu proposisi empiris yang paling teruji dalam literatur keuangan. EMH menjadi salah satu teori keuangan modern yang dianggap paling berpengaruh dengan asumsi bahwa seluruh informasi yang relevan telah tercerminkan pada harga saham ketika saham tersebut diperdagangkan. Fenomena perkembangan pengujian atas teori pasar efisien dimulai sejak 1905 yang berlanjut sampai tahun 2000 an seperti nampak pada gambar 3

Table 1. Selected work on Development of efficient market hypothesis (EMH).

Author	Year	Paper/Book/Thesis Title (Please See References for Details)
Pearson	1905	The Problem of the Random Walk (Pearson 1905)
Keynes	1923	Some Aspects of Commodity Markets (Keynes 1923)
Cowles	1933	Can Stock Market Forecasters Forecast? (Cowles 1933)
G. Kendall and Hill	1953	The Analysis of Economic Time-Series-Part 1: Prices (Kendall and Hill 1953)
Roberts	1959	Stock-Market "Pattern" and Financial Analysis: Methodological suggestions (Roberts 1959)
Alexandar	1961	Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks (Alexander 1961)
Alexandar	1964	Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks (Alexander 1964)
Fama	1965	The behaviour of Stock-Market Prices (Fama 1965)
Fama	1970	Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work (Fama 1970)
G. Malkiel	1973	A-Random-Walk-Down-Wall-Street (Malkiel 1973)
Dimson and Mussavin	1999	Three centuries of asset pricing (Dimson and Mussavin 1999)
Shiller	2003	From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance (Shiller 2003)
Steiger	2004	Beyond the F test: Effect size confidence intervals and tests of close fit in the analysis of variance and contrast analysis (Steiger 2004)
Durlauf and Blume	2008	The New Palgrave Dictionary of Economics (Durlauf and Blume 2008)
Sewel	2011	A History of the Efficient Market Hypothesis (Sewel 2011)
Verheyden et al.	2013	A Tale of Market Efficiency (Verheyden et al. 2013)

Gambar 3 Perkembangan EMH [4]

Dari semua hasil pengujian tentang efisiensi pasar yang paling sering dibahas adalah teori dari Fama. Fama (1970) secara formal mendefinisikan tiga tingkat efisiensi pasar (lemah, martingale, kuat) dan membedakan satu dari yang lain dengan tingkat kemampuan yang terkait dengan pasar saham dalam memproses informasi sebagaimana terlihat dalam harga saham yang bergerak naik. Hal itu berarti bahwa pasar sekuritas yang efisien akan dapat dilihat dalam refleksi berita atau informasi tentang saham tertentu/ keseluruhan pasar. Untuk mendapatkan gambaran utuh tentang tiga tingkatan dari model efisien pasar, penulis berupaya untuk memaknai definisi dari Fama menjadi definisi sebagai berikut :

- a. Hipotesis bentuk pasar lemah menyiratkan bahwa tidak informasi yang dapat menunjukkan bagaimana pasar dan harga saham bergerak. Hal ini disebabkan tidak adanya pola tertentu yang dapat memprediksi harga saham dengan pergerakan acak. Bahkan analisis fundamental yang biasanya dapat memberi informasi akurat kepada investor karena keacakan pola tersebut.
- b. Hipotesis Pasar Efisien Semi Kuat : Teori ini mengandung pengertian bahwa nilai saham merupakan gambaran dari semua informasi relevan yang dapat diketahui publik, informasi tersebut meliputi laporan keuangan, suku bunga dan hal-hal lain yang berkaitan dengan perusahaan, hipotesis ini dapat disimpulkan akan memungkinkan masyarakat untuk memprediksi harga saham dengan melihat informasi yang ada. Penggunaan analisa fundamental dan teknikal dapat dilakukan untuk keuntungan yang maksimal. Analisis fundamental dapat membantu Anda menentukan nilai saham dan membeli saham yang undervalued. Langkah ini digunakan oleh investor ternama dunia Warren Buffet untuk memilih saham mana yang layak dibeli.
- c. Hipotesis Pasar Efisien Kuat menyatakan bahwa semua informasi yang bersifat umum atau rahasia namun dapat

diakses untuk umum dapat mencerminkan harga saham, sehingga investor dapat menentukan langkah investasinya

Memang setelah beberapa dekade EMH menjadi sebuah teori akademis yang cukup kuat, sehingga meskipun ada banyak penelitian dan ratusan artikel diterbitkan, para peneliti belum mencapai konsensus tentang pertanyaan apakah pasar efisien atau tidak. Namun, perluasan strategi investasi dan pasar modal tentu berdampak pada signifikansi dan rasional empiris dari teori EMH.

Memasuki abad ke 21 ini, dominasi intelektual dari EMH tidak dapat diterima secara universal, karena banyak ekonom yang percaya bahwa harga saham sebagian dapat diprediksi. Generasi baru mulai percaya bahwa ada beberapa perilaku dan aspek psikologis yang memungkinkan untuk memprediksi harga saham[6–8].

Lalu, bagaimana dengan UMKM? Berapa nilai perusahaan UMKM? Jika kita membahas tentang UMKM, maka akan sedikit berbeda dengan efisiensi pasar di pasar modal. Keterbukaan informasi di UMKM jauh lebih rendah sehingga sulit menentukan nilai wajar dari perusahaan UMKM tersebut dan menemukan bentuk efisien dari pasar. EMH sendiri memiliki beberapa tingkatan dan pasar modal di setiap negara berbeda, kecepatan distribusi informasi juga berbeda. Dengan kondisi tersebut maka para investor juga akan melihat di negara mana dia akan berinvestasi. Untuk investasi di Indonesia saat ini masih cenderung lebih mudah dalam mencari keuntungan karena bentuk pasar belum sepenuhnya efisien dan keputusan investasi masih didasarkan asumsi rasionalitas. Akhirnya teori EMH ini relevan digunakan pada UMKM jika UMKM bersedia untuk membuka diri seluas – luasnya terkait informasi dari kondisi UMKM. UMKM perlu menunjukkan informasi manajemen, laporan laba – rugi dan memperbaiki administrasinya dan lain lain.

Studi desain riset tentang Efficient Market Hypothesis

a. *Efficient Market Hypothesis* di Indonesia

Santoso & Ikhsan (2020) menggunakan pendekatan kuantitatif untuk mendapatkan data objektif terstruktur dari fenomena yang terjadi.

Dengan pendekatan tersebut ditemukan bahwa terdapat hubungan antara perubahan harga saham dengan perubahan harga saham sebelumnya. Di pasar modal Indonesia harga saham bisa berubah naik atau turun setelah adanya informasi. Misalnya saja setelah terpilihnya presiden, informasi seseorang akan diangkat menjadi menteri. Sehingga keputusan investor tersebut sesuai dengan teori pasar efisien yakni harga pasar mencerminkan informasi yang diterima investor baik informasi privat maupun publik.

Selain itu karena harga saham bergerak secara acak, investor tidak dapat mengalahkan pergerakan pasar karena investor tidak dapat memprediksi pergerakan saham secara acak. Dalam perkembangan pengetahuan tentang pergerakan acak beberapa harga saham dapat diprediksi oleh proses stokastik yang pada proses stokastik akan menghasilkan vektor tertentu arah random price saham. Sehingga proses stokastik dapat memprediksi harga saham dimasa yang akan datang dipasar yang efisien. Beberapa cara untuk membuat proses stokastik yang mampu memprediksi pergerakan harga saham dimasa yang akan datang seperti proses Bernoulli, Random Walk symmetric, Proses Wiener, Proses dan rantai Markov. Semua proses tersebut akan menghasilkan vektor atau arha pergerakan harga saham yang dapat di gunakan untuk memprediksi harga saham di Pasar Modal Indonesia dimasa mendatang.

b. *Efficient Market Hypothesis di Asia – Pasific*

Hamid et al (2010) Studi empiris ini dilakukan untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah dari pengembalian pasar saham Pakistan, India, Sri Lanka, Cina, Korea, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Taiwan, Jepang dan Australia. Pengamatan bulanan dilakukan untuk periode Januari 2004 sampai Desember 2009. Autokorelasi, Uji Ljung-Box Q-statistic, Uji Run, Uji Unit Root dan Rasio Varians digunakan untuk menguji hipotesis bahwa pasar saham mengikuti jalan acak. Pengembalian bulanan tidak terdistribusi normal, karena condong negatif dan leptokurtik. Secara keseluruhan kami menyimpulkan bahwa harga

bulanan tidak mengikuti jalan acak di semua negara di kawasan Asia-Pasifik. Para investor dapat mengambil aliran keuntungan melalui proses arbitrase dari peluang yang menguntungkan di seluruh pasar ini. Studi empiris ini menyelidiki bentuk lemah dari efisiensi pasar di kawasan Asia-Pasifik. Ukuran sampel terdiri dari 14 pasar ekuitas dari wilayah ini. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pasar ekuitas yang dipilih mengikuti Model Random Walk pada tingkat individu atau tidak. Tidak ada keuntungan arbitrase yang dapat diperoleh jika pasar ekuitas efisien pada tingkat individu. Untuk memverifikasi distribusi data yang normal, kami melakukan uji Jarque-Bera dan memvisualisasikan kemiringan dan kurtosis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa uji Jarque-Bera menolak hipotesis distribusi normal untuk Pakistan, India, Korea, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Jepang dan Australia. Kemiringan menunjukkan bahwa data condong negatif untuk semua negara. Untuk memverifikasi bentuk lemah dari efisiensi, Uji Jalan, Uji Unit Root, Autokorelasi, Ljung-Box Q-Statistic dan uji Rasio Varians diterapkan untuk tujuan ini. Dengan menerapkan uji akar unit diperoleh hasil bahwa deret data menjadi stasioner pada orde I (1). Akhirnya hasil uji Autokorelasi, Ljung-Box Q-Statistic dan Variance Ratio menunjukkan bahwa tidak ada pasar yang lemah dari efisien dan sangat menolak hipotesis nol. Oleh karena itu disimpulkan bahwa investor dapat memperoleh aliran manfaat arbitrase karena inefisiensi pasar milik negara-negara ini.

c. ***Efficient Market Hypothesis di Bangladesh***

Firoj & Khanom(2018) menyelidiki bentuk-W dan bentuk - SS dari EMH di FEM Bangladesh dengan mengadopsi kurs rata-rata harian dari tujuh nilai tukar bilateral selama periode 2010:01:01 hingga 2017:11:30. Untuk tujuan ini uji stasioner ADF, PP, KPSS dioperasikan untuk menguji bentuk-W dari EMH dan uji kointegrasi Johansen dioperasikan untuk bentuk-SS dari EMH. Hasil tes stasioner mengungkapkan bahwa hampir semua dari tujuh nilai tukar mengikuti jalan acak yang menyetujui bentuk-W dari EMH. Hal ini mengacu bahwa para peserta atau investor FEM di Bangladesh tidak

dapat menerapkan metode atau aturan apa pun untuk mengantisipasi nilai potensial nilai tukar dari nilai sebelumnya. Uji kointegrasi menemukan verifikasi yang berlawanan dengan bentuk SS dari EMH, yang berarti tren nilai tukar dapat diramalkan untuk memperhatikan pergerakan nilai tukar lainnya. Dengan demikian para partisipan atau investor di FEM Bangladesh dapat terlibat dalam transaksi yang ekstra menguntungkan secara terus-menerus. Efisiensi dalam FEM sangat penting bagi pembuat kebijakan ekonomi karena nilai tukar merupakan variabel kebijakan yang dominan dalam ekonomi. Namun, FEM Bangladesh menunjukkan karakteristik pasar yang efisien dalam bentuk-W paling sedikit. Sehingga pemerintah dapat memastikan status FEM yang efisien saat ini dan mencapai efisiensi bentuk SS dan bentuk S dalam waktu dekat.

d. *Efficient Market Hypothesis di Amerika*

[12] Makalah ini secara menyeluruh mengintegrasikan gelembung spekulatif ke literatur keuangan perusahaan dengan berfokus pada masalah kebijakan dividen. Lebih khusus lagi, kami meneliti pentingnya kebijakan dividen ketika menguji gelembung spekulatif dalam indeks ekuitas S&P 500 pada kumpulan data yang mencakup tahun 1871 hingga 2014. Mengingat fenomena pemulusan dividen, khususnya di AS, kami mempertanyakan kegunaan dari mengamati pembayaran dividen sebagai faktor fundamental dalam menguji gelembung. Menghindari pemulusan dividen, kami membangun pembayaran dividen hipotetis yang didasarkan pada pendapatan perusahaan yang dilaporkan. Bukti empiris yang disajikan di sini memang menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan mempengaruhi pengujian gelembung spekulatif. Sementara gelembung dot.com—biasanya dilihat sebagai contoh utama untuk gelembung harga saham tidak hanya di NASDAQ tetapi juga di indeks ekuitas lain yang lebih luas—terdeteksi dengan seri dividen yang diamati sebagai faktor fundamental, ini belum tentu demikian dengan deret waktu dividen yang disesuaikan. Beberapa hasil kami menentang gelembung harga spekulatif di pasar saham AS yang lebih luas di akhir 1990-an.

e. ***Efficient Market Hypothesis di Eropa***

Borges, (2010) menyampaikan hasil pengujian efisiensi pasar bentuk lemah yang diterapkan pada indeks pasar saham Inggris, Prancis, Jerman, Spanyol, Yunani, dan Portugal, dari Januari 1993 hingga Desember 2007. Kami menggunakan uji run, dan uji rasio varians gabungan yang dilakukan dengan menggunakan data harian dan mingguan untuk periode 1993–2007 dan untuk subset, 2003–2007. Pengembalian harian dan mingguan tidak berdistribusi normal, karena mereka memiliki skewed negatif dan leptokurtik, dan juga menunjukkan heteroskedastisitas bersyarat. Secara keseluruhan, kami menemukan bukti campuran pada hipotesis pasar yang efisien (EMH). Hipotesis ditolak pada data harian untuk Portugal dan Yunani, karena autokorelasi positif orde pertama dalam pengembalian. Namun, tes empiris menunjukkan bahwa kedua negara ini telah mendekati perilaku martingale setelah 2003. Data Prancis dan Inggris menolak EMH, karena adanya pengembalian rata-rata dalam data mingguan, dan lebih kuat dalam beberapa tahun terakhir. Secara bersama-sama, tes untuk Jerman dan Spanyol tidak memungkinkan penolakan EMH, pasar terakhir ini yang paling efisien. Efisiensi pasar bentuk lemah menyiratkan bahwa harga sekuritas yang diperdagangkan di pasar tidak dapat diprediksi dengan menggunakan informasi harga historis. Pada gilirannya, ini menyiratkan bahwa harga di pasar semacam itu tidak berkorelasi secara berurutan. Tentunya, beberapa penelitian menunjukkan bahwa efisiensi pasar cenderung berkembang dari waktu ke waktu, yang membenarkan pembaruan penelitian sebelumnya, menggunakan data yang lebih baru dan serangkaian teknik baru yang lebih kuat, berdasarkan uji rasio varians bersama, yang hanya dikembangkan dalam beberapa tahun terakhir.

f. ***Efficient Market Hypothesis saat Pandemi Covid – 19***

Hasil penelitian Vasileiou et al., (2021) menunjukkan bahwa pasar saham tidak selalu memasukkan semua informasi yang tersedia karena dalam banyak kasus, pasar selalu melakukan evaluasi berita secara perlahan. Lebih lanjut hasil riset Vasileiou et al., (2021)

menunjukkan bagaimana pasar saham merespons berita tentang wabah COVID-19. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar saham pada awalnya berkinerja seperti pada periode normal (periode 1), yang berarti tidak ada kekhawatiran yang diharapkan dari berita COVID-19. Tanggapan seperti itu dapat dicirikan sebagai rasional oleh pendukung EMH yang mungkin menyarankan bahwa tidak ada laporan resmi untuk penyebaran yang signifikan di seluruh dunia, yang merupakan penjelasan logis. Oleh karena itu, hasil ini tidak mengkonfirmasi bahwa harga 'sepenuhnya mencerminkan' semua informasi yang tersedia kapan saja: data hingga 21.02.2020 menunjukkan periode normal dan tidak ada kekhawatiran akan datang (pengembalian positif, dan tidak ada standar deviasi yang tinggi secara signifikan). Jadi, baik risiko kesehatan, akibat PHEIC, dan kemungkinan pandemi tidak mempengaruhi kinerja pasar atau pasar tidak efisien dan gagal memasukkan informasi yang tersedia. Wabah COVID-19 memberi kami kesempatan untuk menguji apa yang hilang dari model penetapan harga aset untuk memahami bagaimana dunia pasar keuangan bekerja, bagaimana investor merespons periode krisis yang signifikan, dan bagaimana kita dapat membangun model yang lebih akurat.

Kesimpulan

Dengan ketersediaan informasi yang relevan, akan ada banyak respon pasar yang nantinya akan mempengaruhi dari keputusan investasi. Artinya tidak sepenuhnya pasar modal akan membentuk model pasar efisien. Kecepatan pasar menyerap informasi yang tersedia, kecerdasan investor akan mendekati dengan harga wajar dan akan mendekati pasar efisien. Semakin tidak efisien pasar, semakin banyak peluang investor memperoleh abnormal return demikian juga sebaliknya.

Dan masih memungkinkan bagi peneliti baru untuk mengisi celah dari teori yang ada sehingga dapat melengkapi dari teori yang ada. Kemudian di dalam pembahasan - pembahasan teori seperti ini, sebaiknya kita juga mampu mengelola emosi sehingga kita dapat menjauh dari kefanatikan atas teori tertentu. Asumsi – asumsi ekonomi lebih cenderung pada asumsi keputusan rasional. Asumsi rasionalitas biasa digunakan untuk umumnya,

namun untuk yang lebih khusus masih memungkinkan untuk mengisi celah rasionalitas dengan anomali irrasionalitas. Misalnya saja keberadaan teori *Financial Behaviour* itu mengisi teori EMH sehingga dapat dijadikan pertimbangan dalam keputusan investasi.

Referensi

- [1] Fabozzi FJ, Drake PP. Finance Capital Market, Financial Management, and Investment Management. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc; 2009.
- [2] Yen G, Lee CF. Efficient market hypothesis (EMH): Past, present and future. *Rev Pacific Basin Financ Mark Policies* 2008;11:305–29. <https://doi.org/10.1142/S0219091508001362>.
- [3] Rostova O, Shirokova S, Sokolitsyna N, Shmeleva A. Management of investment process in alternative energy projects. *E3S Web Conf* 2019;110:1–9. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/201911002032>.
- [4] Ying Q, Yousaf T, Ain Q ul, Akhtar Y, Rasheed MS. Stock Investment and Excess Returns: A Critical Review in the Light of the Efficient Market Hypothesis. *J Risk Financ Manag* 2019;12:97. <https://doi.org/10.3390/jrfm12020097>.
- [5] Fama EF. American Finance Association Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work Author (s): Eugene F . Fama Source : The Journal of Finance , Vol . 25 , No . 2 , Papers and Proceedings of the Twenty- Eighth Annual Meeting of the American. *J Finance* 1970;25:383–417.
- [6] Sewell M. History of the Efficient Market Hypothesis. Research Note RN/11/04, University College London, UK. 2011.
- [7] Malkiel BG. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *J Econ Perspect* 2003;17:59–82.
- [8] Tıřtan AG. The Efficient Market Hypothesis: Review of Specialized Literature and Empirical Research. *Procedia Econ Financ* 2015;32:442–9. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01416-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01416-1).
- [9] Santoso EB, Ikhsan M. Efficient Market Hypothesis in Indonesia Stock Exchange 2019 2020;127:51–3. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200309.012>.

- [10] Hamid K, Suleman MT, Shah SZA, Akash RSI. Testing the weak form of efficient market hypothesis: Empirical evidence from Asia-Pacific markets. *Int Res J Financ Econ* 2010;58:121–33. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2912908>.
- [11] Firoj M, Khanom S. Efficient Market Hypothesis: Foreign Exchange Market of Bangladesh. *Int J Econ Financ Issues* 2018;8:99–103. <https://doi.org/10.32479/ijefi.7097>.
- [12] Basse T, Klein T, Vigne SA, Wegener C. U.S. stock prices and the dot.com-bubble: Can dividend policy rescue the efficient market hypothesis? *J Corp Financ* 2021;67:101892. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101892>.
- [13] Borges MR. Efficient market hypothesis in European stock markets. *Eur J Financ* 2010;16:711–26. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2010.495477>.
- [14] Vasileiou E, Samitas A, Karagiannaki M, Dandu J. Health risk and the efficient market hypothesis in the time of COVID-19. *Int Rev Appl Econ* 2021;35:210–23. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1864299>.
- [15] Alexander, Sidney S. Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks. *Industrial Management Review* 1961;2: 7–21.
- [16] Alexander, Sidney S. Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random walks. *Industrial Management Review* 1964;5: 25–46.

KEPUTUSAN INVESTASI : *RETURN, RISK, DAN CAPM*

Ismayantika Dyah Puspasari

ismayantika.dyah.2104139@students.um.ac.id

Abstrak

Dengan melakukan investasi, keperluan individu atau keperluan bisnis akan mengeluarkan uang dengan harapan akan memperoleh lebih banyak kekayaan dimasa depan. Konsep "*return*" atau pengembalian memberikan kesempatan kepada investor untuk mengekspresikan kinerja keuangan atas investasi yang dilakukannya. Suatu risiko dapat didiversifikasi karena adanya peristiwa yang direspon oleh pasar seperti adanya tuntutan hukum, aksi demo atau mogok kerja, menang atau kalah dari suatu kontrak pekerjaan serta peristiwa lain pada perusahaan tertentu (bukan menyeluruh). Semakin tinggi risiko atas suatu saham makam semakin tinggi pula pengembalian yang diharapkan sehingga akan mendorong investor untuk membeli saham tersebut. Saham individual dapat diukur menggunakan suatu model yang disebut *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang merupakan suatu model yang digunakan untuk menganalisis hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian.

Kata Kunci : *risk, return, CAPM*

Pendahuluan

Ketika mendengar kata investasi, sebagian besar benak pembaca pasti akan mengarah kepada bagian keuangan. Investasi bukanlah suatu kegiatan yang selalu berfokus pada keuangan tetapi juga bisa mengarah pada bagian lainnya seperti pemasaran maupun sumber daya manusia.

Dimulai pernyataan dasar bahwa setiap investor selalu menyukai pengembalian atau *return* dan tidak menyukai risiko. Oleh karena itu, orang akan berinvestasi pada aset yang lebih berisiko hanya jika mereka

mengharapkan untuk menerima pengembalian yang lebih tinggi. Akan tetapi suatu hal yang tidak mungkin jika suatu investor hanya akan terus memperoleh return tanpa pernah memperoleh resiko atas investasinya. Return dan resiko merupakan suatu hal yang tidak dapat dipisahkan dan selalu menjadi bagian penting untuk dipertimbangkan dalam keputusan investasi. Termasuk didalamnya CAPM yang merupakan suatu model dalam penentuan harga aset. Lalu, bagaimana kaitannya antara return, risiko dan CAPM itu sendiri dan seberapa pentingnya seorang investor dalam mempertimbangkan model investasinya ?

Pembahasan

Dengan melakukan investasi, keperluan individu atau keperluan bisnis akan mengeluarkan uang dengan harapan akan memperoleh lebih banyak kekayaan dimasa depan. Konsep "*return*" atau pengembalian memberikan kesempatan kepada investor untuk mengekspresikan kinerja keuangan atas investasi yang dilakukannya.

Investasi dan *Return*

Yang perlu dipahami dalam konsep investasi dan *return* adalah layak tidaknya suatu investasi ketika kita menilai dari *return* yang diperoleh. Meskipun banyak orang mudah memahami apa itu investasi dan pengembalian (keuntungan/*return*) tapi ada dua masalah penting yang harus diperhatikan dalam investasi dan *return*, yaitu [1] :

- a. Untuk menilai tentang pengembalian atau keuntungan, kita perlu memahami tentang skala ukuran dari investasi yang kita lakukan. Diilustrasikan kita menginvestasikan uang sebesar Rp 10.000.000,- dengan jangka waktu 1 (satu) tahun akan memperoleh Rp 11.000.000,-. Pengembalian atau keuntungan sebesar Rp 1.000.000,- merupakan *return* yang bagus. Tetapi ketika kita menginvestasikan Rp 50.000.000,- dan memperoleh pengembalian yg sama yaitu sebesar Rp 1.000.000,- maka dikatakan ini merupakan investasi yang kurang baik.

- b. Kita perlu mengetahui jangka waktu pengembalian (*return*), *return* sebesar Rp 1.000.000,- atas investasi Rp 10.000.000,- adalah pengembalian yang baik jika diinvestasikan dalam jangka waktu 1 (satu) tahun, tetapi pengembalian dengan nilai yang sama setelah 5 (lima) atau 10 (sepuluh) tahun tidaklah terlalu baik.

Akan lebih mudah dinilai jika kita memahami investasi dari segi nilai dan waktu adalah dengan menyatakan hasil investasi menggunakan presentase pengembalian. Misal, tingkat pengembalian suatu investasi sebesar Rp 10.000.000,- selama 1 (satu) tahun adalah :

$$\begin{aligned}\text{Tingkat pengembalian} &= \frac{\sum \text{yang diterima} - \sum \text{yang diinvestasikan}}{\sum \text{yang diinvestasikan}} \\ &= \frac{\text{Pengembalian}}{\sum \text{yang diinvestasikan}} = \frac{\text{Rp } 1.000.000}{\text{Rp } 10.000.000} \\ &= 0,10 \text{ atau } 10\%\end{aligned}$$

Seorang investor yang memiliki standar pengembalian dalam bentuk presentase akan lebih mudah mempertimbangkan apakah investasi tersebut layak atau tidak.

Investasi dan Risiko

Kita dapat menganalisis risiko atas suatu aset menggunakan dua cara: (1) atas dasar aset tunggal, yaitu aset tersebut dianggap terpisah dalam arti investor hanya menginvestasikan uangnya pada satu jenis aset ini saja, dan (2) berdasarkan portofolio, dimana investor menginvestasikan uangnya pada sejumlah aset dalam suatu portofolio. Dengan demikian, **risiko aset tunggal (*individual risk*)** merupakan risiko yang akan diterima oleh investor jika dia hanya memiliki satu jenis aset saja. Tentu sebagian besar investor akan menyimpan asetnya dalam bentuk portofolio, akan tetapi diperlukan

pemahaman risiko atas aset tunggal sehingga dapat dipahami risiko atas aset dalam suatu portofolio.

Untuk mengilustrasikan risiko aset keuangan, misalkan kita berinvestasi dengan membeli Rp 100.000.000,- surat utang jangka pendek dengan mengharapkan pengembalian senilai 5%. Dalam hal ini, besarnya return atas investasi senilai 5% tersebut dapat diperkirakan dengan tepat, dan investasi tersebut dapat sebagai investasi yang bebas risiko. Namun, jika Rp 100.000.000,- tersebut kita investasikan dalam saham pada perusahaan minyak, maka return atas investasi tersebut kurang dapat diperkirakan dengan tepat. Orang lain mungkin dapat menganalisis situasi serta menyimpulkan bahwa mengharapkan tingkat pengembalian secara prosentase sebesar 20%, tetapi kita sebagai investor juga harus menyadari bahwa sebenarnya dapat terjadi kemungkinan lain yaitu tingkat pengembalian dapat berkisar 1.000% hingga -100%.

Sangat jarang sekali suatu aset berisiko dapat memberikan tingkat return yang diharapkan karena umumnya aset berisiko akan memberikan pengembalian lebih kecil atau lebih besar dari pada yang diharapkan. Jika suatu aset selalu menghasilkan pengembalian sesuai dengan yang diharapkan, berarti itu merupakan aset tanpa risiko. Dapat disimpulkan bahwa semakin besar kemungkinan memperoleh pengembalian yang cukup rendah atau kerugian, maka suatu investasi dikatakan semakin berisiko.

Selanjutnya yang kedua adalah **risiko atas aset yang disimpan dalam portofolio**. Aset yang disimpan dalam portofolio memiliki risiko yang lebih kecil jika dibandingkan dengan aset yang disimpan secara tunggal atau berdiri sendiri. Oleh karena itu, lembaga keuangan harus mengalokasikan investasinya pada suatu portofolio yang terdiversifikasi. Hal ini juga disadari sepenuhnya oleh investor individu dimana mereka memegang prinsip "*don't put all your eggs in one basket*" sehingga sepenuhnya mereka akan menginvestasikan aset kepemilikan sahamnya pada berbagai jenis perusahaan (dalam suatu portofolio) dan bukan hanya pada satu perusahaan saja [2].



Gambar 4 Ilustrasi Risiko atas Aset yang disimpan dalam Portofolio
[3]

Pada gambar 1 diilustrasikan bagaimana keuntungan atau tingkat risiko yang diperoleh oleh investor jika menginvestasikan uangnya pada aset dalam portofolio. Dengan menginvestasikan uang pada beberapa jenis aset atau beberapa jenis saham di sub sektor yang berbeda dan ketika suatu sub sektor atau perusahaan tertentu mengalami kerugian (penurunan harga saham) maka keuntungan yang diperoleh dari saham lainnya akan dapat menutupi atau mengimbangi kerugian pada saham tersebut. Oleh karena itu aset pada portofolio dikatakan memiliki risiko yang lebih rendah daripada jika kita menginvestasikan seluruh uang pada satu saham atau satu sub sektor saja. Dalam hal ini, bisa dikatakan bahwa saham lain sebagai penyeimbang atau pengendali jika salah satunya mengalami kerugian.

Sulit untuk menemukan saham yang akan memberikan *return* dengan korelasi negatif terhadap kondisi perekonomian negara. Sebagian besar saham akan cenderung memiliki nilai yang baik ketika ekonomi suatu negara kuat dan nilai yang menurun ketika ekonomi melemah. Bahkan pada portofolio yang sangat besar pun akan

berakhir dengan sejumlah risiko yang cukup besar, tetapi risiko ini tidak sebesar jika semua uang diinvestasikan hanya pada satu saham perusahaan saja (gambar 1). Risiko atas suatu portofolio aset yang terdiri dari saham-saham perusahaan besar cenderung akan mengecil lalu pada akhirnya akan mendekati batasan tertentu seiring dengan meningkatnya ukuran portofolio tersebut. Menurut data yang telah dikumpulkan, standar deviasi portofolio satu saham (atau standar deviasi rata-rata saham) memiliki nilai kurang lebih 35%. Sedangkan portofolio yang terdiri atas semua saham atau yang biasa disebut sebagai portofolio pasar akan memiliki nilai standar deviasi disekitar 20% [1].

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hampir separuh dari risiko pada rata-rata saham individual kemungkinan dapat dihilangkan sebagian atau seluruhnya jika saham tersebut disimpan dalam portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, yaitu yang berisi 40 atau lebih saham pada sub sektor yang berbeda. Bagian dari risiko saham yang bisa dihilangkan disebut sebagai risiko yang dapat didiversifikasi, sedangkan bagian yang tidak bisa dihilangkan disebut sebagai risiko pasar.

Suatu **risiko dapat didiversifikasi** karena adanya peristiwa yang direspon oleh pasar seperti adanya tuntutan hukum, aksi demo atau mogok kerja, menang atau kalah dari suatu kontrak pekerjaan serta peristiwa lain pada perusahaan tertentu (bukan menyeluruh). Karena peristiwa ini bersifat tidak menyeluruh, maka pengaruhnya terhadap portofolio dapat dihilangkan sebagian atau seluruhnya dengan cara diversifikasi dimana peristiwa kurang baik pada suatu perusahaan akan diimbangi oleh peristiwa baik pada perusahaan lainnya. Sedangkan **risiko pasar** dapat disebabkan oleh beberapa faktor yang secara sistematis akan berpengaruh terhadap sebagian atau semua perusahaan seperti adanya resesi, perang, inflasi, dan meningkatnya suku bunga. Karena sebagian besar saham perusahaan secara negatif dipengaruhi oleh faktor - faktor tersebut, maka risiko pasar susah untuk dihilangkan dengan diversifikasi.

Semakin tinggi risiko atas suatu saham maka akan semakin tinggi juga pengembalian yang diharapkan sehingga akan mendorong investor untuk melakukan pembelian pada saham tersebut. Namun, jika investor yang peduli dengan risiko portofolio daripada risiko sekuritas individual dalam portofolio, maka bagaimana seharusnya risiko suatu saham individual tersebut diukur? Saham individual dapat diukur menggunakan suatu model yang disebut *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang merupakan suatu model yang digunakan untuk menganalisis hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian.

Investasi dan CAPM

Capital Asset Pricing Model (CAPM) di kenalkan pertama kali oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin ditahun 1964 dimana CAPM merupakan suatu model yang digunakan untuk menentukan harga saham individu atau suatu saham pada sebuah portofolio. Model ini digunakan untuk menganalisis hubungan antara risiko dengan tingkat pengembalian (*return*). Dengan adanya hubungan yang positif dan linear antara risiko dan tingkat keuntungan yang diharapkan, disimpulkan semakin tinggi suatu resiko pada suatu investasi, maka investasi tersebut akan memberikan *return* yang semakin tinggi (*high risk high return*).

CAPM merupakan model pendekatan dari harga aset atau *asset pricing* yang dapat memprediksi keuntungan dari aset berharga berisiko. Dengan CAPM para investor dapat memperkirakan bagi hasil dari aset berharga berisiko yang dimilikinya serta dapat melihat gambaran risiko tiap aset sehingga investor dapat mempertimbangkannya dalam kepemilikan aset dan risiko [4]. CAPM sendiri juga dapat menentukan besarnya tingkat pengembalian atau *required rate of return* dari suatu aset berharga.

Asumsi Dasar CAPM

Risiko yang relevan dari saham individual adalah kontribusinya terhadap risiko portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Suatu saham mungkin cukup berisiko jika saham tersebut dipegang secara tunggal, akan tetapi jika sebagian risikonya dapat diminimalkan dengan cara diversifikasi, maka risiko yang relevan merupakan risiko yang memberikan kontribusi terhadap risiko portofolio yang lebih kecil daripada risiko yang berdiri sendiri. CAPM mendasarkan diri atas teori portofolio yang dirumuskan oleh Markowitz (1952). Teori ini berdasarkan atas pengamatan bahwa para investor di bursa melakukan diversifikasi atas investasinya yaitu mereka membentuk sebuah portofolio karena ingin meminimalkan risiko [5]. Risiko dicerminkan dengan beta (β) investasi. Semakin tinggi β maka semakin besar pula resiko investasi dan semakin tinggi R yang relevan.

Asumsi-asumsi yang mendasari terbentuknya CAPM [6] :

- a. Tidak adanya biaya transaksi, dimana siapapun dapat melakukan pembelian maupun penjualan saham tanpa memikirkan biaya transaksi atau *fee* untuk perusahaan sekuritas.
- b. *Fully Divisibel* dimana secara penuh investasi dapat dilakukan dengan nominal berapapun dan pada seluruh jenis saham apapun.
- c. Tidak ada pajak penghasilan, maka investor akan merasa *indifferent* dalam memilih *dividen* atau *capital gain*.
- d. Harga saham tidak dapat dipengaruhi oleh investor dalam hal kuantitas pembelian dan penjualan saham di bursa.
- e. *Expected value* dipertimbangkan oleh investor dengan memanfaatkan *standard deviasi return*
- f. *Short Sales*, dimana saham dapat dijual dan dibeli oleh investor dalam kurun waktu yang singkat karena mengharapkan *Capital Gain*.
- g. Adanya *riskless lending and borrowing rate*, dimana aset dapat disimpan dan dipinjam dengan tingkat bunga yang sama oleh investor.

- h. Adanya kesepakatan dan harapan yang sama antar investor tentang *expected return*, koefisien korelasi antar *return*, dan *standard deviasi*.
- i. Seluruh aktiva memiliki peluang untuk diperjualbelikan.

Penerapan CAPM dalam Investasi pada Real Asset

Konsep CAPM pada dasarnya dikenalkan untuk investasi pada perusahaan sekuritas, tetapi seiring berjalannya waktu juga dapat diaplikasikan terhadap investasi real assets. CAPM menyatakan bahwa arus kas memiliki ketidakpastian dan ketidakpastian tersebut dapat disebabkan oleh beberapa faktor yaitu *Operating Leverage* dan siklikalitas (*cyclicality*) suatu perusahaan. Pada saat perekonomian suatu negara dalam keadaan membaik, maka sebagian besar atau bahkan semua perusahaan akan terkena pengaruh positifnya. Demikian sebaliknya yang menjadi masalah dalam suatu investasi adalah intensitas dampak tersebut. Industri otomotif dan *real estate* merupakan contoh sebagian industri yang mudah dipengaruhi oleh kondisi perekonomian negara. Industri seperti ini kemungkinan besar akan cenderung memiliki beta usaha yang cukup tinggi.

Salah satu hal yang cukup menarik dari pendekatan CAPM adalah setiap rencana investasi akan diperlakukan sebagai proyek/bisnis yang terpisah dari bisnis yang sudah ada. Memberikan keuntungan atau tidak proyek tersebut tidak akan dipengaruhi oleh bisnis perusahaan yang sudah ada. Kecuali jika rencana investasi tersebut memang didirikan dengan alasan akan memberikan *synergistic effect* pada bisnis yang sudah ada, maka perlu



Gambar 5 PT. Surya Madistrindo sebagai contoh penerapan CAPM dalam Investasi Real Asset

dipertimbangkan pada suatu analisis. Biasanya perusahaan akan mengharapkan adanya efek sinergi jika perusahaan melakukan diversifikasi pada bisnis yang saling terkait. Sebagai contoh, salah satu perusahaan manufaktur yang telah melakukan ekspansi dengan melahirkan perusahaan distributor. Harapannya kedepan, perusahaan distributor ini dapat menghemat biaya distribusi.

PT. Surya Madistrindo merupakan perusahaan yang dimiliki oleh PT. Gudang Garam, Tbk. Yang didirikan pada tahun 2002 untuk menjalankan seluruh distribusi produk sigaret GGRM. PT. Surya Madistrindo juga merupakan distributor tunggal yang memegang kendali strategi dan pemasaran untuk seluruh wilayah Indonesia.

Kelebihan dan Kekurangan CAPM

Beberapa kelebihan CAPM diantaranya (1) CAPM merupakan model yang menghubungkan *expected return* dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut ketika pasar dalam keadaan seimbang, dan (2) estimasikan *return* suatu saham dapat menggunakan CAPM. Sedangkan kelemahannya sendiri adalah CAPM merupakan suatu model *asset pricing* yang hanya mempertimbangkan risiko pasar (*market risk*) sebagai risiko tunggal dalam memprediksi *return* saham sehingga dapat dikatakan bahwa hasil prediksi tersebut kurang akurat.

Contoh Penelitian Keputusan Investasi dan CAPM (Review Jurnal)

a. An Empirical Test of CAPM—The Case of Indian Stock Market

Penulis : Debarati Basu [7]
Deepak Chawla

Pendahuluan : Banyak penelitian juga menghasilkan pengembangan model baru atau perluasan teori yang sudah ada. Namun, sebagian besar pengujian tersebut dilakukan di pasar negara maju, dan belum banyak dilakukan di pasar negara berkembang seperti India di mana

	hubungan risiko dan pengembalian menjadi lebih penting.
Tujuan	: Menganalisis penerapan teori CAPM di pasar India karena dinilai pasar pada negara yang sedang tumbuh dan berkembang selalu kurang dianalisis tetapi lebih mudah berubah, dengan demikian penelitian ini lebih menarik untuk dilakukan.
Metode	: Meneliti 10 portofolio, yang mencakup 50 saham, selama periode 5 tahun yaitu dari 1 Januari 2003 hingga 1 Februari 2008 untuk memverifikasi efisiensi model CAPM di pasar India.
Hasil dan Implikasi	: Penelitian ini menemukan hubungan negatif antara beta dan <i>return</i> yang menunjukkan ketidakefisienan pasar modal. Selain itu, varians residual, yang mewakili risiko tidak sistematis, juga ditemukan signifikan dalam kasus tertentu. Selain itu, regresi tidak bisa menjelaskan dengan baik. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa CAPM tidak dapat menjadi penjelas yang baik atas harga aset di India selama periode sampel yang dipilih.

b. Do Asset Pricing Models Explain Size, Value, Momentum and Liquidity Effects ? The Case of an Emerging Stock Market

Penulis	: Saumya Ranjan Dash Jitendra Mahakud [8]
Pendahuluan	: Hubungan antara pengembalian saham yang diharapkan dan risiko dalam Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Lintner 1965; Sharpe 1964) dihipotesiskan pada risiko pasar sistematis sebagai satu-satunya faktor penentu. Namun, sejak munculnya efek ukuran (Banz 1981), literatur yang ada membahas prediktabilitas pengembalian cross-sectional sehubungan dengan nilai atau

	<p>efek book-to-market (Basu 1977), efek momentum (Jegadeesh dan Titman 1993) dan efek likuiditas (Amihud 2002) yang tidak sesuai dengan argumen teoritis CAPM yang dipertahankan. Termotivasi oleh meluasnya ukuran dan karakteristik ekuitas buku-ke-pasar (Fama dan French 1992, 1998, 2012), literatur terbaru menyarankan penerapan model tiga faktor (Fama dan French 1993), yang menggabungkan faktor risiko sistematis untuk ukuran dan karakteristik nilai bersama dengan faktor risiko pasar.</p>
Tujuan	: Artikel ini mengkaji apakah model penetapan harga aset alternatif dan lebih khusus lagi model multifaktor yang ditambah likuiditas dapat menjelaskan pengaruh ukuran, nilai, momentum, dan likuiditas pada <i>return</i> saham saham di India selama September 1995 hingga Maret 2011.
Metode	: Menggunakan deret waktu dan metodologi data panel untuk melakukan analisis. Data dasar terdiri dari <i>return</i> bulanan dan karakteristik risiko secara spesifik pada perusahaan indeks National Stock Exchange (NSE) dari perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di India untuk periode September 1995 hingga Maret 2011 (187 bulan).
Hasil dan Implikasi	: Menunjukkan bahwa pengaruh atau dampak nilai dan likuiditas sering dijelaskan, tetapi kekuatan penjelas dari ukuran dan <i>return</i> masa lalu atau efek momentum jangka pendek tetap konsisten terlepas dari proses penyesuaian risiko model penetapan harga aset alternatif. Model multifaktor yang ditambah likuiditas ditemukan memiliki kekuatan penjelas yang lebih baik daripada model multifaktor alternatif lainnya. Kinerja model multifaktor yang ditambah likuiditas untuk merespon karakteristik perusahaan

pada pengembalian saham bervariasi diseluruh sensitivitas likuiditas perusahaan individu dan kondisi likuiditas pasar agregat.

c. The Impact of Behavioral Finance on Investment Decision-making: A Study of Selected Investment Banks in Nigeria

Penulis : Olubunmi Edward Ogunlusi
Olalekan Obademi
[9]

Pendahuluan : Para peneliti berpendapat bahwa fakta dasar tentang beberapa variabel di pasar seperti pasar saham agregat, pengembalian rata-rata dan perilaku perdagangan individu tidak mudah dipahami dalam kerangka ini, oleh karena itu pentingnya perilaku keuangan. Perilaku keuangan mencoba untuk lebih memahami dan menjelaskan bagaimana emosi dan perilaku kognitif mempengaruhi investor dalam proses pengambilan keputusan mereka. Perilaku keuangan berbeda dalam pandangannya dari kepercayaan tradisional bahwa keputusan investasi tidak selalu dibuat atas dasar rasionalitas secara penuh.

Tujuan : Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara kritis atas teori *behavioral finance* dan pengaruhnya terhadap pengambilan keputusan investasi. Secara khusus, penelitian ini menganalisis dampak heuristik dan teori prospek terhadap keputusan investasi pada Bank Investasi di Nigeria.

Metode : Sebanyak 200 item kuesioner dibagikan kepada responden dari empat bank investasi yang disurvei antara lain Afrinvest West Africa Limited, Meristem Securities, Vetiva Capital dan ARM Nigeria Limited, di mana 180 item kuesioner yang mewakili 90 persen

	dari kuesioner yang disebar diambil sebagai sampel akhir. Analisis data menggunakan tabel, persentase, korelasi dan analisis regresi linear berganda.
--	---

Hasil dan Implikasi :	Hasil empiris secara keseluruhan memberikan bukti adanya dampak positif antara perilaku keuangan dan keputusan investasi, dan ini mendukung penelitian sebelumnya. Temuan lain dari penelitian ini adalah adanya hubungan yang signifikan antara heuristik dan keputusan investasi individu, ada hubungan yang signifikan antara teori prospek dengan keputusan investasi individu, serta ada hubungan yang kuat dan negatif antara heuristik dan keputusan investasi. Demikian pula, hubungan antara teori prospek dan keputusan investasi adalah negatif dan kuat.
-----------------------	--

Kesimpulan

Konsep "*return*" atau pengembalian memberikan kesempatan kepada investor untuk mengekspresikan kinerja keuangan atas investasi yang dilakukannya. Tidak hanya return yang harus dipertimbangkan dalam suatu investasi, hal lain yang tidak kalah penting adalah risikonya. Suatu saham mungkin cukup berisiko jika saham tersebut dipegang secara tunggal, akan tetapi jika sebagian risikonya dapat diminimalkan dengan cara diversifikasi, maka risiko yang relevan merupakan risiko yang memberikan kontribusi terhadap risiko portofolio yang lebih kecil daripada risiko yang berdiri sendiri. Dengan mempertimbangkan return dan resiko atas investasi yang dilakukan, terdapat suatu model untuk menganalisis hubungan keduanya yaitu dengan CAPM. Konsep CAPM pada dasarnya dikenalkan untuk investasi pada perusahaan sekuritas, tetapi seiring berjalannya waktu juga dapat diaplikasikan terhadap investasi real assets. Salah satu hal yang cukup menarik dari pendekatan CAPM adalah setiap rencana investasi akan diperlakukan sebagai proyek/bisnis yang terpisah dari bisnis yang sudah ada. Sebagai contoh, salah satu perusahaan manufaktur yang telah

melakukan ekspansi dengan melahirkan perusahaan distributor. Harapannya kedepan, perusahaan distributor ini dapat menghemat biaya distribusi.

Referensi

- [1] Brigham EF, Ehrhardt MC. *Financial Management: Theory and Practice*. 12th ed. Maosn: Thomson South - Western; 2008.
- [2] Peterson SP. *Investment Theory and Risk Management*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.; 2012.
- [3] Presupuesto Ciudadano n.d. <https://presupuestociudadano.jalisco.gob.mx/app/webroot/img/>.
- [4] Schulmerich M, Leporcher Y-M, Eu C-Hw. *Applied Asset and Risk Management*. Heidelberg: Springer; 2015.
- [5] Husnan S, Pudjiastuti E. *Dasar - Dasar Manajemen Keuangan*. 4th ed. Yogyakarta: UPP AMP YKPN; 2004.
- [6] Husnan S. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. 10th ed. Yogyakarta: BPFE; 2016.
- [7] Basu D, Chawla D. An Empirical Test of CAPM—The Case of Indian Stock Market. *Glob Bus Rev* 2010;11:209–20. <https://doi.org/10.1177/097215091001100206>.
- [8] Dash SR, Mahakud J. Do Asset Pricing Models Explain Size, Value, Momentum and Liquidity Effects? The Case of an Emerging Stock Market. *J Emerg Mark Financ* 2014;13:217–51. <https://doi.org/10.1177/0972652714550927>.
- [9] Ogunlusi OE, Obademi O. The Impact of Behavioural Finance on Investment Decision-making: A Study of Selected Investment Banks in Nigeria. *Glob Bus Rev* 2021;22:1345–61. <https://doi.org/10.1177/0972150919851388>.

KEPUTUSAN INVESTASI DAN ARBRITAGE PRISING THEORY (APT)

Fadali Rahman

fadali.rahman.2104139@students.um.ac.id

Abstrak

Tujuan investasi untuk mendapatkan tingkat keuntungan dimasa yang akan datang dengan mengambil risiko-risiko tertentu. Keputusan investasi melibatkan beberapa proses pemilihan satu atau lebih instrumen invesatasi diantaranya terdapat dua model yang sering digunakan oleh para investor dalam memprediksi tingkat keuntungan (*expected return*), yaitu menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Adapun konsep keputusan investasi menggunakan *Required Rate of Return* (RRR), *Cost of capital* (COC), *Hurdle rate*, *Invesment Risk*, *Economic Profit/Loss* dan *High/Low Risk-High/Low Return*. Sedangkan teori yang digunakan dalam keputusan investasi ialah *Signaling theory*, *Agency Theory*, *Theory Q* Tobin dan *Theory Modigliani-Meller*.

Kata Kunci: *Investasi, APT, Mikroekonomi*

Pendahuluan

Dari beberapa pendapat tentang keputusan investasi inti dari keputusan investasi merupakan pengambilan kebijakan yang dilaksanakan oleh manajer keuangan dalam mengalokasikan sejumlah dana ke dalam bentuk investasi dengan waktu tertentu, dari keputusan tersebut investor pasti mengharap adanya laba dalam jangka waktu yang sudah disepakatinya. Kebijakan tersebut dilaksanakan untuk berkembangnya sebuah perusahaan agar bisa meningkatkan sebuah produktifitas, serta trust terhadap perusahaan. Para investor sering menggunakan dua model untuk meprediksi *expected return*, yaitu dengan menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

Arbitrage Pricing Theory (APT) dikembangkan terutama oleh Ross (1976)[1] yang menunjukkan bahwa investor meyakini sifat stokastik dari pengembalian beriringan dengan struktur faktor. Dalam pendapatnya bahwa jika harga ekuilibrium tidak menawarkan peluang arbitrase atas portofolio statis aset, maka pengembalian yang diharapkan dari aset tersebut kira-kira secara linier terkait dengan pemuatan faktor. Pemuatan faktor, atau beta, sebanding dengan kovarians pengembalian dengan faktor-faktornya. Argumen heuristik Ross (1976)[1] untuk teori ini didasarkan pada larangan arbitrase. Bukti formal Ross menunjukkan bahwa hubungan harga linier adalah kondisi yang diperlukan untuk ekuilibrium di pasar di mana agen memaksimalkan jenis utilitas tertentu. Pekerjaan selanjutnya, yang disurvei di bawah, berasal dari asumsi larangan arbitrase atau keseimbangan maksimalisasi utilitas. Hubungan linier antara pengembalian yang diharapkan dan beta sama dengan identifikasi faktor diskonto stokastik (SDF).

APT adalah alternatif yang sangat tepat karena sangat cocok dengan apa yang tampaknya menjadi intuisi di balik CAPM. Memang, APT adalah berdasarkan proses pembangkitan kembali linier sebagai prinsip pertama, dan tidak memerlukan asumsi utilitas di luar monotonisitas dan cekungan. Juga tidak terbatas pada periode tunggal; itu akan berlaku baik dalam kasus multiperiod dan satu periode. Meskipun konsisten dengan setiap resep yang mungkin untuk diversifikasi portofolio, tidak portofolio tertentu berperan dalam APT. Tidak seperti CAPM, tidak ada persyaratan bahwa portofolio pasar menjadi varians rata-rata efisien[2]. Pertama, dan yang paling sederhana, APT memungkinkan lebih dari satu faktor. Kedua, APT menunjukkan bahwa karena setiap ekuilibrium pasar harus konsisten tanpa keuntungan arbitrase, setiap ekuilibrium akan dicirikan oleh hubungan linier antara pengembalian yang diharapkan setiap aset dan amplitudo respons pengembaliannya, atau beban, pada faktor-faktor umum. Dengan sedikit peringatan, mengingat model generator faktor, tidak adanya keuntungan arbitrase tanpa risiko-kondisi yang cukup mudah untuk menerima prospek apriori segera ke APT. Asumsinya yang sederhana dan implikasinya yang menyenangkan pasti membuat APT layak menjadi objek pengujian

empiris[2]. Oleh karena itu pada bab ini penulis akan lebih banyak fokus pada Keputusan Investasi dengan APT

Pembahasan

Asumsi Arbitrage Pricing Theory (APT)

Teori penetapan harga arbitrase merupakan model teknis multi faktor yang didasarkan pada hubungan antara pengembalian yang diharapkan dari aset keuangan dan risikonya. Model ini dirancang untuk menangkap dari sensitivitas pengembalian aset terhadap perubahan variabel makroekonomi tertentu. Investor dan analisis keuangan dapat menggunakan hasil ini untuk membantu menentukan harga sekuritas. Yang melekat pada teori ini penetapan harga arbitrase adalah keyakinan bahwa sekuritas yang salah harga dapat mewakili peluang keuntungan jangka pendek dan bebas risiko. APT berbeda dengan CAPM konvensional, yang hanya menggunakan satu faktor. Namun, seperti CAPM, APT mengasumsikan bahwa model faktor dapat secara efektif menggambarkan korelasi antara risiko dan pengembalian.

Pada asumsi APT ini Roll dan Ross (1980)[2] menentukan perbedaan antara CAPM dan APT, APT didasarkan pada proses pembangkitan kembali linier sebagai prinsip pertama, dan tidak memerlukan asumsi utilitas juga tidak terbatas pada satu periode. Meskipun konsisten dengan setiap resep yang mungkin untuk diversifikasi portofolio, tidak ada yang khusus portofolio berperan dalam APT. Berbeda dengan CAPM, tidak ada persyaratan bahwa portofolio pasar harus efisien varians rata-rata. Penulis melangkah lebih jauh bahwa ada dua perbedaan utama antara APT dan model diagonal Sharpe asli, model pembangkit faktor tunggal. Pertama, APT memungkinkan lebih dari satu faktor pembangkit. Kedua, APT menunjukkan bahwa karena setiap ekuilibrium pasar harus konsisten tanpa arbitrase keuntungan, setiap ekuilibrium akan dicirikan oleh hubungan linier antara pengembalian yang diharapkan setiap aset dan amplitudo respons pengembaliannya, atau beban, pada faktor persekutuan.

Kemudian Reinganum (1981)[3] membahas tiga asumsi. Pertama, modal pasar persaingan sempurna. Kedua, investor selalu memilih lebih banyak kekayaan daripada kekayaan yang lebih sedikit dengan pasti. Dan

terakhir, proses stokastik yang menghasilkan pengembalian aset dapat direpresentasikan sebagai model K-faktor. Asumsi utama, yang digunakan dalam pengembangan CAPM, dan tidak diperlukan dalam APT: 1) Investor memiliki fungsi utilitas, 2) Hasil keamanan terdistribusi secara normal. 3) Portofolio pasar yang efisien yang mengandung semua aset berisiko.

Model Arbitrage Pricing Theory (APT)

Model Penetapan Harga Aset Modal yang terkenal menegaskan bahwa hanya satu angka - "beta" aset terhadap indeks pasar - diperlukan untuk mengukur risiko. Teori Penetapan Harga Arbitrase menegaskan bahwa keberisikoan suatu aset, oleh karena itu pengembalian rata-rata jangka panjangnya, secara langsung berkaitan dengan kepekaannya terhadap perubahan tak terduga dalam empat variabel ekonomi-(1) inflasi, (2) produksi industri, (3) premi risiko dan (4) kemiringan struktur jangka suku bunga. Aset, meskipun memiliki CAPM beta yang sama, akan memiliki pola kepekaan yang berbeda terhadap faktor sistematis ini. Fokus utama dari strategi portofolio adalah pilihan pola yang tepat dari sensitivitas. Pilihan ini akan tergantung pada karakteristik ekonomi penerima manfaat dari pendapatan portofolio-khususnya, pada apakah hal itu lebih atau kurang berkaitan dengan risiko faktor ekonomi daripada rata-rata investor secara luas[4].

Sebuah organisasi, misalnya, mungkin berharap untuk menghabiskan lebih sedikit untuk makanan daripada rata-rata investor. Sejauh harga pangan bertepatan dengan inflasi umum dan agak independen dari risiko produktivitas, portofolio optimal organisasi dapat memiliki beta inflasi yang lebih rendah dan beta produktivitas yang lebih tinggi daripada rata-rata berbasis luas. Kekhawatiran semacam itu memiliki implikasi taktis. Organisasi yang tidak peduli dengan inflasi harga pertanian juga ingin mengalihkan kepemilikan portofolionya dari sektor ini. Sebaliknya, kepekaan terhadap biaya energi dapat menyebabkannya condong kepemilikannya ke arah sektor energi. Implementasi yang dipilih dapat dilakukan secara langsung oleh pemilik dana itu sendiri, atau dapat didelegasikan kepada manajer investasi terpilih yang mengikuti pedoman

kebijakan investasi yang telah ditetapkan[4]. Prosedur teori penetapan harga arbitrase dimulai dengan menghitung nilai return untuk saham dan variabel makroekonomi. Menguji stasioneritas nilai return yang diperoleh, estimasi model dengan menggunakan regresi dari return saham dan variabel makroekonomi. Menguji asumsi klasik dan keberartian model usaha secara parsial dan simultan, bentuk kembali model regresi return saham dengan variabel yang berpengaruh secara signifikan. Setelah diperoleh nilai return beta, hitung nilai ekspektasi return saham dengan model teori penetapan harga arbitrase menggunakan persamaan dan hitung nilai risiko dengan menggunakan model teori penetapan harga arbitrase.

Kita dapat melihat bahwa asumsi ini lebih longgar dibandingkan model penetapan harga aset modal. Model tersebut mengasumsikan bahwa semua investor memiliki ekspektasi yang homogen tentang pengembalian rata-rata dan varians aset. Ini juga mengasumsikan bahwa perbatasan efisien yang sama tersedia untuk semua investor. Proses penghasilan return (*return generating process*) menurut APT bisa dirumuskan sebagai berikut ini.

$$R_i = E(R_i) + \beta_1(R_{F1} - E(R_{F1})) + \dots + \beta_N(R_{FN} - E(R_{FN})) + \epsilon_{it}$$

Keterangan :

R_i = tingkata keuntungan (return) aset i yang terjadi

$E(R_i)$ = tingkat keuntungan aset i yang diharapkan

$\beta_{1..N}$ = risiko sistematis aset terhadap faktor 1... faktor N

$E(R_{F1})..... E(R_{FN})$ = tingkat keuntungan yang diharapkan dari faktor

1... faktor N

Tidak seperti dalam model penetapan harga aset modal, teori penetapan harga arbitrase tidak menentukan faktor-faktornya. Namun, menurut penelitian Stephen Ross dan Richard Roll (1986), faktor terpenting adalah sebagai berikut:

- 1) Perubahan inflasi
- 2) Perubahan tingkat produksi industri
- 3) Pergeseran premi risiko
- 4) Perubahan bentuk struktur suku bunga

Teori pendapatan harga arbitrase sebagai model alternatif model pendapatan harga aset modal, mencoba menjelaskan pengembalian aset atau portofolio dengan faktor sistematis dan sensitivitas aset/portofolio terhadap

faktro-faktor tersebut. Teori tersebut memperkirakan hasil yang diharapkan dari portofolio yang terdeversifikasi dengan baik dengan asumsi yang mendasari bahwa portofolio terdiversifikasi dengan baik setiap perbedaan dari harga ekulibrium di pasar akan segera disingkirkan oleh investor. Setiap perbedaan antara pengembalian aktual dan pengembalian yang diharapkan dijelaskan oleh kejutan faktor (perbedaan antara nilai faktor yang diharapkan dan yang sebenarnya). Kelemahan dan teori penetapan harga arbitrase adalah bahwa ia tidak menentukan faktor sistematis, tetapi analisis dapat menemukannya dengan megrasi pengembalian portofolio historis terhadap faktor-faktor seperti tingkat pertumbuhan produk domestik broto riil, perubahan inflasi, perubahan struktur jangka, perubahan premi risiko dan sebagainya. persamaan regresi memungkinkan untuk menilai faktor sistematis mana yang menjelaskan pengembalian portofolio dan mana yang tidak.

Variabel Mikroekonomi terhadap UMKM

Variabel mikroekonomi dilihat dari proses keputusan investasi terhadap usaha mikro kecil dan menengah yang merupakan sebuah pemahaman hubungan antara *return* yang diharapkan dan risiko suatu investasi. Antara risiko dan *return yang diharapkan* dari suatu investasi memiliki hubungan yang searah dimana semakin besar return yang diharapkan, maka akan semakin besar risiko yang harus dipertimbangkan oleh investor. *Return* merupakan suatu keuntungan yang diperoleh dari investasi pada suatu instrument. Terdapat dua jenis *return* dalam manajemen investasi antara lain(1) *return* yang diharapkan (*expected return*) yaitu merupakan suatu tingkat pengembalian yang diantisipasi investor dimasa yang akan datang atas penanaman investasinya, dan *return* aktual (*realized return*) yang merupakan suatu tingkat pengembalian yang diperoleh investor pada masa lampau. Sedangkan risiko merupakan suatu kondisi kerugian yang disebabkan oleh berbagai faktor baik secara makro maupun mikro dimana kebanyakan risiko terjadi karena banyak hal tidak terduga, kesalahan pada perhitungan dan analisis yang kurang tepat seorang investor serta strategi yang kurang hati-hati.

Selanjutnya teori produksi menekankan keberadaan barang dan jasa menjadi *core* atau pusat dalam suatu kegiatan ekonomi, terutamanya dalam ilmu mikro. Barang dan jasa tentu diperoleh dari adanya proses produksi sehingga diperlukan pemahaman atas teori produksi yang mempelajari tentang kuantitas serta faktor-faktor produksi seperti bahan baku, biaya produksi, dan tenaga kerja. Teori memiliki peranan yang begitu penting dalam proses penentuan nilai dari barang atau jasa. Selain itu, harga juga mempermudah dalam proses transaksi ekonomi. Harga memiliki hubungan yang signifikan dalam permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*). Jadi, penentuan harga barang dan jasa dipengaruhi oleh besar kecilnya permintaan konsumen dan penawaran dari sisi produsen atas suatu barang dan jasa. Oleh karena itu, harga bisa menjadi tidak stabil. Teori distribusi dalam kegiatan produksi barang dan jasa, tidak hanya terdapat modal dalam proses pengadaan bahan baku, tetapi juga terdapat proses lain seperti ketentuan tenaga kerja yang harus mendapatkan upah. Dapat disimpulkan bahwa distribusi juga dimaksudkan sebagai bagian dari kegiatan pemasaran (*marketing*) atau penyaluran barang dan/atau jasa dari produsen kepada konsumen. Pada proses ini muncul rantai distribusi yang melibatkan peran dari distributor, pedagang grosir, dan juga retail.

Kesimpulan

Keputusan investasi merupakan sebuah kebijakan yang dilakukan oleh manajer keuangan dalam mengalokasikan sejumlah dana ke dalam bentuk investasi dengan waktu tertentu, dari keputusan tersebut investor pasti berharap adanya laba dalam jangka waktu yang sudah disepakatinya. Kebijakan tersebut dilaksanakan untuk berkembangnya sebuah perusahaan agar bisa meningkatkan sebuah produktifitas, serta trust terhadap perusahaan. Dalam portofolio investasi terdapat dua model yang sering digunakan investor dalam memprediksi tingkat keuntungan (*expected return*), yaitu menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Dengan menggunakan model ini, investor dapat memperkirakan besarnya pengembalian suatu portofolio investasi, sehingga investor dapat berusaha untuk meminimalkan risiko yang mungkin timbul dari investasi yang dilakukan. APT merupakan suatu model yang

memberikan gambaran hubungan antara risiko dan pendapatan, tetapi dengan cara menggunakan asumsi yang berbeda. Terdapat tiga asumsi yang mendasari teori penentuan harga antara lain : pertama, pasar modal ketika dalam kondisi persaingan pasar sempurna; kedua, investor selalu menyukai pengembalian yang tinggi daripada risiko tinggi yang dapat menyebabkan ketidakpastian return; ketiga, hasil dari proses stochastic yang merupakan pendapatan atas asset dapat dianggap sebagai k model faktor.

Keputusan investasi dalam usaha mikro kecil dan menengah dapat dimaknai sebagai sebuah hubungan antara *return yang diharapkan* dan risiko dalam suatu investasi. Hubungan return risiko dan *return yang diharapkan* atas suatu investasi memiliki hubungan yang searah dan linier yang artinya semakin besar *return yang diharapkan*, maka akan semakin tinggi tingkat risiko yang harus dipertimbangkan oleh investor. Contoh variabel mikroekonomi terhadap usaha mikro kecil dan menengah antara lain : return, risiko, produksi, harga dan distribusi.

Referensi

- [1] Ross SA. The arbitrage theory of capital asset pricing. J Econ Theory 1976;13:341–360.
- [2] Ross SA, Roll R. An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory. J Finance 1980;35:1073–103.
- [3] Reinganum MR. EMPIRICAL TESTS OF MULTI- FACTOR PRICING MODEL The Arbitrage Pricing Theory : Some Empirical Results. J Finance 1981;XXXVI:313–22.
- [4] Roll R, Ross SA. The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning. Financ Anal J 1984;40:14–26.
<https://doi.org/10.2469/faj.v40.n3.14>.

KEBIJAKAN DIVIDEN : TEORI DAN EMPIRIS

Esy Nur Aisyah

Esy.nur.2104139@students.um.ac.id

Abstrak

Pembayaran dividen merupakan keputusan penting bagi perusahaan. Karena rasio pembayaran dividen menjadi salah satu informasi relevan bagi investor untuk mengungkinkannya mereka mengambil keputusan investasi. Bab ini membahas isu-isu tentang kebijakan dividen baik teori dan empiris. Terdapat 7 teori kebijakan dividen yang dikaji secara umum dalam bab ini. yakni teori *dividend smoothing*, *dividend clientele effect* and *effect of tax*, *agency cost*, *life-cycle theory*, *catering explanation for dividend*, dan *Residual Dividend Policy*. Berdasarkan teori-teori tersebut, beberapa peneliti telah menemukan bukti empiris atas implikasi teori tersebut di berbagai negara, baik di Negara Maju maupun Berkembang sebagai dasar keputusan pembayaran dividen. Berdasarkan bukti empiris maka ditemukan beberapa faktor atau variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu *Tangibility*, *Business Risk*, *Scale of Operations*, *Operating Profit*, *Market Capitalization*, *Debt Measure*, *Interest Coverage Ratio*, *Current Ratio*, *Net Working Capital*, *Profitability Measure*, *Investment/Growth Opportunities*, *Liquidity Measure*, *Good Corporate Governance*, dan *Corporate Social Responsibility*

Kata kunci: Teori Kebijakan Dividen, Negara Maju dan Berkembang, Faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Pendahuluan

Keputusan kebijakan dividen sangat penting bagi perusahaan karena memiliki dampak langsung pada investasi serta keputusan pembiayaan perusahaan. Rasio pembayaran juga sangat penting bagi investor (saat ini maupun calon) untuk memungkinkan mereka mengambil keputusan investasi yang tepat.

Banyak penelitian juga telah dilakukan untuk menguji teori yang ada sehubungan dengan pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan [1], untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen dan untuk mengembangkan model matematika untuk optimasi dividen. Meskipun sejumlah besar studi penelitian empiris tentang masalah ini, temuan mereka beragam dan dengan demikian tidak dapat disimpulkan

sampai batas tertentu [2]. Oleh karena itu, hasil studi ini belum sepenuhnya menyelesaikan kontroversi terkait dengan dividen. Oleh karena itu, tidak mengherankan bahwa "kontroversi dividen" telah didaftar oleh Brealey & Myers (2020) sebagai salah satu dari sepuluh masalah paling penting yang belum terselesaikan di bidang keuangan. Oleh karena itu, ada kebutuhan untuk mengatur literatur dan memahami berbagai bidang yang telah dieksplorasi oleh para peneliti.

Brealey and Myers (2020) mempelajari tren umum di bidang kebijakan dividen yang akan membantu mengidentifikasi aliran penelitian yang subur di bidang ini dengan potensi untuk menyelidiki lebih lanjut. dengan menggunakan alat analisis bibliometrik dan jaringan untuk mengenali tren dalam kebijakan dividen untuk membantu peneliti mengidentifikasi area yang muncul untuk pekerjaan di masa depan yang harus dilakukan. Studi ini mengungkapkan bahwa penelitian di bidang kebijakan dividen berkembang pesat sejak tahun 2005, statistik afiliasi menunjukkan bahwa sebagian besar publikasi dilakukan di AS dan Inggris; dan banyak pertanyaan yang terkait dengan keputusan dividen tetap tidak terjawab, terutama sehubungan dengan pasar negara berkembang.

Oleh karena itu, Bab ini akan mengeksplorasi tentang pengujian teori kebijakan dividen, faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakam dividen, perbandingan faktor penentu kebijakan dividen di Negara maju dan berkembang.

Pembahasan

Pengujian Teori Kebijakan Dividen

Terdapat beberapa teori kebijakan dividen yang terkenal, yakni *dividend smoothing* (Lintner, 1956), *dividend clientele effect and effect of tax* [6], *dividend signaling* [7], *agency cost* [8], *life-cycle theory* [9], *catering explanation for dividend* (Baker & Wurgler, 2004), dan *Residual Dividend Policy* [11].

Lintner (1956) melaporkan bahwa penting bagi manajer untuk menjaga stabilitas dividen. Maksudnya adalah tidak suka memotong atau menghilangkan dividen. Secara umum, perusahaan menetapkan target rasio pembayaran. Mereka menganggap pendapatan saat ini dan dividen tahun sebelumnya sebagai penentu penting dari dividen. Namun seperti yang ditunjukkan oleh Miller & Modigliani (1961), di pasar yang sempurna dan di

bawah asumsi yang ketat, keputusan dividen dianggap tidak relevan. Jika asumsi ketat ini dilonggarkan maka telah ditemukan bahwa kebijakan dividen relevan karena efek klien yang diinduksi pajak (Litzenberger & Ramaswamy, 1979 ; Miller et al., 2007). Dan Brealey & Myers (2020) mengeksplorasi bahwa adanya informasi dividen karena terdapat informasi asimetris.

Dhaliwal et al., (1999) menyatakan bahwa teori klien pajak pada kebijakan dividen memprediksi bahwa jika investor korporat bebas pajak/tanggungan maka dapat meningkatkan kepemilikan mereka atas ekuitas perusahaan dengan memperoleh dividen tunai. Mereka menganalisis perubahan kepemilikan saham untuk sampel perusahaan yang melaksanakan pembayaran dividen tunai dan menemukan bukti yang konsisten dengan teori ini. Hasil ini menawarkan bukti baru yang meyakinkan bahwa efek klien pajak terhadap kebijakan dividen cukup kuat untuk mempengaruhi keputusan investor.

Berdasarkan Jensen (1986), model biaya keagenan atas arus kas bebas memprediksi bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih tinggi tidak akan berinvestasi pada proyek dengan NPV yang lebih rendah sehingga mampu membayar dividen yang lebih tinggi. Ini juga mengasumsikan bahwa perusahaan semacam itu mengambil jumlah hutang yang lebih tinggi yang melibatkan pembayaran beban bunga tetap. Kewajiban sebagian perusahaan untuk melakukan pembayaran pokok dan bunga tepat waktu akan memastikan bahwa perusahaan tidak berinvestasi pada peluang investasi yang kurang menguntungkan dan dengan demikian membantu mengurangi biaya keagenan.

Teori catering di Baker & Wurgler (2004) menunjukkan bahwa dividen diumumkan oleh perusahaan tergantung pada premi dividen yang terkait dengan saham. Teori ini memiliki tiga konsep dasar, yakni menempatkan sumber informasi permintaan investor untuk perusahaan yang membayar dividen tunai, kedua adalah batasan arbitrase memungkinkan permintaan ini mempengaruhi harga saham saat ini. Dan ketiga, manajer secara rasional mempertimbangkan manfaat jangka pendek dari melayani *mispricing* saat ini terhadap biaya jangka panjang dan kemudian membuat keputusan pembayaran dividen.

Teori siklus hidup memprediksi bahwa dividen tergantung pada proporsi laba ditahan terhadap total aset [9]. Bulan & Subramanian (2009) mengemukakan bahwa berdasarkan teori siklus hidup perusahaan, kebijakan dividen yang optimal dari suatu perusahaan tergantung pada tahap perusahaan dalam siklus hidupnya. Premis yang mendasarinya adalah bahwa perusahaan umumnya mengikuti lintasan siklus hidup dari awal hingga jatuh tempo yang dikaitkan dengan set peluang investasi yang menyusut, tingkat pertumbuhan yang menurun, dan penurunan biaya untuk meningkatkan modal eksternal. Kebijakan dividen yang optimal, yang berasal dari *trade-off* antara biaya dan manfaat dari peningkatan modal untuk investasi baru, berkembang dengan perubahan terkait siklus hidup ini. Ketika perusahaan menjadi lebih matang, rasio pembayaran optimal meningkat. Bukti empiris umumnya mendukung teori tersebut, bahwa kecenderungan pembayaran dividen terkait dengan karakteristik siklus hidup. Pembayar dividen adalah perusahaan yang matang, dengan rasio pendapatan yang tinggi terhadap modal yang disumbangkan, sementara perusahaan muda yang tumbuh tinggi tidak membayar dividen. Sehingga dalam teori siklus hidup perusahaan yang berada pada tahap mapan memiliki kemampuan dalam menghasilkan uang melebihi kemampuannya dalam menemukan peluang investasi yang menguntungkan. Perusahaan tersebut akan mendistribusikan aliran kas secara optimal kepada stakeholders berupa pembayaran dividen.

Selanjutnya adalah teori dividen residual, konsep kebijakan dividen residual memiliki akar yang dalam dalam literatur keuangan. Smith (2011) dan Baker & Powell (2012) mengemukakan bahwa di antara rekomendasi teori keagenan adalah kebijakan dividen residual yang menetapkan bahwa manajer membayar pemegang saham arus kas bebas yang tersisa setelah mendanai semua investasi yang menguntungkan.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Berikut akan disajikan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen berdasarkan bukti empiris di berbagai Negara.

1. Indonesia

Baker & Powell (2012), studi mereka bertujuan untuk mensurvei

manajer perusahaan pembayaran dividen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk mengetahui pandangan mereka tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, masalah dividen, dan penjelasan pembayaran dividen. Studi ini juga bertujuan untuk fokus pada Indonesia, ekonomi nasional terbesar di Asia Tenggara, karena relatif sedikit studi yang meneliti mengapa perusahaan Indonesia membayar dividen.

Cara utama untuk mengumpulkan data adalah survei surat. Instrumen survei dua halaman terdiri dari tiga bagian utama: 22 faktor untuk menentukan kebijakan dividen perusahaan; enam pertanyaan yang memberikan informasi latar belakang tentang responden dan perusahaan mereka; dan 27 pernyataan tentang kebijakan dividen secara umum. Dari 163 perusahaan yang disurvei, 52 perusahaan merespons, menghasilkan tingkat respons 31,9 persen.

Bukti menunjukkan bahwa manajer melihat faktor penentu yang paling penting dari dividen sebagai stabilitas pendapatan dan tingkat pendapatan saat ini dan yang diharapkan di masa depan. Mereka juga percaya bahwa efek dividen pada harga saham dan kebutuhan pemegang saham saat ini merupakan penentu penting. Bukti menunjukkan bahwa manajer perusahaan Indonesia memandang bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Manajer tampaknya setuju bahwa beberapa teori termasuk pensinyalan, katering, dan penjelasan siklus hidup membantu menjelaskan mengapa perusahaan mereka membayar dividen.

Studi ini menyajikan bukti baru tentang persepsi manajer perusahaan yang terdaftar di BEI yang membayar dividen tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, masalah dividen, dan penjelasan untuk membayar dividen. Menurut manajer yang merespons, faktor penentu dividen yang paling penting adalah stabilitas pendapatan dan tingkat pendapatan saat ini dan yang diharapkan di masa depan. Mereka juga melihat pengaruh dividen pada harga saham dan kebutuhan pemegang saham saat ini sebagai penentu penting. Membandingkan peringkat keseluruhan 22 faktor oleh manajer perusahaan BEI dengan perusahaan AS dan Kanada menunjukkan korelasi yang signifikan. Namun, ada perbedaan antara peringkat oleh manajer Indonesia, AS, dan Kanada pada faktor-faktor spesifik yang mempengaruhi kebijakan dividen.

Secara keseluruhan, temuan menunjukkan bahwa sementara tidak ada seperangkat faktor universal yang mungkin berlaku untuk semua perusahaan, beberapa faktor secara konsisten lebih penting daripada yang lain. Berdasarkan hasil kami, manajer perusahaan BEI melihat bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Karena keputusan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan kekayaan pemegang saham, kebijakan dividen layak mendapat perhatian manajemen. Tidak seperti survei AS dan Kanada, manajer perusahaan Indonesia umumnya menyatakan setuju dengan kebijakan dividen residual di mana perusahaan membayar sebagai dividen semua arus kas setelah investasi yang menguntungkan. Manajer perusahaan BEI tampaknya setuju dengan beberapa teori untuk membayar dividen termasuk pensinyalan, penjelasan katering, dan siklus hidup.

Wahjudi (2020), menganalisis variabel-variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kausal komparatif (*causal-comparative research*), dimana fakta atau peristiwa diidentifikasi sebagai variabel yang dipengaruhi (variabel terikat) dan variabel yang mempengaruhi (variabel bebas) diselidiki. Dalam penelitian ini, penulis ingin menguji pengaruh *collateralizable assets*, *growth in net assets*, likuiditas, *leverage* dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan pendekatan kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia dengan alamat website: www.idx.co.id.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *collateralizable assets* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa tingginya *collateralizable assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur. Variabel kedua, pertumbuhan aktiva bersih, berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan aktiva bersih akan menurunkan kebijakan dividen perusahaan manufaktur. Selanjutnya hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi akan menurunkan kebijakan dividen perusahaan manufaktur. Selanjutnya diperoleh hasil bahwa *leverage*

berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *leverage* akan menurunkan kebijakan dividen perusahaan manufaktur. Dan terakhir, profitabilitas berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang tinggi tidak mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan manufaktur. Beberapa tindak lanjut yang dapat dilakukan atas dasar penelitian ini adalah bagi investor yang sebaiknya mempertimbangkan faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan sehingga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan investor dalam menanamkan dananya di perusahaan.

Narindro & Basri (2019), tujuan dari studi mereka adalah untuk menguji pengaruh financial *leverage*, profitabilitas, pertumbuhan aset dan kepemilikan institusional atas pembagian dividen perusahaan milik Pemerintah Indonesia. Data tahunan dari periode 2007 hingga 2013 dari 15 yang terdaftar perusahaan milik pemerintah pada papan utama di Bursa Efek Indonesia dianalisis menggunakan regresi berganda. Kecuali untuk pertumbuhan aset yang memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* keuangan dan kepemilikan institusional didokumentasikan memiliki pengaruh negatif dan signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini menyiratkan bahwa profitabilitas, *leverage* keuangan dan kepemilikan institusional harus dipertimbangkan sebagai faktor penting oleh perusahaan milik Pemerintah Indonesia dalam menentukan kebijakan dividen mereka.

Serupa dengan penelitian sebelumnya tentang masalah ini, penelitian ini juga memiliki beberapa keterbatasan. Itu koefisien determinasi model data panel multiple efek tetap yang diperoleh dari *leverage* keuangan, profitabilitas, pertumbuhan aset dan kepemilikan institusional dari dividen tunai sebesar 45,9 persen, menyarankan bahwa penelitian selanjutnya harus memasukkan lebih banyak variabel lain dalam menentukan kebijakan dividen. Studi lebih lanjut tentang masalah ini juga harus menggunakan periode data yang lebih lama dan lebih banyak perusahaan pada model analisis. Selain itu, penelitian selanjutnya juga harus mempertimbangkan

untuk memasukkan lebih banyak variabel independen yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan.

2. Malaysia

Tahir et al., (2020), menguji sejauh mana atribut dewan perusahaan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. Jumlah total 2.842 perusahaan tahun pengamatan perusahaan non-keuangan Malaysia yang mewakili dari berbagai industri. Perusahaan-perusahaan tersebut diteliti selama periode 14 tahun yakni dari tahun 2005 hingga 2018. Data dalam bentuk panel yang mencakup *cross-sectional* dan *time-series*. Efek tetap digunakan sebagai teknik utama untuk analisis. Teknik OLS dan efek acak digunakan untuk kekokohan penelitian ini. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi independensi dewan, masa kerja dewan, ukuran dewan dan dualitas CEO memiliki pengaruh positif dan campuran secara statistik terhadap pembayaran dividen. Namun, keragaman dewan perusahaan dan usia anggota dewan memiliki hubungan negatif dengan pembayaran dividen. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan atribut dewan perusahaan yang terorganisasi dengan baik berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

3. India

Baker et al., (2018) mengkaji kebijakan dividen dari perspektif investor institusional di India. Ini berfokus pada tingkat kepentingan yang melekat pada kebijakan dividen perusahaan investee mereka, tingkat pengaruh yang mereka gunakan dalam membentuk kebijakan dividen perusahaan tersebut dan reaksi mereka terhadap perubahan dividen. Studi ini juga melaporkan bagaimana investor institusional melihat berbagai penjelasan untuk membayar dividen. Metode dengan survei surat memberikan profil responden dan perusahaan mereka, serta tanggapan terhadap 29 pertanyaan tertutup yang melibatkan berbagai penjelasan untuk membayar dividen dan 22 pertanyaan tertutup tentang berbagai masalah dividen.

Bukti menunjukkan bahwa investor institusional India sangat mementingkan kebijakan dividen dan lebih memilih pembayaran dividen

yang tinggi. Reaksi mereka terhadap perubahan dividen tidak simetris. Pajak adalah pendorong utama mengapa mereka mencari dividen, sedangkan likuiditas perlu memainkan peran kecil dalam membentuk preferensi mereka. Dua metode pemantauan aktif yang paling umum digunakan adalah menjual saham dan mengomunikasikan kekhawatiran kepada perusahaan *investee*.

Penelitian di masa depan dapat fokus pada pemeriksaan pasar lain untuk mendapatkan pemahaman yang lebih baik tentang bagaimana investor institusional memandang kebijakan dividen. Perbandingan lintas negara dapat membawa wawasan lebih lanjut dengan menyelidiki dampak makroekonomi dan faktor spesifik negara pada persepsi investor institusi. Selain itu, investor tersebut bervariasi dalam hal cakrawala investasi, tujuan, kendala, tingkat aktivitas dan ukuran, yang pada gilirannya dapat mempengaruhi persepsi mereka. Studi di masa depan juga dapat membagi investor institusional berdasarkan jenis atau ukuran untuk menangkap perbedaan persepsi.

Baker & Kapoor (2015) juga mensurvei manajer perusahaan pembayaran dividen yang terdaftar di Bursa Efek Nasional (NSE) di India untuk mempelajari pandangan mereka tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, masalah dividen, dan penjelasan untuk membayar dividen tunai dan membeli kembali saham. Penulis membandingkan hasil survei dividen lainnya berdasarkan perusahaan di Indonesia, Kanada, dan Amerika Serikat. Hasil mereka mendukung banyak teori untuk membayar dividen tunai dengan kesepakatan yang melibatkan pensinyalan, siklus hidup perusahaan, dan teori katering dengan dukungan paling sedikit untuk teori keagenan. Meskipun responden menyatakan setuju dengan beberapa penjelasan untuk pembelian kembali saham termasuk sinyal/undervaluasi, pencegahan pengambilalihan, struktur modal, dan fleksibilitas, tidak satupun dari teori ini muncul mendominasi. Jelas, dukungan paling sedikit adalah untuk teori keagenan.

4. Srilanka

Dewasiri et al., (2019) mengidentifikasi faktor-faktor penentu kebijakan dividen di pasar negara berkembang dan berkembang. Studi ini

menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan 191 perusahaan Sri Lanka dan 1.337 observasi perusahaan sebagai sampel. Menerapkan model Regresi Logistik Biner untuk mengungkap faktor-faktor penentu kecenderungan membayar dividen, dan Regresi Panel Efek Tetap untuk menyelidiki faktor-faktor penentu pembayaran dividen. Mereka mengidentifikasi keputusan dividen masa lalu, pendapatan, peluang investasi, profitabilitas, arus kas bebas (FCF), tata kelola perusahaan, kepemilikan negara, ukuran perusahaan dan pengaruh industri sebagai penentu utama kecenderungan membayar dividen. Selain dividen masa lalu, peluang investasi, profitabilitas dan premi dividen diidentifikasi sebagai penentu pembayaran dividen. Selain itu, ada umpan balik antara hasil dividen dan profitabilitas dalam satu lag dan antara hasil dividen dan premi dividen dalam dua lag, sebagai hubungan jangka pendek. Oleh karena itu, keputusan atau pembayaran dividen masa lalu, profitabilitas, dan peluang investasi adalah seperangkat determinan yang umum dengan implikasi bagi kecenderungan untuk membayar dividen dan pembayarannya. Temuan mendukung teori dividen seperti sinyal, hasil, catering, siklus hidup, FCF dan pecking order.

Studi ini memiliki implikasi bagi investor, manajer dan peneliti. Jika investor tertarik pada saham yang membayar dividen dalam waktu dekat, mereka harus terlebih dahulu mempertimbangkan organisasi yang telah membayar dividen di masa lalu. Investor juga harus melihat perusahaan manufaktur milik negara yang menguntungkan karena mereka menunjukkan kecenderungan yang lebih tinggi untuk membayar dividen. Selain itu, jika investor tertarik pada pembayaran dividen yang lebih tinggi, mereka harus mempertimbangkan pembayaran dividen masa lalu dan profitabilitas organisasi, dengan memperhatikan bahwa peluang investasi yang lebih tinggi akan menurunkan pembayaran. Manajemen harus mempertimbangkan keputusan dividen masa lalu, struktur kepemilikan (negara atau non-negara), profitabilitas dan jenis industri ketika membuat keputusan untuk membayar dividen. Ketika memutuskan pembayaran dividen, penting untuk mempertimbangkan pembayaran dividen masa lalu dan profitabilitas organisasi. Selain itu, jika ada peluang investasi yang lebih tinggi, mereka harus menurunkan pembayaran dividen. Peneliti masa depan

harus menggunakan kecenderungan untuk membayar dividen dan pembayarannya secara bersamaan ketika menyelidiki penentu dividen di negara lain sehingga dapat berkontribusi untuk konsensus pada teka-teki penentu dividen.

Baker et al., (2019) mengidentifikasi penentu kebijakan dividen perusahaan Sri Lanka dan mengapa mereka membayar dividen. Studi ini menggunakan beberapa pendekatan kuantitatif untuk menyelidiki determinan dividen menggunakan data pasar (sekunder) dari 190 perusahaan Sri Lanka dan 1.330 pengamatan perusahaan. Determinan dividen juga diidentifikasi menggunakan data survei (primer) dari 141 dari 190 perusahaan. Triangulasi kemudian digunakan untuk memudahkan validasi data melalui verifikasi silang dari dua sumber data.

Studi ini berkontribusi pada literatur dividen dengan menawarkan analisis pertama penentu kebijakan dividen perusahaan Sri Lanka dan menggunakan pendekatan triangulasi untuk meningkatkan validitas, kelengkapan dan generalisasi temuan dalam pasar perbatasan. Berdasarkan analisis data sekunder, penentu dividen utama adalah dividen masa lalu, profitabilitas, peluang investasi, kepemilikan terkonsentrasi, modal kerja bersih, ukuran perusahaan, preferensi investor, pendapatan, arus kas bebas, tata kelola perusahaan dan jenis industri. Data survei mengkonfirmasi faktor-faktor penentu ini. Menggunakan data primer dan sekunder, analisis mengungkapkan bahwa penjelasan teoretis utama untuk membayar dividen adalah teori sinyal, hasil, catering, pecking order, dan arus kas bebas. Hasil survei juga mendukung teori *bird-in-the-hand*.

5. Nigerian

Ozo et al., (2015) memberikan wawasan tambahan ke dalam teka-teki dividen dengan menyelidiki praktik lapangan kebijakan dividen di pasar negara berkembang seperti Nigeria. Ini juga bertujuan untuk berkontribusi pada literatur tentang efek dividen terkait industri dengan memeriksa apakah pandangan manajerial tentang kebijakan dividen bervariasi antara perusahaan keuangan dan non-keuangan. Studi ini menggunakan wawancara semi-terstruktur dengan manajer keuangan dari 21 perusahaan

yang terdaftar di Nigeria. Orang yang diwawancarai dibagi menjadi dua kelompok besar perusahaan keuangan vs non-keuangan berdasarkan klasifikasi industri perusahaan.

Temuan menunjukkan bahwa, terlepas dari perbedaan dalam lingkungan kelembagaan, proses penetapan dividen di perusahaan Nigeria serupa dalam banyak hal dengan yang ada di AS dan pasar maju lainnya. Perusahaan Nigeria menunjukkan konservatisme dividen dan biasanya fokus pada pendapatan saat ini, stabilitas pendapatan dan ketersediaan uang tunai ketika menentukan tingkat dividen mereka saat ini. Namun, tidak seperti penelitian sebelumnya, orang yang diwawancarai menyarankan bahwa perusahaan mereka tidak memiliki rasio pembayaran target; sebaliknya, mereka menargetkan dividen per saham saat menentukan tingkat pencairan. Namun demikian, pandangan mengenai masalah ini bervariasi secara signifikan antara perusahaan keuangan dan non-keuangan.

6. Maroko

Baker & Jabbouri (2016) mensurvei manajer perusahaan yang terdaftar di *Casablanca Stock Exchange* (CSE) untuk mempelajari pandangan mereka tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, masalah dividen, dan penjelasan untuk membayar dividen. Ini membandingkan hasil survei dividen serupa di Amerika Serikat, Kanada, Indonesia, dan India. Studi ini menggunakan survei surat dari perusahaan yang terdaftar di CSE yang membayar satu atau lebih dividen tunai kepada pemegang saham biasa antara 1 Juni 2010 dan 30 September 2014 sebagai cara utama untuk mengumpulkan data.

Bukti menunjukkan bahwa faktor penentu yang paling penting dari kebijakan dividen perusahaan adalah tingkat pendapatan saat ini, stabilitas pendapatan, dan kebutuhan pemegang saham saat ini. Ada korelasi yang signifikan antara peringkat keseluruhan dari 25 faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara manajer perusahaan Maroko dan perusahaan Amerika Serikat, Kanada, Indonesia, dan India. Manajer perusahaan Maroko merasa bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Manajer melihat beberapa teori termasuk pensinyalan, agensi, katering, dan

penjelasan siklus hidup sebagai kredibel dan berkontribusi dalam menjelaskan mengapa perusahaan mereka membayar dividen.

Bukti menunjukkan bahwa manajer perusahaan Maroko setuju dengan beberapa penjelasan untuk membayar dividen. Memahami kebijakan dividen dan mengidentifikasi faktor utama yang mempengaruhi ini keputusan dapat membantu analis dan investor memilih model penilaian yang tepat dan meningkatkan perkiraan dividen mereka. Penilaian perusahaan yang lebih baik meningkatkan kepercayaan investor, meningkatkan aktivitas pasar, dan memajukan pertumbuhan ekonomi. Selain itu, bukti masalah agensi di pasar Maroko dapat mendorong regulator untuk membangun mekanisme tata kelola baru dan memperkuat yang ada untuk mengatasi masalah ini. Dewan direksi, analis, investor institusi serta investor lainnya harus menekankan dan memeriksa masalah tata kelola perusahaan dan berusaha untuk mengurangi masalah keagenan melalui pemantauan aktif. Penelitian masa depan bisa mengatasi dampak inflasi pada keputusan dividen.

Penelitian terbaru menunjukkan hubungan positif antara inflasi dan pembayaran dividen (Basse, 2009 ; Basse & Reddemann, 2010 ; Basse & Reddemann, 2011; Ghafoor et al., 2014). Penjelasan yang diusulkan untuk hubungan terakhir adalah bahwa manajer mengejar kebijakan dividen yang optimal di mana mereka membayar tingkat pendapatan riil yang diinginkan kepada investor mereka [29]. Basse & Reddemann (2011) merekomendasikan untuk memperluas penyelidikan hubungan ini di pasar negara berkembang karena tingkat inflasi di ekonomi ini biasanya menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi daripada di pasar maju. Menanyakan manajer tentang hubungan ini dapat membawa wawasan baru dan membantu menjelaskan interaksi antara faktor ekonomi makro dan kebijakan dividen.

7. Amerika

Sami & Abdallah (2020) menggunakan data tingkat perusahaan untuk perusahaan yang terdaftar teratas di bursa saham New York selama periode 2000–2017. Analisis ini terutama didasarkan pada 237 perusahaan yang sudah mengalami kerugian pada akhir tahun fiskal. Penelitian ini bertujuan untuk menggunakan properti dari data panel dinamis, khususnya

metodologi yang diusulkan oleh Arellano & Bond (1991) untuk menjawab tujuan dari studi ini. Studi ini berfokus pada manajemen kebijakan dividen perusahaan ketika mereka mengalami kerugian pada akhir tahun fiskal. Tujuannya adalah bagaimana kebijakan manajemen mempengaruhi keberlanjutan perusahaan (diukur dengan penjualan masa depan dan *Total Factor Productivity* [TFP]) dan kekayaan pemegang sahamnya (diukur dengan Pengembalian Saham).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang tertekan yang membagikan dividen pada akhir periode kerugian mencapai status yang lebih sehat dan status kekayaan pemegang saham yang lebih menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak membayar. Kebijakan dividen selama periode kerugian masih mampu mengirimkan sinyal positif tentang perusahaan di pasar. Dan Kebijakan dividen dapat dianggap sebagai indikator prediksi untuk perusahaan yang berkelanjutan yang pemegang sahamnya juga dapat memprediksi keuntungan modal mereka. Sebagai penyelidikan masa depan, peneliti dapat fokus pada periode kerugian perusahaan terutama selama krisis ekonomi, keuangan dan pandemi. Diperlukan lebih banyak pengujian empiris untuk menentukan kebijakan dividen yang optimal selama periode kerugian. Penelitian lebih lanjut juga harus membedakan perusahaan menurut sektor operasi. Selain itu, sumber potensial untuk mendanai dividen selama periode kerugian juga penting. Akhirnya, penelitian ini juga dapat diperluas untuk menguji kebijakan dividen dari perusahaan yang beroperasi di negara dan ekonomi berkembang.

8. Prancis

Ben Salah & Ben Amar (2022) studinya berfokus pada dampak tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) pada kebijakan dividen dalam konteks Prancis. Selain itu, penulis berusaha untuk menentukan apakah komponen individu CSR mempengaruhi kebijakan dividen. Studi ini menggunakan metodologi data panel untuk sampel perusahaan non-keuangan Prancis. Metode kuadrat terkecil umum digunakan untuk mengestimasi model. Dengan sampel 825 observasi untuk periode 2008–

2018, penelitian ini menemukan dampak positif dari praktik CSR terhadap kebijakan dividen. Penulis juga menemukan bahwa komponen individu CSR berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Untuk memeriksa kekokohan hasil, penelitian ini lebih lanjut menjalankan tes sensitivitas, termasuk ukuran alternatif kebijakan dividen, yang semuanya mengkonfirmasi temuan.

Dalam beberapa tahun terakhir, penelitian tentang CSR telah berlipat ganda. Memang, studi tentang hubungan antara CSR dan keputusan keuangan utama telah menarik perhatian akademisi, media, dan komunitas bisnis selama bertahun-tahun [33]. Tujuan dari pekerjaan ini adalah untuk fokus pada dampak CSR dan berbagai dimensi sosial CSR pada kebijakan dividen. Kami mendokumentasikan bukti bahwa perusahaan yang berkomitmen untuk CSR membayar lebih banyak dividen kepada pemegang saham. Selain itu, kami menunjukkan bahwa dimensi sosial yang berbeda terkait dengan tanggung jawab sosial merupakan faktor penting yang membuat perusahaan membayar lebih banyak dividen kepada pemegang saham. Hasilnya konsisten dengan gagasan "saluran pendapatan" (Cheung et al., 2018). Memang, komitmen terhadap tindakan sosial CSR ini karenanya harus menjamin sumber daya yang berharga, untuk menjaga hubungan baik dengan pemangku kepentingan perusahaan dan untuk meningkatkan pendapatan bagi perusahaan [33].

Hal ini juga diperlukan untuk menetapkan keterbatasan utama dari penelitian mereka. Pertama, ada batasan untuk penggunaan pilar ekonomi, lingkungan, sosial dan tata kelola perusahaan ASSET4 untuk mengukur tanggung jawab sosial perusahaan. Penelitian lain dapat memperluas pekerjaan mereka dan memasukkan dimensi sosial lainnya seperti yang direkomendasikan oleh ISO 26000. Kedua, hasil mereka tidak dapat digeneralisasikan secara sistematis pada konteks lain karena mode tata kelola yang mencirikannya. Dengan cara ini, penelitian lain akan dapat memperluas analisis mereka di negara lain di dunia dan untuk periode yang lebih baru untuk memverifikasi dampak pandemi virus corona (COVID-19).

Ben Salah & Jarboui (2021) juga menguji pengaruh moderasi *corporate governance* atas dampak manajemen laba terhadap kebijakan dividen. Dalam studi ini, mereka memilih perusahaan non-keuangan Prancis yang terdaftar

di *indeks CAC All Tradable* selama periode 2008–2015. Metode regresi kuadrat terkecil yang layak digunakan untuk mengestimasi model ekonometrika. Hasil empiris mengkonfirmasi dan/atau menolak hipotesis tertentu. Pertama, konsentrasi kepemilikan tampaknya secara positif memoderasi dampak manajemen laba terhadap kebijakan dividen. Kesimpulan lain yang dapat ditarik oleh peneliti adalah bahwa pengaruh manajemen laba terhadap kebijakan dividen lebih menguntungkan dalam kasus perusahaan dengan dewan direktur kecil. Studi masa depan diperlukan untuk menguji bagaimana kebijakan dividen dipengaruhi oleh tingkat tanggung jawab sosial perusahaan perusahaan.

9. Vietnam

Nguyen Trong & Nguyen (2020) menyatakan bahwa kebijakan hutang, dividen dan investasi merupakan keputusan keuangan yang penting bagi perusahaan untuk menentukan kinerja perusahaan. Studi yang dilakukan Nguyen Trong & Nguyen (2020) menekankan pada masalah *overinvestment*, sebuah fenomena yang memperburuk operasi perusahaan. Selain itu, menjelaskan peran moderasi utang dan kebijakan dividen dalam mengurangi dampak negatif dari investasi berlebih pada kinerja perusahaan dalam kasus perusahaan yang terdaftar di Vietnam.

Penelitian Nguyen Trong & Nguyen (2020) menggunakan seluruh laporan keuangan perusahaan non-keuangan Vietnam yang terdaftar di Bursa Efek Ho Chi Minh dan Hanoi periode 2008–2018. Data dikumpulkan dari Thomson Reuters Eikon. Kumpulan data akhir terdiri dari 669 perusahaan yang terdaftar. Studi ini mengukur investasi berlebih melalui fungsi permintaan investasi dan filter HP. Selain itu, penelitian ini menggunakan model dinamis, sehingga harus menerapkan metode SGMM untuk mengatasi masalah endogenitas yang disebabkan oleh variabel dependen yang tertinggal. Hasil studi menemukan bahwa *overinvestment* berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan. Kebijakan hutang atau dividen secara terpisah dapat memoderasi efek negatif dari investasi berlebih terhadap kinerja perusahaan. Namun, ketika kedua kebijakan ini digabungkan, mereka mengurangi dampak interaksi positif dari masing-masing kebijakan karena substitusi antara kebijakan utang dan dividen.

10. Cina

Sarwar et al., (2020) menguji pentingnya ketidaksempurnaan pasar, yaitu variasi kemampuan manajerial pada kebijakan dividen di Cina. Sarwar et al., (2020) berfokus pada pasar Cina karena didominasi oleh perusahaan milik negara dan menguji bagaimana hubungan antara *Managerial Ability* dan kebijakan dividen secara sistematis dengan tingkat kepemilikan negara. Untuk mengukur kemampuan manajerial, penelitian ini memanfaatkan ukuran baru yang dikembangkan oleh Demerjian et al., (2012) untuk memperkirakan seberapa efisien manajer menggunakan sumber daya perusahaan. Efisiensi manajer didefinisikan dalam hal output yang dihasilkan manajer berdasarkan input yang tersedia di dalam perusahaan.

Sarwar et al., (2020) menemukan bahwa hubungan antara *Managerial Ability* dan kebijakan dividen terutama didorong oleh perusahaan non-negara sendiri dibandingkan dengan perusahaan milik negara, lebih umum untuk perusahaan yang tidak dibatasi secara finansial dengan neraca yang kuat dan lebih menonjol di bawah kelompok pasar tinggi dibandingkan dengan kelompok pasar rendah. Penelitian ini menambah wawasan baru bagi para pengambil kebijakan dan investor untuk lebih memperhatikan *Managerial Ability*.

11. Turki

Al-Najjar & Kilincarslan (2016) menyelidiki dampak struktur kepemilikan pada kebijakan dividen dari perusahaan yang terdaftar di Turki. Secara khusus, ia mencoba untuk mengungkap efek dari keterlibatan keluarga (melalui kepemilikan dan perwakilan dewan), pemegang saham non-keluarga (investor asing, lembaga keuangan domestik dan negara) dan pemegang saham minoritas pada keputusan dividen pada periode pasca 2003 sebagai saksi utama reformasi ekonomi dan struktural. Dengan menggunakan langkah-langkah kebijakan dividen alternatif (probabilitas pembayaran dividen, rasio pembayaran dividen dan hasil dividen) dan menggunakan teknik regresi yang tepat (model logit dan tobit) untuk menguji hipotesis penelitian, dengan berfokus pada dataset panel besar baru-baru ini dari 264 Istanbul Stock Exchange- perusahaan yang terdaftar (non-keuangan dan non-utilitas) selama periode 10 tahun 2003-2012. Hasil studi

menunjukkan bahwa kepemilikan asing dan negara berhubungan dengan kecilnya kemungkinan pembayaran dividen, sedangkan variabel kepemilikan lainnya (keterlibatan keluarga, lembaga keuangan domestik dan pemegang saham minoritas) tidak signifikan mempengaruhi probabilitas pembayaran dividen. Namun, semua variabel kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap dividend payout ratio dan dividend yield. Oleh karena itu, makalah ini menyajikan bukti yang konsisten bahwa peningkatan kepemilikan investor asing dan negara secara umum mengurangi kebutuhan untuk membayar dividen di pasar Turki.

Al-Najjar & Kilincarslan (2017) juga menyelidiki dampak peraturan, reformasi dan lingkungan hukum pada kebijakan dividen dalam pengaturan kelembagaan yang berbeda. Khususnya, meneliti perilaku dividen kas tingkat perusahaan dari perusahaan publik di Turki pada periode pasca 2003, karena ada reformasi ekonomi dan struktural utama serta perubahan peraturan yang signifikan dari aturan pembayaran dividen yang diberlakukan oleh badan pengawas. Studi ini berfokus pada kumpulan data panel besar baru-baru ini dari 264 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Istanbul (ISE) selama periode sepuluh tahun 2003-2012. Pertama, ia menggunakan spesifikasi yang dimodifikasi dari model penyesuaian parsial Lintner (1956) untuk analisis mengenai rasio pembayaran target dan pemuluan dividen. Kedua, melakukan model logit untuk analisis dalam mengidentifikasi hubungan antara karakteristik keuangan dan kemungkinan membayar dividen.

Hasil studi Al-Najjar & Kilincarslan (2017) menunjukkan bahwa perusahaan ISE sekarang mengikuti determinan yang sama seperti yang disarankan oleh Lintner. Mereka, memang, memiliki rasio pembayaran jangka panjang dan menyesuaikan dividen tunai mereka dengan tingkat pemuluan yang moderat, dan oleh karena itu mengadopsi kebijakan dividen yang stabil (walaupun kebijakan yang kurang stabil dibandingkan dengan rekan-rekan mereka di pasar AS yang maju) sebagai mekanisme sinyal selama periode tersebut. 2003-2012. Selain itu, hasilnya juga melaporkan bahwa konsentrasi struktur kepemilikan mempengaruhi rasio pembayaran target dan pemuluan dividen di pasar Turki. Selain itu, hasil lebih lanjut menunjukkan bahwa perusahaan ISE yang lebih

menguntungkan, lebih matang, dan berukuran lebih besar lebih mungkin untuk membayar dividen tunai, sedangkan perusahaan ISE dengan peluang investasi yang lebih tinggi dan lebih banyak utang cenderung tidak membagikan dividen tunai pada periode pasca 2003.

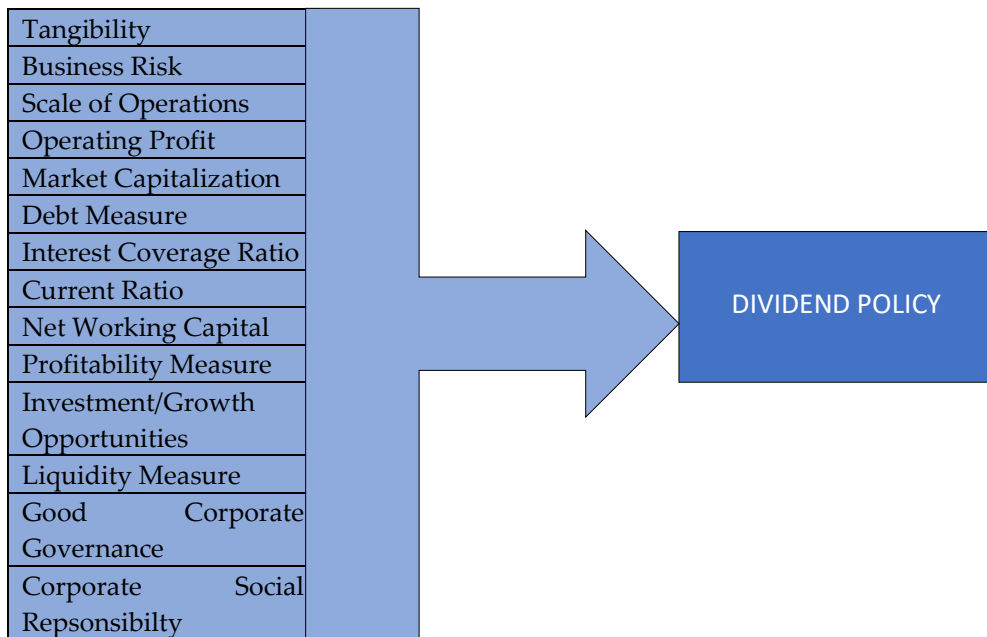
12. Inggris

Hussainey et al., (2011) menguji hubungan antara kebijakan dividen dan perubahan harga saham di pasar saham Inggris. Analisis regresi berganda digunakan untuk mengeksplorasi hubungan antara perubahan harga saham dan hasil dividen dan rasio pembayaran dividen. Hubungan positif ditemukan antara hasil dividen dan perubahan harga saham, dan hubungan negatif antara rasio pembayaran dividen dan perubahan harga saham. Selain itu, ditunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan, tingkat utang, ukuran dan pendapatan menjelaskan perubahan harga saham.

Elmagrhi et al., (2017) menguji sejauh mana karakteristik dewan perusahaan mempengaruhi tingkat rasio pembayaran dividen menggunakan sampel perusahaan kecil dan menengah Inggris dari 2010 hingga 2013 yang terdaftar di Pasar Investasi Alternatif. Data dianalisis dengan menggunakan teknik regresi multivariat, termasuk memperkirakan efek tetap, efek tertinggal dan regresi kuadrat terkecil dua tahap. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan, frekuensi rapat dewan, keragaman gender dewan dan ukuran komite audit memiliki hubungan yang signifikan dengan tingkat pembayaran dividen. Ukuran komite audit dan ukuran dewan memiliki hubungan positif dengan tingkat pembayaran dividen, sedangkan frekuensi rapat dewan dan keragaman gender dewan memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan tingkat pembayaran dividen. Sebaliknya, temuan menunjukkan bahwa independensi dewan direksi dan dualitas peran CEO tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen.

Dari kesekian hasil studi kebijakan dividen di berbagai negara, Maka determinan utama dari kebijakan dividen (diringkas dalam Gambar 1).

Gambar 1. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen



Perbandingan Faktor Penentu Kebijakan Dividen Di Negara Maju Dan Berkembang

La Porta et al., (2000) telah mempelajari teori biaya agensi untuk 33 negara di seluruh dunia karena pemegang saham di seluruh dunia dihadapkan pada tingkat perlindungan investor yang berbeda. Teori biaya keagenan percaya bahwa kecuai keuntungan perusahaan didistribusikan kepada pemegang sahamnya, hal yang sama akan digunakan oleh manajemen puncak untuk tujuan yang tidak produktif. Hal ini tidak akan menjadi kepentingan keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, pemegang saham lebih suka menerima dividen sehingga dana tidak disalahgunakan oleh orang dalam dan dengan demikian berfungsi sebagai alat untuk perlindungan investor. Studi tersebut melaporkan bahwa pembayaran dividen lebih tinggi di negara-negara yang memiliki sistem perlindungan investor yang lebih kuat. Namun, di negara-negara tersebut, pembayarannya lebih rendah untuk perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi dan sebaliknya. Selain itu, di negara-negara dengan

perlindungan investor yang buruk, pemegang saham harus puas dengan jumlah berapa pun yang dibayarkan sebagai dividen oleh perusahaan terlepas dari peluang investasinya. Namun, studi tersebut belum menemukan bukti pengaruh pajak terhadap dividen dan juga tidak dapat mengevaluasi relevansi pemberian sinyal dividen.

Aivazian et al., (2003a) melakukan studi pada perusahaan dari delapan pasar negara berkembang dan 100 perusahaan di AS antara tahun 1980 dan 1990 untuk menentukan apakah struktur institusional dan pasar modal yang berbeda berdampak pada kebijakan dividen perusahaan. Delapan pasar negara berkembang yang termasuk dalam penelitian ini adalah Korea, India, Pakistan, Thailand, Malaysia, Turki, Yordania dan Zimbabwe. Mereka menemukan bahwa untuk perusahaan AS, keputusan dividen terkait dengan Kesehatan keuangan perusahaan yang diharapkan di pasar keuangan maju. Berbeda dengan ini, untuk pasar negara berkembang, hasil umum ini tidak berlaku baik. Mereka melaporkan bahwa ada ketidakpastian yang lebih besar dari dividen dalam kasus perusahaan pasar berkembang dibandingkan dengan perusahaan AS. Mereka juga melaporkan bahwa faktor spesifik negara seperti lingkungan hukum.

Aivazian et al., (2003b) telah mempelajari faktor-faktor yang menentukan perilaku dividen perusahaan yang beroperasi di pasar negara berkembang 1980-1990. Hasil untuk sampel AS menunjukkan bahwa dividen berbanding terbalik dengan utang dan berhubungan positif dengan ROE dan rasio pasar terhadap buku. Dengan kata lain, perusahaan yang menguntungkan dengan tingkat utang rendah yang memiliki nilai pasar yang relative tinggi tampaknya membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar. Dalam kasus pasar negara berkembang, mereka telah mengamati hubungan serupa antara dividen dan tiga variabel ini: profitabilitas, utang dan rasio pasar terhadap buku seperti yang ditunjukkan oleh perusahaan AS. Variabel lainnya: koefisien ukuran dan koefisien risiko bisnis tidak menunjukkan tanda-tanda yang konsisten. Mereka ditemukan signifikan di beberapa negara pasar berkembang dan tidak signifikan di negara lain. Lebih jauh, hasilnya menunjukkan bahwa dibandingkan dengan AS, perusahaan di enam negara berkembang yang memiliki aset berwujud lebih cenderung memiliki dividen yang lebih rendah. Mereka juga melaporkan bahwa faktor

spesifik negara memiliki dampak dalam menentukan kebijakan dividen di pasar negara berkembang. Mereka juga menemukan bahwa pembayaran dividen perusahaan negara berkembang lebih dari perusahaan AS yang membingungkan. Ini memerlukan evaluasi faktor-faktor yang mempengaruhi dividen di perusahaan pasar berkembang secara lebih rinci.

Ferris et al., (2006) membandingkan pola dividen dan pendapatan AS dengan perusahaan Inggris dan Jepang. Mereka telah melaporkan bahwa baik tren maupun besaran dividen dari negara negara ini tidak sebanding dengan AS. Hal ini disebabkan adanya perbedaan struktur kelembagaan organisasi. Namun, mereka menemukan konsentrasi dividen hanya di Inggris dan tidak di Jepang.

Denis & Osobov (2008) menganalisis faktor-faktor penentu kebijakan dividen sehubungan dengan enam negara yang memiliki pasar keuangan yang berkembang dengan baik: AS, Kanada, Inggris, Jerman, Prancis, dan Jepang. Mereka telah menemukan bahwa faktor-faktor yang menentukan kebijakan dividen adalah umum di berbagai negara. Fama dan Prancis (2001) mengkonfirmasi bahwa ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan dan profitabilitas adalah karakteristik signifikan yang membantu menentukan kebijakan dividen perusahaan. Selain faktor-faktor penentu yang disebutkan di atas, rasio laba ditahan terhadap total ekuitas (campuran modal yang diperoleh/dikontribusikan) juga ditemukan sebagai penentu penting lain dari kebijakan dividen. Mereka juga mengkonfirmasi temuan dari DeAngelo et al., (2004) yang menghasilkan dividen agregat dalam dolar riil di AS sebenarnya telah meningkat meskipun ada penurunan kecenderungan untuk membayar dividen. Akhirnya, mereka mengeksplorasi penjelasan katering dengan memeriksa hubungan antara kecenderungan untuk membayar dividen dan "premi dividen" yang dihitung oleh Baker & Wurgler (2002). Mereka menemukan bahwa di luar Amerika Serikat, tidak ada banyak hubungan antara premi dividen dan kecenderungan untuk membayar dividen. Mereka mengamati bahwa kebijakan dividen di semua negara menunjukkan "kekakuan" yang awalnya diamati untuk perusahaan AS pada studi (Lintner, 1956) dan [49].

Tayachi et al., (2022) studinya menguji dampak struktur kepemilikan pada struktur modal dan kebijakan dividen perusahaan non-keuangan di

negara maju dan berkembang. mereka mengekstrak data 329 perusahaan non-keuangan dari delapan negara pada DataStream yang mencakup periode waktu 10 tahun dari 2010 hingga 2019. Dari jumlah tersebut, 172 perusahaan diambil dari negara berkembang (Pakistan, India, Bangladesh, Sri Lanka dan Malaysia) dan 157 perusahaan dari negara maju (Australia, Selandia Baru, Jepang, Hong Kong dan Singapura). Untuk metodologi, mereka menerapkan pendekatan GMM untuk estimasi dan analisis. Mereka mempertimbangkan struktur kepemilikan secara manajerial, institusional dan terkonsentrasi.

Hasil studi Tayachi et al., (2022) menemukakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal, tetapi menurunkan pembayaran dividen. Ini menegaskan teori pecking order, dimana manajer lebih memilih dana internal, sehingga enggan membayar imbalan kepada pemegang saham. Kepemilikan institusional secara positif mempengaruhi struktur modal dan pembayaran dividen, menunjukkan bahwa investor institusional berada pada tahap kedewasaan di negara-negara tertentu. Oleh karena itu, pengambil risiko, bersedia untuk mengambil lebih banyak pembiayaan utang. Selanjutnya, mereka mendorong manajemen untuk membayar dividen karena mereka memiliki investasi dan sumber daya yang signifikan. Temuan yang lain adalah peningkatan kepemilikan terkonsentrasi meningkatkan struktur modal perusahaan, dan konsentrasi kepemilikan menghasilkan pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen.

Temuan Tayachi et al., (2022) memiliki implikasi kebijakan bagi perusahaan dan investor. Temuan mereka menyarankan bahwa struktur kepemilikan merupakan faktor penting yang dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasi. Seperti ketika manajer memiliki saham perusahaan, mereka lebih memilih pembiayaan utang karena takut kebangkrutan yang mungkin terjadi karena sejumlah besar utang tetapi, pada saat yang sama, mencoba untuk mengabaikan pembayaran dividen. Oleh karena itu, investor mungkin tidak berinvestasi di perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dan dapat memilih untuk berinvestasi lebih banyak dalam kepemilikan institusional, yang menurunkan biaya agensi dan lebih suka membayar dividen kepada

pemegang saham. Juga, pemegang saham terkonsentrasi bertanggung jawab dan mengambil lebih banyak risiko dan membantu untuk mendapatkan hutang jangka panjang. Selanjutnya, pemilik pengendali lebih memilih untuk mendapatkan keuntungan pribadi dengan tidak mengungkapkan semua informasi, yang mungkin menghalangi investor untuk berinvestasi lebih banyak di perusahaan dengan struktur kepemilikan yang sama.

Mengingat bahwa Tayachi et al., (2022) hanya menganalisis perusahaan dari sektor non-keuangan; mungkin penelitian di masa depan dapat melihat lebih dekat pada sektor keuangan untuk melengkapi penelitian mereka. Penelitian ini dibatasi hanya pada tiga jenis kepemilikan: manajerial, institusional dan terkonsentrasi. Penelitian di masa depan dapat mencakup elemen lain dari struktur kepemilikan, termasuk kepemilikan asing, publik, swasta, dan jenis kepemilikan lainnya. Ini akan memungkinkan pembuat kebijakan untuk mengambil pendekatan yang komprehensif untuk mendapatkan hasil yang lebih menarik. Faktor potensial lain yang perlu dipertimbangkan adalah karakteristik dewan dan audit, yaitu ukuran, keragaman gender, dualitas CEO, independensi dewan, independensi audit, komite audit, kualitas audit, dan aktivitas audit.

Kesimpulan

Bab ini membahas isu-isu tentang kebijakan dividen baik teori dan empiris. Terdapat 7 teori kebijakan dividen yang dikaji secara umum dalam bab ini. yakni teori *dividend smoothing*, *dividend clientele effect and effect of tax*, *agency cost*, *life-cycle theory*, *catering explanation for dividend*, dan *Residual Dividend Policy*. Berdasarkan teori-teori tersebut, beberapa peneliti telah menemukan bukti empiris atas implikasi teori tersebut di berbagai negara, baik di Negara Maju maupun Berkembang sebagai dasar keputusan pembayaran dividen. Berdasarkan bukti empiris maka ditemukan beberapa faktor atau variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu *Tangibility*, *Business Risk*, *Scale of Operations*, *Operating Profit*, *Market Capitalization*, *Debt Measure*, *Interest Coverage Ratio*, *Current Ratio*, *Net Working Capital*, *Profitability Measure*, *Investment/Growth Opportunities*, *Liquidity Measure*, *Good Corporate Governance*, dan *Corporate Social Responsibility*.

Referensi

- [1] Azeem Qureshi M. System dynamics modelling of firm value. *J Model Manag* 2007;2:24–39. <https://doi.org/10.1108/17465660710733031>.
- [2] Allen F, Michaely RBT-H in OR and MS. Chapter 25 Dividend policy. *Finance*, vol. 9, Elsevier; 1995, p. 793–837. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80069-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80069-6).
- [3] Brealey, Myers A. *Principles of Corporate Finance*. 13th ed. McGraw-Hill Higher Education, New York, NY; 2020.
- [4] Brealey, R.A. and Myers SC. Bibliometric study on dividend policy. *Qual Res Financ Mark* 2020;12:72–95. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2018-0118>.
- [5] Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *Am Econ Rev* 1956;46:97–113.
- [6] Miller MH, Modigliani F. DIVIDEND POLICY, GROWTH, AND THE VALUATION OF SHARES. *J Bus* 1961;34:411–33.
- [7] Miller MH, Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. *J Finance* 1985;40:1031–51. <https://doi.org/10.2307/2328393>.
- [8] Jensen MC. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *Am Econ Rev* 1986;76:323–9.
- [9] Fama EF, French KR. The Equity Premium. *J Finance* 2002;57:637–59.
- [10] Baker M, Wurgler J. A catering theory of dividends. *J Finance* 2004;59:1125–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>.
- [11] Smith DM. Residual Dividend Policy. *Divid Divid Policy* 2011:115–26. <https://doi.org/10.1002/9781118258408.ch7>.
- [12] Litzenberger RH, Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *J Financ Econ* 1979;7:163–95. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90012-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90012-6).
- [13] Miller MH, Scholes MS, Journal T, Dec N. Dividends and Taxes : Some Empirical Evidence Dividends and Taxes : Some Empirical Evidence. *J Polit Econ* 2007;90:1118–41.
- [14] Dhaliwal D, Erickson M, Trezevant R. A Test of Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies. *Natl Tax J* 1999;52. <https://doi.org/10.1086/NTJ41789388>.
- [15] Bulan LT, Subramanian N. The firm life cycle theory of dividends. *Divid Divid Policy* 2009;1:201–13.
- [16] Baker HK, Powell GE. Dividend policy in Indonesia: Survey evidence from executives. *J Asia Bus Stud* 2012;6:79–92. <https://doi.org/10.1108/15587891211191399>.

- [17] Wahjudi E. Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *J Manag Dev* 2020;39:4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>.
- [18] Narindro L, Basri H. Assessing determinants of dividend policy of the government-owned companies in Indonesia. *Int J Law Manag* 2019;61:530–41. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2017-0215>.
- [19] Tahir H, Masri R, Rahman MM. Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corp Gov* 2020;20:919–37. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091>.
- [20] Baker HK, Kapoor S, Jabbouri I. Institutional perspectives of dividend policy in India. *Qual Res Financ Mark* 2018;10:324–42. <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2017-0067>.
- [21] Baker HK, Kapoor S. Dividend policy in India: new survey evidence. *Manag Financ* 2015;41:182–204. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2014-0024>.
- [22] Dewasiri NJ, Yatiwelle Koralalage WB, Abdul Azeez A, Jayarathne PGSA, Kuruppuarachchi D, Weerasinghe VA. Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Manag Financ* 2019;45:413–29. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>.
- [23] Baker HK, Dewasiri NJ, Yatiwelle Koralalage WB, Azeez AA. Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Manag Financ* 2019;45:2–20. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>.
- [24] Ozo FK, Arun TG, Kostov P, Uzonwanne GC. Corporate dividend policy in practice: the views of Nigerian financial managers. *Manag Financ* 2015;41:1159–75. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2014-0256>.
- [25] Baker HK, Jabbouri I. How Moroccan managers view dividend policy. *Manag Financ* 2016;42:270–88. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2015-0211>.
- [26] Basse T. Dividend Policy and Inflation In Australia: Results From Cointegration Tests. *Int J Bus Manag* 2009;4:13–6. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n6p13>.
- [27] Basse T, Reddemann S. Variable-ordering induced problems of impulse-response analysis and other difficulties: the dividend policy of Austrian firms. *Int J Comput Econ Econom* 2010;1:278–93. <https://doi.org/10.1504/IJCEE.2010.037938>.
- [28] Basse T, Reddemann S. Inflation and the dividend policy of US firms. *Manag Financ* 2011;37:34–46.

- [29] Ghafoor A, Asif Khan M, Asim Shah S, Hussain Khan H. Inflation and Dividend Behavior of Pakistani Firms: An Empirical Investigation Using ARDL. *Int J Bus Manag* 2014;9. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n9p86>.
- [30] Sami M, Abdallah W. Assessing the impact of dividend policy on the sustainability of distressed firms. *J Model Manag* 2020;16:987–1001. <https://doi.org/10.1108/JM2-06-2020-0160>.
- [31] Arellano MA, Bond SR. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Rev Econ Stud* 1991;58:277–97.
- [32] Ben Salah O, Ben Amar A. Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context. *J Glob Responsib* 2022. <https://doi.org/10.1108/JGR-10-2021-0082>.
- [33] Cheung A (Waikong), Hu M, Schwiebert J. Corporate social responsibility and dividend policy. *Account Financ* 2018;58:787–816. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/acfi.12238>.
- [34] Ben Salah O, Jarbouli A. Dividend policy, earnings management and the moderating effect of corporate governance in the French context. *J Financ Econ Policy* 2021. <https://doi.org/10.1108/JFEP-02-2021-0034>.
- [35] Nguyen Trong N, Nguyen CT. Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *J Asian Bus Econ Stud* 2020;28:47–63. <https://doi.org/10.1108/jabes-12-2019-0128>.
- [36] Sarwar B, Kutan A, Ming X, Husnain M. How do talented managers view dividend policy? Further evidence from Chinese equity market. *Int J Emerg Mark* 2020;15:559–86. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0179>.
- [37] Demerjian P, Lewis M, Mcvay S. Managerial ability and earnings management. *Work Pap Emory Univ* 2012.
- [38] Al-Najjar B, Kilincarslan E. The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corp Gov* 2016;16:135–61. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>.
- [39] Al-Najjar B, Kilincarslan E. Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. *Int J Manag Financ* 2017;13:304–31. <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2016-0191>.
- [40] Hussainey K, Oscar Mgbame C, Chijoke-Mgbame AM. Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *J Risk Financ* 2011;12:57–68. <https://doi.org/10.1108/15265941111100076>.
- [41] Elmaghrhi MH, Ntim CG, Crossley RM, Malagila JK, Fosu S, Vu T V.

- Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *Int J Account Inf Manag* 2017;25:459–83. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020>.
- [42] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *J Finance* 2000;55:1–33. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
- [43] Aivazian V, Booth L, Cleary S. Dividend policy and the organization of capital markets. *J Multinatl Financ Manag* 2003;13:101–21. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(02\)00038-5](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1042-444X(02)00038-5).
- [44] Aivazian V, Booth L, Cleary S. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *J Financ Res* 2003;26:371–87. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>.
- [45] Ferris SP, Sen N, Yui HP. Are fewer firms paying more dividends?: The international evidence. *J Multinatl Financ Manag* 2006;16:333–62.
- [46] Denis DJ, Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *J Financ Econ* 2008;89:62–82. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>.
- [47] DeAngelo H, DeAngelo L, Skinner DJ. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *J Financ Econ* 2004;72:425–56. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7).
- [48] Baker M, Wurgler J. Market Timing and Capital Structure. *J Finance* 2002;57:1–32. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>.
- [49] Fama EF, Blahnik H. Dividend Policy: An Empirical Analysis. *J Am Stat Assoc* 1968;63:1132–61. <https://doi.org/10.1080/01621459.1968.10480917>.
- [50] Tayachi T, Hunjra AI, Jones K, Mehmood R, Al-Faryan MAS. How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm? *J Financ Report Account* 2022. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0291>.

KEBIJAKAN DIVIDEN : SUATU PENGEMBANGAN MODEL

Umu Rosyidah

umu.rosyidah.2104139@students.um.ac.id

Abstrak

Tujuan utama keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan bagi pemegang saham dan semua pemangku kepentingan. Keputusan keuangan menentukan kinerja keseluruhan perusahaan. Meningkatkan nilai perusahaan tergantung pada kemampuan manajer untuk menyeimbangkan pendanaan modal di antara berbagai proyek untuk mencapai profitabilitas dan keberlanjutan jangka panjang. Keputusan keuangan jangka panjang di sektor korporasi selain struktur modal adalah kebijakan dividen. Keputusan dividen ini mencakup seperangkat pedoman yang menentukan apakah manajer harus membayar dividen atau mempertahankan laba. Pemilihan kebijakan dividen yang tepat merupakan salah satu faktor penting untuk menilai kinerja perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan dapat didefinisikan sebagai hasil dari manajemen strategis, analitis dan keuangan dari kegiatan perusahaan. Oleh karena itu, dampak akhir dari pengambilan keputusan dan kebijakan mencerminkan kinerja perusahaan.

Tulisan ini bertujuan untuk mencari model baru atau mengembangkan model baru terkait kebijakan dividen dalam perusahaan, yang dapat bermanfaat sebagai dasar penelitian selanjutnya. Dalam mencari pengembangan model baru penulis menggunakan metode Systematic Literature Review (SLR) dengan mencari literature pada tiga database yaitu scopus, science direct dan google scholar, dan didapatkan hasil akhir artikel sejumlah 1.198 publikasi yang akan dianalisis menggunakan VOSViewer.

Hasilnya ditemukan enam cluster tema yang dapat dikembangkan menjadi model baru penelitian. Enam cluster tersebut yaitu: 1) Sales growth, dividen dan nilai perusahaan; 2) Mandatory dividend policy dan biaya keagenan; 3) Corporate risk tasking, agama, karakteristik individu dan budaya; Managerial ability dan dividend policy; Behaviour dan dividend policy; 4) Asimetri informasi dan kebijakan dividen; 5) Social capital dan dividend policy; 6) Control Family, Family firm, Family Ownership dan kebijakan dividen.

Kata Kunci: Kebijakan dividen, Nilai perusahaan, SLR, Pengembangan Model

Pendahuluan

Perkembangan di bidang ekonomi dan keuangan telah mengarahkan perusahaan untuk mencari cara dan metode yang memungkinkan mereka untuk terus meningkatkan kinerja, terutama kinerja keuangan. Banyak peneliti telah mempelajari keputusan keuangan yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, bukan hanya pembagian keuntungan kepada pemilik (pemegang saham) tetapi juga kondisi genting yang dialami oleh perusahaan yang menyebabkan lebih banyak kesulitan dalam pengambilan keputusan yang dapat berdampak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan dividen dianggap salah satu keputusan keuangan yang penting yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.

Dividen dianggap sebagai elemen penting yang masuk ke dalam proses keputusan keuangan perusahaan, jika keputusan tersebut bergantung pada kas yang tersedia yang dihasilkan dari aktivitas operasional, serta keputusan tersebut berefek pada peluang investasi yang tersedia bagi perusahaan.

Kebijakan dividen dapat didefinisikan sebagai pedoman pembagian dividen yang diberikan oleh dewan direksi suatu perusahaan. Ini menetapkan parameter untuk memberikan pengembalian kepada pemegang saham ekuitas, atas modal yang diinvestasikan oleh mereka dalam bisnis. Saat mengambil keputusan seperti itu, perusahaan harus menjaga keseimbangan yang tepat antara komposisi hutang dan ekuitasnya.

Pada dasarnya, kebijakan dividen adalah kebijakan distribusi uang tunai oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya. Perusahaan biasanya membayar dividen ketika mereka memiliki "kelebihan" keuntungan, yang dengannya mereka memilih untuk tidak berinvestasi dalam pertumbuhan mereka tetapi memilih untuk memberi penghargaan kepada pemegang saham. Dividen bisa ditambah atau dikurangi, tergantung kinerja perusahaan. Kebijakan dividen setiap perusahaan berbeda karena perusahaan memiliki kebutuhan pembiayaan yang berbeda.

Perusahaan tidak diharuskan membayar dividen, perusahaan melakukannya sebagai bagian dari strategi perusahaan karena pembayaran dividen sering dianggap sebagai indikator kesehatan keuangan perusahaan, namun kebijakan dividen masih menjadi kontroversi antara peneliti dan analis keuangan. Kebijakan dividen memunculkan ambiguitas untuk memahami semua aspeknya.

Banyak penelitian telah dilakukan untuk membahas masalah ini, yang paling terkenal adalah hipotesis [1], yang menegaskan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh pada nilai pasar perusahaan atau kinerja keuangannya. Demikian juga Perilaku kebijakan dividen adalah salah satu masalah yang paling diperdebatkan dalam literatur keuangan dan masih mempertahankan tempat yang nyata di pasar negara berkembang [2].

Namun secara empiris beberapa penelitian telah menyelidiki pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan [3]; [4]; [5]; [6] dan

pemilihan kebijakan dividen yang tepat merupakan salah satu faktor penting untuk menilai kinerja perusahaan [7]; [8]; [9]; [10].

Berdasarkan pada uraian diatas maka tulisan ini bertujuan untuk mencari model baru atau mengembangkan model baru terkait kebijakan dividen dalam perusahaan, sehingga bisa dijadikan dasar untuk penelitian yang akan datang dan diharapkan dapat menambah literature baru terkait dengan kebijakan dividen.

Pembahasan

Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen dianggap sebagai keputusan keuangan strategis yang penting dan tunduk pada beberapa pertimbangan dalam penentuannya. Ada banyak teori yang mencoba menjelaskan perilaku investor terhadap kebijakan dividen, dan teori ini berbeda antara mendukung dan netral terhadap dampak kebijakan pembagian dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Pandangan para stakeholder dalam menilai dividen digambarkan dalam beberapa teori dividen. Beberapa teori kebijakan dividen meliputi:

1. Irrelevance Dividend Theory

[1] berpendapat, nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya Dividend Payout Ratio, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan kelas risiko perusahaan. Teori ini menyimpulkan dividen tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

2. The Bird in the Hand Theory

Lintner (1962) berpendapat bahwa investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu capital gain. ini beranggapan bahwa capital gain yang diharapkan adalah lebih besar risikonya dibandingkan dengan dividend yield yang pasti.

3. *Tax Preference/Difference Theory*
Litzenberger dan Ramaswamy (1979) mengatakan bahwa sebaiknya pembayaran dividen dapat ditunda apabila pajak atas capital gain masih lebih rendah dari pajak atas dividen. Teori ini beranggapan bahwa dengan adanya preferensi pajak atas dividen dan capital gain sebaiknya dividen tidak terlalu banyak dibayarkan
4. *Agency Theory*
Dikemukakan oleh Jensen. (1985); Rozaff. (1982) menyatakan bahwa kebijakan dividen ditentukan oleh biaya keagenan yang timbul dari divergensi kepemilikan dan pengendalian. Menurut teori ini, investor ingin meningkatkan keuntungan tunai mereka dengan distribusi persentase keuntungan yang lebih besar, sementara manajemen lebih memilih untuk meningkatkan porsi laba ditahan untuk memastikan ketersediaan dana yang cukup untuk tujuan investasi atau ekspansi, yang mengarah ke konflik keagenan.
5. *Signaling Hypothesis Theory*
Dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) menjelaskan bahwa adanya informasi asimetri antara para pemegang saham (outsider) dan para manajer memungkinkan para manajer untuk menggunakan dividen sebagai pemberi sinyal (informasi) tentang kinerja perusahaan kepada para pemegang saham. Kenaikan dividen biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Begitu Sebaliknya.
6. *Clientelle Effect Theory*
Dikemukakan Miller dan Scholes (1978) menyatakan bahwa kelompok (clientele) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Teori ini menunjukkan bahwa karena perubahan

kebijakan dividen, investor selalu membuat keputusan tergantung pada kebijakan dividen yang dipilih oleh perusahaan yang dapat mendorong investor untuk melanjutkan perusahaan ini atau transfer ke perusahaan lain

Jenis-Jenis kebijakan Dividen

Ada empat kebijakan dividen yang luas dalam praktiknya termasuk : *Residual payment policy* (kebijakan pembayaran residual), *Stable predictive dividend policy* (kebijakan dividen prediktif stabil), *Constant payout ratio policy* (kebijakan rasio pembayaran konstan), *Low plus extra or bonus dividend policy* (kebijakan dividen rendah plus ekstra atau bonus) [11].

Ada empat jenis kebijakan dividen yang berbeda: kebijakan stabilitas dividen (*dividend stability policy*), kebijakan dividen konstan (*Constant dividend policy*), kebijakan dividen residual (*residual dividend policy*) serta kebijakan hibrid. Adapun penjelasan kebijakan tersebut adalah sebagai berikut

1. Kebijakan Stabilitas Dividen

Ini adalah kebijakan dividen yang paling mudah dan paling umum digunakan. Tujuannya adalah pembayaran dividen yang stabil dan dapat diprediksi setiap tahun, yang juga diinginkan sebagian besar investor. Investor menginginkan dividen apakah laba naik atau turun. Dewan harus mencoba menyelaraskan kebijakan dividennya dengan pertumbuhan jangka panjang perusahaan, alih-alih pendapatan kuartalan, yang lebih fluktuatif. Kebijakan semacam ini memberikan kepastian lebih kepada pemegang saham dalam jumlah dan waktu pembagian dividen.

Dalam jenis kebijakan ini, dividen ditetapkan sebagai persentase dari pendapatan tahunan perusahaan. Sebagai laba per saham perusahaan berfluktuasi, begitu juga dividen. Karena tujuan sebagian besar perusahaan adalah untuk meningkatkan

pendapatan setiap tahun, dividen juga harus meningkat setiap tahun. Perusahaan di industri tembakau cenderung menggunakan kebijakan dividen jenis ini.

2. Kebijakan Dividen Konstan

Masalah dengan kebijakan dividen yang stabil adalah investor mungkin tidak melihat kenaikan dividen saat bisnis perusahaan sedang booming. Alih-alih stabilitas dividen, dalam kebijakan dividen konstan, perusahaan membayar persentase pendapatannya sebagai dividen setiap tahun, sehingga investor dapat memperoleh keuntungan dari volatilitas penuh pendapatan perusahaan. Masalah dengan kebijakan dividen konstan adalah, ketika pendapatan naik, begitu juga dividen, tetapi ketika pendapatan turun, investor mungkin tidak menerima dividen apa pun.

3. Kebijakan Dividen Sisa

Jenis kebijakan dividen ini juga sangat fluktuatif. Tetapi beberapa investor lebih menyukainya. Dalam jenis kebijakan dividen ini, Perusahaan membayar sisa dividen setelah perusahaan menggunakan laba untuk membayar belanja modal dan modal kerja. Beberapa investor lebih memilih ini daripada dua kebijakan lainnya karena, meskipun bergejolak, mereka tidak ingin berinvestasi di perusahaan yang membenarkan peningkatan beban utangnya dengan kebutuhan untuk membayar dividen.

Banyak perusahaan mencoba mempertahankan rasio utang terhadap ekuitas yang ditetapkan. Perusahaan energi cenderung menggunakan jenis kebijakan dividen karena industri minyak dan gas mengharuskan manajer untuk tetap fokus jangka panjang pada perencanaan pertumbuhan belanja modal setiap tahun. Perusahaan-perusahaan ini sering memanfaatkan pasar ekuitas untuk membayar distribusi saat ini. Tapi dividen bisa sangat berkurang jika pasar modal tidak bekerja sama.

4. Kebijakan Dividen Hibrid

Jenis kebijakan dividen keempat ini telah mulai digunakan. Kebijakan dividen hibrid ini pada dasarnya merupakan perpaduan antara stabilitas dan kebijakan residual. Perusahaan dengan jenis kebijakan ini masih menggunakan metrik tradisional seperti *debt-to-equity*, tetapi melalui pandangan jangka panjang. Mereka tidak berpegang teguh pada metrik hutang-ke-ekuitas triwulanan sebagai satu-satunya dasar untuk jumlah dividen seperempat.

Perusahaan industri siklus paling sering menggunakan jenis kebijakan ini. Ketika bisnis berfluktuasi, mereka membayar dividen reguler sederhana yang dapat dengan mudah dipertahankan, tetapi juga dapat membayar dividen tambahan/dividen khusus jika kondisi bisnis umumnya baik.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Perusahaan perlu menganalisis faktor-faktor tertentu yang mempengaruhi kebijakan dividen sebelum menyusun kebijakan pembayaran dividen mereka. Berikut adalah berbagai faktor/determinan yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan.

<https://efinancemanagement.com/dividend-decisions/factors-affecting-dividend-policy>.



Gambar 1. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Tawaran Model Penelitian tentang Kebijakan Dividen

Tulisan ini menggunakan metodologi ilmiah untuk merangkum hasil penelitian. Metode yang digunakan adalah *Systematic Literature Review* (SLR). Metode SLR digunakan untuk mengidentifikasi, mengkaji, mengevaluasi, dan menafsirkan semua penelitian yang tersedia dengan bidang topik fenomena yang menarik, dengan pertanyaan penelitian tertentu yang relevan. Dengan penggunaan Metode SLR dapat dilakukan identifikasi jurnal secara sistematis yang terkait dengan kebijakan dividen dalam manajemen keuangan.

Metode penelitian SLR dilakukan oleh penulis untuk mengetahui dan mencari tema-tema apa yang masih baru atau masih jarang untuk diteliti terkait kebijakan dividen. Dari sini penulis akan dapat menjelaskan novelty dari tulisan yang akan peneliti lakukan. Pada setiap prosesnya mengikuti langkah-langkah atau protokol yang telah dikemukakan oleh [12].

Dalam pencarian literatur dilakukan di tiga database, yaitu Scopus, Science direct, Google scholar. Kata kunci yang relevan dan digunakan dalam pencarian publikasi yaitu "Dividend policy in management" OR "dividend payout" OR "dividend payment in financial management". Karena subjek kebijakan dividen ini bersifat luas, maka beberapa batasan dilakukan. Penulis membatasi pencarian hanya publikasi dalam bentuk jurnal dan berbahasa Inggris yang diterbitkan pada rentang waktu 5 tahun yaitu tahun 2017 - Maret 2022 dengan subjek area pada Business, Management and Accounting saja yang dipilih.

Pencarian artikel dilakukan pada tanggal 1 April 2022. Ditemukan 67 hasil di Science direct, 1000 hasil di Google scholar dan 200 hasil di Scopus. Semuanya berjumlah 1.267 publikasi. Setelah dilakukan check duplikat maka didapatkan sisa artikel 1.198 publikasi. Dalam tulisan ini bertujuan untuk pengembangan model dari teori kebijakan dividen, bukan mencari artikel yang terbaik atau

Pada gambar 2 dan 3 adalah gambar Overlay dan Density Visualization pada VOSViewer. Sehingga didapatkan tema-tema baru dan yang masih jarang dijadikan tema penelitian yaitu:

Tahun	Tema
Pertengahan 2019	Asymmetry Information; Control Family; Behaviour; Dividend policy variable; Manufacturing company; Sales growth.
Tahun 2020	Sosial capital; Family Ownership; Company value
Pertengahan 2020	Managerial ability; Family firm; Renewable energy consumption; Mandatory dividend policy; Corporate risk tasking

Pengembangan Model

Berdasarkan hasil dari analisis SLR dengan menggunakan alat VOSViewer didapatkan tema-tema yang terkait kebijakan dividen yang bisa dikembangkan menjadi suatu model baru penelitian, baik penelitian dengan pendekatan kualitatif, kuantitatif maupun campuran keduanya.

Dari tema-tema yang di temukan itu akan dikelompokkan berdasarkan cluster yang terdapat pada aplikasi VOSViewer dan didapatkan 6 cluster, yaitu:

Cluster	Tema
1	Company value, Sales growth, Manufacturing company
2	Dividend policy variable, Mandatory dividend policy
3	Behaviour, Corporate risk tasking, Managerial ability.
4	Asymmetry Information,
5	Sosial capital
6	Control Family, Family firm, Family Ownership

Cluster 1: Sales growth, dividen dan nilai perusahaan.

Pertumbuhan penjualan didefinisikan sebagai perubahan penjualan per tahun. [13] juga menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan (growth of sales) adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. Pertumbuhan penjualan merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Jika pertumbuhan penjualan tinggi, maka akan mencerminkan pendapatan meningkat sehingga pembayaran dividen cenderung meningkat. Perusahaan yang memiliki keuntungan yang meningkat, memiliki jumlah laba ditahan yang lebih besar. Peningkatan laba perusahaan meningkatkan jumlah modal sendiri yang berasal dari laba ditahan.

Pada penelitian [14]; [15] Sales growth berpengaruh negatif tidak signifikan dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi sales growth dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan secara simultan terhadap nilai perusahaan.

Seorang investor harus selektif dan mampu membandingkan nilai perusahaan satu dengan yang lainnya, salah satunya dengan membandingkan rasio-rasio keuangan. Hasil penelitian [16] pada perusahaan manufaktur di subsektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019, menunjukkan bahwa laba per saham, pertumbuhan penjualan, kebijakan dividen, keputusan investasi, dan struktur modal secara simultan berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Cluster 2: Mandatory dividend policy dan biaya keagenan

Dalam penelitian [17] secara uji empiris menunjukkan bahwa kebijakan dividen wajib secara signifikan menghambat biaya keagenan perusahaan. Penelitian lebih lanjut menemukan bahwa kebijakan dividen wajib memiliki efek yang lebih baik dalam

mengurangi biaya keagenan untuk perusahaan yang terdaftar di bursa dan perusahaan dengan dividen normal, sedangkan tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan untuk perusahaan dengan dividen mikro dan kecil dan sedang. Studi ini mendukung teori biaya keagenan dividen dan memberikan bukti empiris bagi departemen pengatur untuk meningkatkan kebijakan lebih lanjut pada tata kelola pasar modal. Kebijakan dividen wajib ini juga dapat meningkatkan performance perusahaan [18].

Namun pada penelitian [19] tentang kebijakan dividen semi-wajib (selanjutnya disebut kebijakan) berdampak secara signifikan meningkatkan efisiensi investasi kelompok eksperimen. Efek perbaikan dari kebijakan tersebut diwujudkan dengan mengurangi masalah keagenan dan meningkatkan likuiditas saham. Studi lebih lanjut menemukan bahwa kebijakan tersebut secara signifikan mengurangi sensitivitas arus kas investasi dan meningkatkan sensitivitas arus kas kelompok eksperimen. Dipengaruhi oleh kebijakan tersebut, perusahaan menerapkan keputusan investasi yang relatif konservatif dan keputusan manajemen likuiditas aktif. Namun, di perusahaan dengan kualitas informasi akuntansi yang buruk atau permintaan pembiayaan kembali yang kuat, efek peningkatan efisiensi investasi menjadi lemah.

Sedangkan pada penelitian [20], Secara keseluruhan peneliti memberikan evaluasi empiris konsekuensi ekonomi dari kebijakan dividen wajib dalam hal tunjangan perusahaan dalam kelompok bisnis milik negara.

Cluster 3

a. Corporate risk tasking, agama, karakteristik individu dan budaya

Kekhawatiran karir dapat membatasi kesediaan manajer untuk mengambil risiko, yang dapat menyebabkan konservatisme kebijakan

yang berlebihan [21]. Akan tetapi peningkatan kemampuan dan kemauan CEO untuk berganti pekerjaan (mobilitas CEO) dapat mendiversifikasi sumber daya manusianya dan mengurangi konservatismenya. Hasil penelitian [21] ini menemukan hubungan positif yang kuat antara mobilitas CEO dan risiko kebijakan perusahaan. Peneliti juga menghubungkan guncangan regulasi eksternal yang membatasi mobilitas tenaga kerja dengan penurunan signifikan dalam pengambilan risiko perusahaan.

Tingkat pengambilan resiko juga dipengaruhi oleh agama dan karakteristik budaya. [22] menemukan bahwa: Pertama, latar belakang agama yang berbeda memiliki dampak yang berbeda pada pengambilan risiko perusahaan, Kedua, perusahaan di negara-negara dengan skor jarak kekuasaan, maskulinitas, individualisme, dan orientasi jangka panjang yang tinggi cenderung meningkatkan pengambilan risiko sementara tingkat penghindaran ketidakpastian yang tinggi memoderasi perilaku pengambilan risiko perusahaan. Peneliti juga menunjukkan hasil bahwa di perusahaan di mana investor institusional adalah pemegang saham referensi yang paling relevan, pengaruh agama dalam pengambilan risiko perusahaan tidak terasa, tidak seperti ketika pemegang saham utama adalah individu atau keluarga. Penelitian [23] Secara khusus, mengkaji pada satu ciri budaya tertentu – Individualisme – dimensi budaya yang terkait dengan pengambilan risiko dan terlalu percaya diri. Ditemukan hubungan positif antara Individualisme dan pengambilan risiko perusahaan.

b. Managerial ability dan dividend policy

Berkaitan dengan kemampuan managerial pada kebijakan dividen, penelitian [24] peneliti menggunakan ukuran baru yang dikembangkan oleh Demerjian et al. (2012) untuk memperkirakan seberapa efisien manajer menggunakan sumber daya perusahaan. Efisiensi manajer didefinisikan dalam hal output yang dihasilkan

manajer berdasarkan input yang tersedia di dalam perusahaan. Ditemukan bahwa hubungan antara MA dan kebijakan dividen terutama didorong oleh perusahaan non-negara sendiri dibandingkan dengan perusahaan milik negara, lebih umum untuk perusahaan yang tidak dibatasi secara finansial dengan neraca yang kuat dan lebih menonjol di bawah kelompok pasar tinggi dibandingkan dengan kelompok pasar rendah.

Penelitian [25] menguji pengaruh kemampuan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan. Selain. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kemampuan manajerial secara signifikan berhubungan positif dengan kebijakan dividen perusahaan, yang diproksikan dengan kecenderungan pembayaran dividen. Selain itu, hubungan positif antara kemampuan manajerial dan pembayaran dividen sangat menonjol di perusahaan dengan CEO profesional. Hasil ini menunjukkan bahwa CEO profesional memperkuat pengaruh positif kemampuan manajerial terhadap peningkatan pembayaran dividen.

Kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh kemampuan managerial perusahaan. Pada penelitian [26] menemukan bahwa menemukan bahwa manajer dengan kemampuan tinggi dikaitkan dengan kecenderungan yang lebih tinggi untuk pembayaran dividen. Peneliti menduga bahwa manajer berkemampuan tinggi menggunakan dividen untuk menyampaikan ke pasar informasi pribadi mengenai kemampuan mereka yang lebih besar dan insentif yang lebih kuat untuk menghasilkan kualitas pendapatan yang lebih tinggi.

c. *Behaviour dan dividen*

Dalam pembayaran dividen tidak terlepas dari perilaku perusahaan, apakah akan membayar dividen dalam kondisi apapun atau mempertimbangkan keengganan kerugian. Pada penelitian [27] menjelaskan kebijakan dividen di perusahaan Malaysia seringkali

tidak fleksibel karena sebagian besar perusahaan tidak mau memotong atau menghindari penghapusan dividen bahkan ketika pendapatan perusahaan sedang turun. Dari hasil yang diperoleh, penelitian ini menegaskan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan dan likuiditas merupakan penentu penting pembayaran dividen di Malaysia. Perusahaan yang diteliti tampaknya enggan untuk mengabaikan dividen bahkan ketika mereka menderita kerugian

Perilaku dalam pengambilan keputusan tidak terlepas dari adanya bias. bias perilaku mempengaruhi keputusan manajerial, dan semakin diakui bahwa ilmu perilaku penting untuk pemahaman kita tentang pengambilan keputusan ekonomi [28]. Pendukung keuangan perilaku berpendapat bahwa pembuat keputusan keuangan adalah manusia, sehingga mereka mengalami beberapa bias psikologis dalam proses pengambilan keputusan mereka dan keputusan ini memiliki efek pada kinerja perusahaan. Bias adalah istilah yang dimaksudkan untuk menjelaskan perilaku, penilaian atau kebiasaan yang dipengaruhi oleh berbagai macam prasangka atau anggapan. Studi sebelumnya tentang hubungan bias perilaku, keputusan keuangan jangka Panjang yaitu struktur modal dan kebijakan dividen, serta kinerja perusahaan [29] menggambarkan bahwa bias perilaku mempengaruhi kinerja perusahaan sebagai manajer mengambil keputusan di bawah pengaruh perasaan pribadi.

Cluster 4. Asimetri informasi dan kebijakan dividen

Literatur ekonomi keuangan mendokumentasikan hubungan kausal antara tingkat asimetri informasi dalam perusahaan dan kebijakan dividennya. Namun demikian, hubungan ini mengalami masalah endogenitas yang timbul dari kausalitas terbalik dan bias variabel yang dihilangkan. [30] dalam penelitiannya ingin menguji bagaimana kebijakan dividen bereaksi terhadap perubahan informasi asimetris dalam setting penelitian eksogen. Hasilnya menunjukkan

bahwa, dibandingkan dengan perusahaan Inggris, perusahaan AS meningkatkan pembayaran dividen mereka menyusul pengurangan informasi asimetris sebagai akibat dari berlakunya SOX.

Sedangkan penelitian [31] bertujuan untuk menguji hubungan antara asimetri informasi dan kepemilikan pemerintah terhadap kebijakan dividen. Asimetri informasi diukur dengan menggunakan bid-ask spreads, sedangkan kepemilikan pemerintah diukur dengan menggunakan jumlah saham pemerintah dibagi jumlah saham beredar dikalikan 100%. Hasil penelitian menunjukkan bahwa asimetri informasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, dan interaksi asimetri informasi dan kepemilikan pemerintah memoderasi kebijakan dividen.

Cluster 5. *Social capital* dan *dividend policy*

Studi terbaru menemukan bahwa nilai-nilai nonmoneter seperti budaya, norma, atau agama mempengaruhi kebijakan pembayaran perusahaan. [32] dalam penelitiannya memperkenalkan faktor “modal sosial” dan menguji pengaruhnya terhadap keputusan untuk membayar dividen. Saya berpendapat bahwa modal sosial mempengaruhi kebijakan dividen melalui dua saluran: secara langsung dengan mempengaruhi perilaku dan secara tidak langsung dengan mengurangi biaya peluang. Pertama, di wilayah dengan modal sosial yang tinggi, dewan lebih baik melayani preferensi investor untuk dividen “di tangan”. Kedua, modal sosial mengurangi biaya modal yang kemudian menurunkan insentif untuk menimbun uang tunai untuk alasan keamanan, yang dengan demikian meningkatkan insentif untuk membayar dividen. Peneliti menemukan hubungan positif antara modal sosial dan dividen, dan hubungan ini lebih kuat untuk perusahaan dengan tata kelola yang lemah.

Kluster 6. *Control Family, Family firm, Family Ownership* dan kebijakan dividen

Perusahaan keluarga, dengan karakteristik yang berbeda dalam bisnis global memainkan peran penting. Di sisi lain, peningkatan keunggulan bisnis keluarga dalam ekonomi global, penelitian dan studi kepemilikan keluarga, telah menarik lebih banyak perhatian peneliti dan karakteristik yang berbeda dari kepemilikan keluarga dan kebijakan organisasi perusahaan keluarga telah dipelajari. Penelitian yang berfokus pada kepemilikan keluarga, kontrol keluarga, dan CEO keluarga di antara berbagai karakteristik perusahaan keluarga dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen telah dilakukan oleh [33]. Temuan menunjukkan bahwa apapun kepemilikan satu atau dua anggota keluarga di perusahaan meningkat, dividen perusahaan menurun. Juga, kendali satu atau dua anggota keluarga di perusahaan meningkat, dan orang-orang ini memiliki setidaknya 50% saham di perusahaan, jumlah dividen berkurang.

Penelitian [34] juga menunjukkan bahwa kontrol keluarga memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap pembayaran dividen, hasil dividen dan kemungkinan untuk membayar dividen. Dari perspektif teori agensi, temuan ini konsisten dengan argumen bahwa pemegang saham pengendali keluarga lebih memilih yang lebih rendah dividen, untuk menjaga arus kas yang berpotensi dapat mengambil alih (terjadi pengambilalihan). Penelitian [35] juga membahas dampak kontrol keluarga pada kebijakan dividen perusahaan di Pakistan, yang menunjukkan bahwa perusahaan keluarga berbeda dari perusahaan non-keluarga berdasarkan karakteristik keuangan. Perusahaan keluarga membayar dividen lebih rendah daripada perusahaan non-keluarga. Selain itu, ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan kebijakan dividen,

Senada dengan itu terkait family ownership, beberapa penelitian telah dilakukan tentang pengaruh bisnis yang dikendalikan

keluarga terhadap pembayaran deviden atau kebijakan dividen [36]; [37]; [38]; dan [34].

Namun berbeda pada penelitian [39] yang bertujuan untuk mengetahui peran Komisaris Independen dalam mengontrol pengaruh karakteristik bisnis milik keluarga terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa karakteristik bisnis milik keluarga berpengaruh positif terhadap dividen. Komisaris Independen mampu mengendalikan pengaruh karakteristik bisnis keluarga terhadap kebijakan dividen. Komisaris Independen berperan dalam mengurangi pengaruh positif karakteristik usaha milik keluarga terhadap dividen.

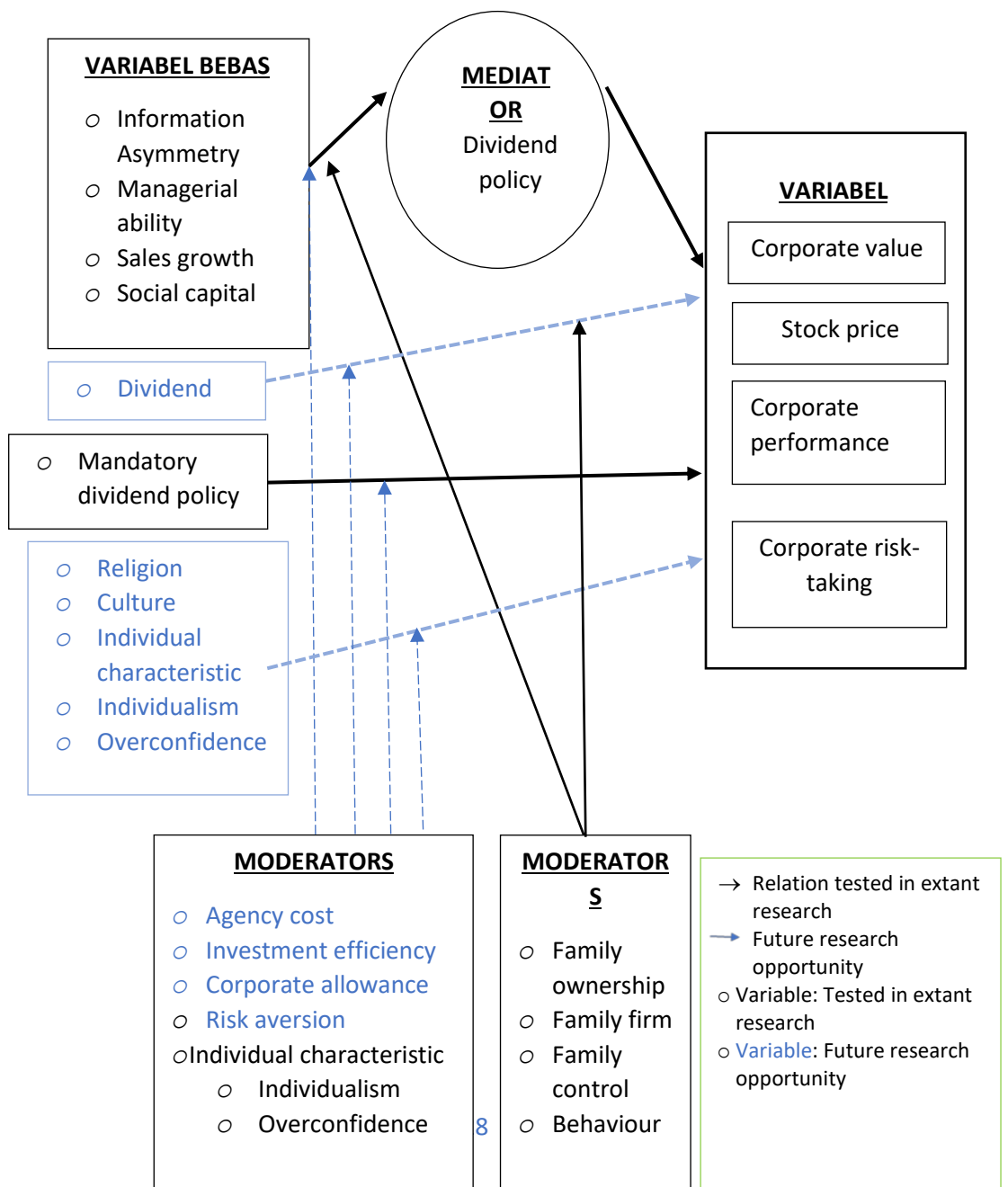
Selain itu, perusahaan yang dikendalikan keluarga yang diprofesionalkan membayar dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham mereka daripada perusahaan yang kurang profesional [40], pembayaran dividen perusahaan keluarga lebih tinggi dari non keluarga [41], kompensasi manajemen yang diberikan lebih tinggi perusahaan keluarga setelah mengendalikan mekanisme peningkatan kontrol. [42].

Berdasarkan uraian cluster-cluster diatas, gambar 4 berikut ini menggambarkan skema pengembangan model yang bisa dikembangkan pada penelitian-penelitian selanjutnya.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis menggunakan Systematic Literature Review (SLR), hasilnya ditemukan enam cluster tema yang dapat dikembangkan menjadi model baru penelitian. Enam cluster tersebut yaitu: 1) Sales growth, dividen dan nilai perusahaan; 2) Mandatory dividend policy dan biaya keagenan; 3) Corporate risk tasking, agama, karakteristik individu dan budaya; Managerial ability dan dividend policy; Behaviour dan dividend policy; 4) Asimetri informasi dan kebijakan dividen; 5) Social capital dan dividend policy; 6) Control

Family, Family firm, Family Ownership dan kebijakan dividen. Dari enam cluster tema tersebut maka dikembangkan menjadi suatu model baru untuk penelitian dimasa datang baik penelitian menggunakan kuantitatif, kualitatif maupun campuran (gambar 4). Diharapkan tulisan ini bisa menjadi inspirasi dalam mengembangkan penelitian tentang kebijakan dividen dan dapat bermanfaat untuk menambah khasanah literatur baru dari literatur yang sudah ada.



Gambar 4 Model untuk penelitian saat ini dan masa depan tentang kebijakan dividen

Referensi

- [1] Miller MH, Modigliani F. DIVIDEND POLICY, GROWTH, AND THE VALUATION OF SHARES. *J Bus* 1961;34:411–33.
- [2] Hafeez MM, Shahbaz S, Iftikhar I, Butt HA, Mohsin MH, Sadia S, et al. Impact of Dividend Policy on Firm Performance: Evidence from the Manufacturing firms in Pakistan. *Int J Adv STUDY Res Work* 2018.
- [3] Sutomo H, Budiharjo R. The Effect of Dividend Policy and Return on Equity on Firm Value. *Int J Acad Res Accounting, Financ Manag Sci* Vol 9, No3 2019:211–220. [https://doi.org/\(DOI: 10.6007/IJARAFMS/v9-i3/6364\)](https://doi.org/(DOI: 10.6007/IJARAFMS/v9-i3/6364)).
- [4] Geetha D, Karthika A. Impact of dividend policy on firm value of select steel companies in India. *Int J Appl Res* 2017.
- [5] Lumapow LS, Tumiwa RAF. The effect of dividend policy, firm size, and productivity to the firm value. *Res J Financ Account* Vol8, No22 2017.
- [6] Lawrence E, Kingsley O, Priscilla I. Dividend Policy Determinants of Firm Value in Nigeria. *Acad J Digit Econ Stab* 2021:11–22.
- [7] Murimi K V, Mungai J. Dividend policy and financial performance of insurance companies listed in Nairobi securities exchange, Kenya. *Int Acad J Econ Financ* 3(6) 2021:405–22.
- [8] Suharmanto A, Widiyanti HM, Taufik H. Analysis of Financial Performance and Opportunity of Investment on Dividend Policy with Profitability As Moderating Variable in LQ45 Company Listed In Indoenesia Stock Exchange. *Int J Sci Res Eng Dev* Vol 2 Issue 1 2019.
- [9] Hillary SB. Moderating Effect of Good Corporate Governance Toward Impact of Financial Performance on Dividend Policy in Indonesia Most Trusted Companies 2011–2015. *Palarch's J Archaeol Egypt/Egyptology* 2020;17.

- [10] Bag A, Dani A. Funding Decisions and Dividend Policies on Financial Performance. *Am Int J Bus Manag* 2018.
- [11] Emekekwe P. *Corporate Financial Management*. 6th ed. Kinshasa: African Bureau of Educational Sciences; 2018.
- [12] Tranfield D, Denyer D, Smart P. Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *Br J Manag* 2003;14:207–22. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>.
- [13] Kesuma A. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia | *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. *J Manaj DAN KEWIRAUSAHAAN* 2009:38–45.
- [14] Rakasiwi FW, Pranaditya A, Andini R. Pengaruh Eps, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, *Leverage*, Sales Growth Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Makanan Dan Minuman yang terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2010-2015. *Ekon Dan Bisnis-Akuntansi* 2017.
- [15] Liviani R, Rachman YT. The influence of *leverage*, sales growth, and dividend policy on company value. *Int J Financ Accounting, Manag* 2021;3:165–178. <https://doi.org/https://doi.org/10.35912/ijfam.v3i2.189>.
- [16] Kustinah S. The Influence of Earnings Per Share, Sales Growth, Dividend Policy, Investation Decision and Capital Structure on Stockprice. *Influ Int J Sci Rev* 2022;4:145–58. <https://doi.org///doi.org/10.54783/influence.v4i1.240>.
- [17] Hailin Q, Jingxu Z. Can mandatory dividend policy reduce the agency cost of listed companies? Model analysis and empirical test in china. *Copernican J Financ Account* 2019.
- [18] QIN H, PAN L. Mandatory Dividend Policy, Forced Effect and Corporate Performance — — Empirical Test Based on DID Model.

- Mod Financ Econ Tianjin Univ Financ Econ 2019.
- [19] Liu B. Semi-mandatory Dividend Policy and Investment Efficiency: Evidence from Listed Companies in China. *J Appl Financ Bank* 2022.
- [20] Liu L, Shu H. Mandatory Dividend Policy and Perk Consumption: Evidence from State-Owned Business Group in China. *J Int Financ Mark Institutions Money* 2022.
- [21] Çolak G, Korkeamäki T. CEO mobility and corporate policy risk. *J Corp Financ* 2021;69:102037. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102037>.
- [22] Díez-Esteban JM, Farinha JB, García-Gómez CD. Are religion and culture relevant for corporate risk-taking? International evidence. *BRQ Bus Res Q* 2019;22:36–55. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.06.003>.
- [23] Frijns B, Hubers F, Kim D, Roh T-Y, Xu Y. National culture and corporate risk-taking around the world. *Glob Financ J* 2022;52:100710. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100710>.
- [24] Sarwar B, Kutan A, Ming X, Husnain M. How do talented managers view dividend policy? Further evidence from Chinese equity market. *Int J Emerg Mark* 2019;15:559–86. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0179>.
- [25] Park SY, Song Y. The effect of managerial ability on a firm's dividend policy: Evidence from Korea. *Int J Entrep* 2019.
- [26] Park SY, Song Y. The effect of managerial ability on a firm's dividend policy: Evidence from Korea. *Int J Entrep* 2019;23.
- [27] Qammar R, Ibrahim Y, Alam MM. Dividend Payment Behaviour: Evidence from Malaysia. *Asian J Multidiscip Stud* 5(3) 2017:37–46.
- [28] Kahneman, Daniel and Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica* 1979;47:263–92.
- [29] Zia-ur-Rehman M. Impact of behavioral biases on long term

- financial decisions and corporate Performance: an evidence from non-financial sector of Pakistan. NICE Res J 2017.
- [30] Harakeh M, Matar G, Sayour N. Information asymmetry and dividend policy of Sarbanes-Oxley Act. *J Econ Stud* 2020;47:1507–32. <https://doi.org/10.1108/JES-08-2019-0355>.
- [31] Azis M, Amalia S, Darma DC. Information asymmetry, government ownership, and dividends from the building construction from Indonesia. *J Sci Pap «Social Dev Secur* 2020;10:3–8.
<https://doi.org/https://doi.org/10.33445/sds.2020.10.6.1>.
- [32] Davaadorj Z. Does social capital affect dividend policy? *J Behav Exp Financ* 2019;22:116–28.
<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.02.010>.
- [33] Nasab VB, RAHMANI H, ... The Effect of Ownership, Control and CEO of the Family on Dividend Policy. *J Account Soc Interes* 2018.
- [34] Setia-Atmaja L. The impact of family control on dividend policy: Evidence from Indonesia. *Int Res J Bus Stud* 2017;9:147–56.
- [35] Tran C, Sutton E. Influential Article Review-How Families Drive Decisions on Dividends. *J Account Financ* 2019.
- [36] Miqdad M, Setiawan R. Family Control, Profitability, Dividend Payment Rate, and Foreign Ownership Moderation. *Int J Innov Creat Chang* 2020;13.
- [37] Rochana A, Wijayanto A. The Influence Of Family Controlled, Family Leadership And Profitability To Dividend Policy. *Manag Anal J* 2018.
- [38] Belda-Ruiz M. Influence of family-centered goals on dividend policy in family firms: A socioemotional wealth approach. *Int Entrep Manag J* 2021. <https://doi.org/10.1007/s11365-021-00741-x>.
- [39] Hasnawati S, Hendrawaty E. Do Independent Commissioners

Control the Effect of Family-Owned Business Characteristics on Dividend Policy? A Study in Indonesian Manufacturing Companies. *Int J Environ Sustain Soc Sci* 2021.

- [40] Michiels A, Uhlaner L, Dekker J. The effect of family business professionalization on dividend payout. *J Small Bus Enterp Dev* 2017;24:971–90. <https://doi.org/10.1108/JSBED-01-2017-0023>.
- [41] Soler IP, Gemar G, Guerrero-Murillo R. Family and non-family business behaviour in the wine sector: A comparative study. *Eur J Fam Bus* 2017;7:65–73. <https://doi.org/10.1016/j.ejfb.2017.11.001>.
- [42] Wang H-D, Lin C-H, Cho C-C. The dark and bright sides of agency problems: Evidence from insider compensation of family pyramidal firms. *Asia Pacific Manag Rev* 2020;25:122–33. <https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2018.09.001>.

KEBIJAKAN DIVIDEN : SISTEM PEMBAGIAN KEUNTUNGAN BAGI PEMODAL DAN PENGELOLA USAHA UMKM

Erna Retno Rahadjeng

erna.retna.2104139@students.um.ac.id

Abstrak

Pembayaran Dividen kepada para pemegang saham bergantung pada masing-masing kebijakan perusahaan, sehingga manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan lebih serius lagi. Kebijakan dividen memiliki peran penting dalam menentukan nilai perusahaan. Dalam pengambilan keputusan yang terkait dengan kebijakan dividen merupakan sebuah keputusan perusahaan dalam pembagian dividen, apakah laba yang dimiliki perlu dibagi ke investor atau pemegang saham dalam bentuk dividen tunai atau bahkan laba sebaiknya disimpan sebagai laba ditahan dengan tujuan untuk pembiayaan investasi di masa akan datang. Sistem bagi hasil merupakan salah satu bentuk perjanjian yang dilakukan investor dengan pengusaha dalam mendapatkan keuntungan atau laba perusahaan. Sebagai badan usaha yang masih kecil, UMKM bisa saja tidak melakukan pembayaran dividend kepada para investor secara teratur. UMKM lebih membutuhkan laba atau profitnya untuk diinvestasikan kembali dengan tujuan pertumbuhan atau pengembangan bisnis. Seiring perkembangan UMKM maka pengusaha perlu memperhitungkan adanya pembagian hasil untuk investor dan rekan kerja yang terlibat langsung dalam pengelolaan bisnis. Ada 3 metode yang bisa digunakan dalam pembagian hasil pada UMKM antara lain: *Profit sharing*, *gross profit sharing* dan *revenue sharing*. Pembagian hasil dengan pendekatan *revenue sharing* lebih tepat dilakukan UMKM, karena berdasarkan pendapatan yang diterima setelah dikurangi dengan biaya -biaya baru sisanya akan diabgikan sebagai dividen kepada investor.

Kata Kunci : Dividen, UMKM, Bagi Hasil, *Profit sharing*, *gross profit sharing* dan *revenue sharing*

Pendahuluan

Pembagian sebagian dari laba perusahaan yang dibagikan ke pemegang saham atau investor disebut Dividen. Pembayaran dividen tergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga diperlukan pertimbangan yang lebih serius dari pihak manajemen perusahaan. Dividen akan dibagikan ke pemegang saham atau investor apabila perusahaan menghasilkan pendapatan atau laba yang besar dan cukup untuk membayar dividen sehingga dewan direksi menganggap perusahaan layak untuk mengumumkan dividen. Dalam hal ini adanya kebijakan pembagian dividen mempunyai peran penting untuk menentukan nilai perusahaan. Pemegang saham atau investor menganggap dividen sebagai sinyal yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan pendapatan.

Selama ini Besaran nilai dividen dan waktu pembayaran dividen didasarkan pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Beberapa jenis dividen yang akan dibagikan antara lain yaitu : 1. Dividen Kas (*Cash Dividend*) merupakan dividen yang dibayarkan ke investor secara tunai; 2. Dividen Aktiva Selain Kas (*Property Dividend*), Merupakan pembayaran dividen melalui aktiva atau *asset* selain kas. Hal ini dilakukan karena perusahaan terkadang mengalami kekurangan kas untuk membayar dividen tunai. Metode ini jarang dilakukan karena rumit, dan tidak disukai oleh pemegang saham. 3. Dividen Hutang (*Scrip Dividend*), merupakan dividen yang dibayarkan dengan cara penulisan surat janji hutang perusahaan kepada pemegang saham. 4. Dividen Likuidasi adalah sama dengan pengembalian modal dari perusahaan kepada pemilik saham. 5. Dividen Saham yaitu pembagian hasil atau dividen yang dirupakan dalam bentuk saham.

Dividen perusahaan dibagikan kepada investor ditentukan berdasarkan kebijakan dividen yang ditentukan oleh RUPS. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen diantaranya *profitabilitas*, *likuiditas*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan. Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan yang harus diambil perusahaan terkait dengan laba yang diperoleh untuk dibagikan kepada pemegang saham atau investor, hal ini pihak perusahaan harus bisa memutuskan apakah laba akan

dibagikan semua kepada pemegang saham atau investor dalam bentuk dividen tunai atau laba sebaiknya disimpan sebagai laba yang ditahan untuk pembiayaan dan pengembangan investasi di masa yang akan datang. Sundjaja dan Barlian (2010) mendefinisikan laba ditahan merupakan pendapatan yang tidak dibagikan sebagai dividen tunai karena merupakan bentuk pembiayaan intern[1]. Pembagian dividen yang dilakukan akan mengurangi laba ditahan perusahaan, sehingga pembagian dividen harus tepat agar perusahaan tidak mengalami kerugian.

Pembahasan

Sistem Dividen Bagi UMKM

Perkembangan perusahaan yang semakin besar dan menghasilkan serta memiliki profit atau laba yang besar, maka perusahaan perlu melakukan pembayaran dividend atau pembagian laba secara teratur. Namun bagaimana pengelolaan laba usaha yang telah diperoleh UMKM? Sebagai badan usaha, bisa saja UMKM tidak menawarkan pembagian laba atau dividend secara teratur kepada para investor. Sebab UMKM pada awal pengembangan bisnisnya lebih membutuhkan biaya operasional dalam jumlah yang besar tetapi hanya mendapatkan profit atau laba rendah, sehingga tidak memungkinkan untuk membagi dividend. Pada dasarnya UMKM lebih memanfaatkan profit atau laba yang diperoleh untuk bisa diinvestasikan kembali ke usahanya dengan tujuan pengembangan dan pertumbuhan bisnis. Atas dasar situasi ini, maka UMKM sebaiknya lebih spesifik mengatur skema pembayaran dividen yang terbaik dengan para pemegang saham atau rekan kerjanya.

Bagi Hasil

Bagi hasil merupakan pembagian hasil usaha yang dilakukan kedua belah pihak antara pemilik dana dan pengelola dana. Sistem bagi hasil merupakan bentuk perjanjian yang dilakukan pengusaha dengan investor untuk mendapatkan laba atau keuntungan. Hal tersebut harus ada kontrak kerja atau perjanjian kerja sama antara kedua belah pihak, jika perusahaan nantinya mendapatkan keuntungan, maka akan dilakukan pembagian dari hasil keuntungan tersebut. Tidak hanya keuntungan saja yang dibagi, tetapi juga sebaliknya apabila bisnis tersebut mengalami kerugian, maka kedua

pihak juga harus menanggung kerugian secara bersama sesuai dengan yang telah disepakati. Rasio atau tingkat prosentasi angka pembagian laba dan kerugian ditentukan dalam perjanjian bagi hasil yang dilakukan oleh kedua pihak.

Bagi hasil juga merupakan bentuk perjanjian kerja sama antara investor dan manajer modal (pengusaha) dengan melakukan kegiatan bisnis ekonomi, dan di antara mereka, keuntungan diperoleh dalam bisnis. Ukuran akuisisi tergantung pada hasil bisnis aktual yang terjadi[2]. Bagi hasil juga dapat didefinisikan sebagai suatu sistem yang meliputi tata cara pembagian hasil usaha antara penyedia dana dan pengelola dana[3]. Dari beberapa definisi di atas maka dapat disimpulkan bahwa Bagi hasil adalah bentuk perjanjian kerja sama antara pemodal (investor) dan pengelola modal (*Entrepreneur*) dengan menjalankan kegiatan usaha ekonomi, keduanya akan terikat kontrak dalam usaha tersebut jika mendapat keuntungan akan dibagi kedua belah pihak sesuai dengan kontrak kesepakatan pada awal perjanjian dan begitu juga jika usaha mengalami kerugian akan ditanggung secara bersama sesuai porsi masing-masing.

Sebagai pengusaha, seharusnya mengetahui dan memahami cara pembagian keuntungan dengan sistem bagi hasil. Sistem bagi hasil merupakan sistem yang saling menguntungkan dan tidak terlalu sulit untuk diaplikasikan dan dijalankan. Sistem pembagian hasil dari keuntungan yang diperoleh merupakan salah satu perjanjian yang harus dilakukan pengusaha/pengelola dengan investor atau pemilik dana. Begitu pula sebaliknya bila ternyata bisnis mengalami kerugian, maka kedua belah pihak harus menanggungnya bersama sesuai kontrak kerja.

Karakteristik Bagi Hasil

Di dalam bagi hasil memiliki karakteristik sebagai berikut: (1) Persentase dimana Nisbah bagi hasil harus dinyatakan dalam persentase (%), bukan dalam nominal uang tertentu; (2) Bagi untung dan bagi rugi. Pembagian keuntungan berdasarkan nisbah yang telah disepakati, sedangkan pembagian kerugian berdasarkan porsi modal masing-masing pihak; dan (3) Jaminan. Artinya Jaminan yang diminta terkait dengan karakter risiko yang dimiliki pengelola karena jika kerugian diakibatkan

keburukan karakter pengelola, maka yang menanggung adalah pengelola tersebut; (4) Besaran Nisbah. Menunjukkan Angka besaran nisbah bagi hasil sebagai hasil tawar-menawar yang dilandasi kata sepakat dari pihak pemodal dan pengelola dan; (5) Cara Menyelesaikan Kerugian. Jika terjadi kerugian, maka akan ditanggung dari keuntungan terlebih dahulu karena keuntungan merupakan pelindung modal. Tapi, jika kerugian melebihi keuntungan, maka diambil dari pokok modal.

Pada dasarnya pembagian hasil dengan penerimaan bunga sangat berbeda bagi seorang investor. Dalam sebuah investasi investor berharap akan mendapatkan keuntungan, misalnya bila investor berinvestasi di Lembaga keuangan seperti Bank, dia akan mendapatka bunga bank sesuai dengan ketentuan yang ada. Dan bila investor berinvestasi selain bank misalnya membeli surat berharga atau melakukan Kerjasama dalam suatu usaha, maka investor tersebut akan mendapatkan Sebagian dari keuntungan tersebut yaitu berupa dividen atau bagi hasil usaha. Berikut perbedaan antara bunga dan Bagi hasil adalah;

Perbedaan Bunga dan Bagi Hasil

SISTEM BUNGA	SISTEM BAGI HASIL
Penentuan bunga dibuat pada waktu akad dengan asumsi harus selalu untung	Penentuan besarnya rasio/ nisbah bagi hasil dibuat pada waktu akad dengan berpedoman pada kemungkinan untung rugi
Besarnya persentase berdasarkan pada jumlah uang (modal) yang dipinjamkan	Besarnya rasio bagi hasil berdasarkan pada jumlah keuntungan yang diperoleh
Pembayaran bunga tetap seperti yang dijanjikan tanpa pertimbangan apakah proyek yang dijalankan oleh pihak nasabah untung atau rugi	tergantung pada keuntungan proyek yang dijalankan. Bila usaha merugi, kerugian akan ditanggung bersama oleh kedua belah pihak.

Jumlah pembayaran bunga tidak meningkat sekalipun jumlah keuntungan berlipat atau keadaan ekonomi sedang "booming"	Jumlah pembagian laba meningkat sesuai dengan peningkatan jumlah pendapatan.
Eksistensi bunga diragukan (kalau tidak dikecam) oleh beberapa kalangan	Tidak ada yang meragukan keabsahan bagi hasil

Sumber: <https://tirto.id/perbedaan-bunga-bank-konvensional-dan-bagi-hasil-bank-syariah-etqm>

Jenis-Jenis Sistem Bagi Hasil

Ada 3 jenis system bagi hasil yang akan digunakan dalam pembagian keuntungan usaha yaitu;

1. Sistem Pembagian Laba Kotor (*Gross Profit Sharing*)

Sistem pembagian laba kotor atau gross profit sharing merupakan cara menghitung perolehan laba dari jumlah pendapatan dikurangi dengan harga pokok penjualan suatu produk. Namun dari perhitungan laba tersebut masih belum dikurangi dengan biaya lainnya seperti biaya pemasaran, pajak, biaya administrasi, dan lainnya. Sehingga diperlukan ketelitian perusahaan dalam menghitung biaya operasional agar tidak salah dalam menentukan laba usaha.

Untuk mengurangi dari kesalahan dalam menghitung keuangan usaha dan ditambah dengan kesibukan yang mungkin tidak sempat untuk melakukan pencatatan dalam pembukuan dengan baik, maka dapat menggunakan jasa pembukuan yang ada dengan biaya terjangkau. Pembukuan akan dikerjakan oleh profesional berpengalaman dalam bidang akuntansi.

2. Sistem Pembagian Profit (*Profit Sharing*)

Sistem pembagian atau profit sharing merupakan sebuah keuntungan dari sistem bagi hasil dari jumlah pendapatan yang diperoleh dari suatu usaha/bisnis. Dalam hal ini hasil pendapatan yang diperoleh akan dikurangi dengan biaya operasional atau produksi. Sehingga hasil yang diperoleh dari perhitungan tersebut adalah laba nersih atau keuntungan

bersih. Untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar akan membuat bisnis menjadi lebih berkembang. Agar sebuah bisnis lebih berkembang sebaiknya pengusaha juga perlu menentukan break even poin (BEP) dalam menganalisis banyaknya jumlah unit yang akan di produksi atau sebanyak apa uang yang harus diterima untuk mendapatkan titik impas atau kembali modal. BEP sangat diperlukan dalam merencanakan laba usaha agar nantinya bisa menghitung seberapa dana yang akan dibagikan ke investor sebagai dividen atau bagi hasil[4].

3. Pembagian Revenue (*Revenue Sharing*)

Revenue sharing atau pembagian revenue merupakan jenis pendapatan yang berlaku dalam sistem perbankan. Pembagian revenue dihitung dari total pendapatan pengelolaan dana tetapi masih belum dikurangi dengan biaya operasional dan komisi. Sistem pembagian revenue merupakan hasil dari pendapatan yang berlaku pada sistem perbankan, karena belum dikurangi oleh biaya operasional dan juga komisi. Umumnya sistem perbankan hanya menerapkan pembagian laba bersih pada debitur atau kreditur.

Jenis usaha

Ada dua jenis usaha yang dikenal selama ini, antara lain adalah jenis usaha yang berbadan hukum atau memiliki ijin usaha secara legal dan ada jenis usaha yang belum berbadan hukum. Berikut penjelasan keduanya;

1. Jenis usaha yang sudah berbadan hukum seperti Firma (Fa), CV dan Perseroan terbatas (PT), sudah memiliki aturan yang jelas mengenai cara bagi hasil keuntungan usaha yang tertuang dalam anggaran dasar perusahaan. Dalam PT aturan tersebut sudah tertulis jelas dalam akta pendirian perusahaan, sehingga perusahaan tersebut langsung bisa menentukan dividen dari laba yang diperolehnya.
2. Usaha yang belum berbadan Hukum atau hanya memiliki surat ijin usaha, maka cara bagi hasil keuntungan usaha untuk perusahaan belum berbadan hukum bisa ditentukan atas dasar kontrak atau perjanjian kersama yang telah disepakati Bersama. Ada beberapa

ketentuan yang dilakukan Perusahaan yang hanya memiliki rekan kerja dalam mengelola dan menjalankan bisnisnya.

Pada dasarnya perusahaan yang tidak berbadan hukum, Rekan Bisnis dapat di bedakan ke dalam tiga golongan antara lain,

- a. **Pemberi modal sekaligus Rekan kerja:** merupakan rekan kerja yang tidak hanya memberikan modal saja tetapi sekaligus terlibat dalam mengurus usaha secara bersama, sehingga Rekan kerja jenis ini disebut dengan **rekan kerja aktif**.
- b. **Pemberi modal (dalam bentuk saham):** merupakan rekan kerja yang hanya memberikan modal saja (Investor) dalam bentuk saham dan tidak terlibat dalam pengelolaan usaha, maka Rekan kerja seperti ini disebut dengan **investor** atau **penyandang dana**.
- c. **Pemberi modal (dalam bentuk utang):** merupakan rekan kerja yang hanya memberikan dana dalam bentuk utang usaha (ada pokok utang, bunga dan waktu jatuh tempo), sehingga dana tersebut merupakan pinjaman yang diberikan rekan kerja kepada pengelola usaha. Rekan kerja jenis ini dikenal dengan istilah kreditur.

Cara Menghitung Keuntungan Bagi Hasil Pemodal Dan Pengelola Usaha

Dengan adanya penggolongan rekan kerja yang disebutkan diatas, maka bagi UMKM perlu memperhitungkan pembagian hasil usaha sesuai dengan proporsi masing-masing. Berikut pembagian keuntungan antara pemodal dan pengelola usaha.

1. Pemodal Sekaligus Rekan Kerja

Sistem bagi hasil yang pertama merupakan Kerjasama antara pengelola usaha dengan pemodal yang sekaligus rekan kerja. Jika modal usaha dilakukan secara patungan untuk mengelola bisnis bersama dengan teman bisnis, maka sistem bagi hasil sangat mungkin terjadi. Rekan kerja aktif dalam membantu mengelola usaha di sebut juga sebagai karyawan, sehingga, Ia juga berhak mendapatkan dua penghasilan, yakni dividen atau bagi hasil keuntungan dari modal yang ditanamkan dan juga m,endapatkan gaji sebagai karyawan dari hasil kerjanya. Dividen atau

keuntungan bersih didapatkan setelah dipotong investasi kedepan dan biaya operasional.

Pembagian keuntungan juga disesuaikan oleh besar persentase modal yang ditanamkan di awal oleh masing-masing pemilik modal sesuai kontrak kerja masing-masing.

2. Pemodal dalam Bentuk Saham

Sistem investasi pemodal yang kedua dalam membiayai usaha dalam bentuk saham sering disebut sebagai **investor**. Dimana investor hanya memberikan sejumlah dana sebagai modal dan tidak ikut terlibat langsung dalam kegiatan operasional. Sehingga dalam pembagian keuntungan pada sistem bagi hasil ini yaitu pengelola usaha akan mendapatkan gaji bulanan serta dividen. Sementara pemodal hanya mendapat penghasilan dari dividen saja. Sebelum memulai bisnis, kedua pihak harus membuat kesepakatan terlebih dahulu mengenai berapa persen pembagian untuk masing-masing dividen yang akan dibagikan.

3. Pemodal dalam Bentuk Hutang

Bagaimana cara bagi hasil usaha pemodal dan pengelola dalam bentuk ini? Yaitu pemodal hanya memberikan uang sebagai pinjaman usaha kepada pengelola usaha.

Pemodal jenis ini biasa menyebut dirinya sebagai **kreditur**. Seorang kreditur posisinya hampir sama dengan investor dalam sebuah bisnis, yaitu hanya sekedar memberikan modal dan tidak terlibat dalam pengelolaan usaha. Yang membedakan adalah kreditur memberikan modal dalam bentuk hutang. Status modal merupakan hutang usaha dan tidak ada keterikatan antara pengelola bisnis dan kreditur. Sehingga pengelola wajib melakukan pelunasan sesuai dengan perjanjian awal dan seberapa banyak pun dividennya tidak berpengaruh pada pembayaran hutang kemudian.

Begitu juga pada saat bisnis dalam kondisi terpuruk atau bangkrut, kreditur tidak bisa dilibatkan sehingga pengelola bisnis yang harus tetap menjalani kewajiban untuk membayar hutang-hutangnya sesuai dengan jatuh tempo. Jika melewati jatuh tempo yang sudah di sepakati, maka resiko bunga yang harus dibayarkan semakin bertambah, maka pengelola bisnis harus mampu menghadapinya sendiri.

Review Jurnal

No	Nama Dan Judul	Tujuan Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1	Matthias Strifler (2018) Profit sharing and firm profitability The differential impact of underlying firm profitability on the wage-profit elasticity https://doi.org/10.1108/JPEO-02-2018-0007 [5]	Tujuan dari makalah ini untuk menguji bagaimana pembagian keuntungan tergantung pada profitabilitas yang mendasari perusahaan. Lebih tepatnya, dimotivasi oleh penelitian teoretis tentang upah yang adil dan pasar tenaga kerja serikat, pembagian keuntungan diperkirakan untuk enam kategori profitabilitas yang berbeda: positif, meningkat, positif dan meningkat, negatif, menurun dan negatif atau menurun.	Makalah ini meng-eksplorasi kumpulan data majikan-karyawan terkait berkualitas tinggi yang mencakup alam semesta pekerja dan perusahaan Finlandia. Endogenitas profitabilitas dan self-selection perusahaan dalam kategori profitabilitas yang berbeda dicatat oleh pendekatan variabel instrumental. Struktur panel data digunakan untuk mengontrol heterogenitas yang tidak teramati (mantra dan efek tetap individu).	Keuntungan dibagi jika perusahaan menguntungkan atau menjadi lebih menguntungkan. Elastisitas upah-laba bervariasi antara 0,03 dan 0,13 di perusahaan tersebut. Namun, keuntungan tidak dibagi jika perusahaan merugi atau menjadi kurang menguntungkan. Tidak ada penyesuaian upah ke bawah.
2	Anna Siekelova, Maria Kovacova, Peter Adamko, Vojtech Stehel, (2019) Profit management as an instrument for SMEs developing: The case for Slovakia http://doi.org/10.21272/mmi.2019.3-22 [6]	Tujuan dari makalah adalah analisis profit dan identifikasi indikator profit taking utama. Analisis keuntungan dan identifikasi indikator pengambilan keuntungan utama	Analisis profitabilitas dilakukan dengan menggunakan metode statistik deskriptif. memilih kategori keuntungan individu sebagai indikator dasar profitabilitas serta indikator profitabilitas terpilih yang didefinisikan di bawah ini. Koefisien korelasi Pearson dan ANOVA satu arah digunakan untuk menguji hubungan antara indikator yang dipilih dan keuntungan yang dicapai.	Dengan menggunakan statistik kami mengkonfirmasi adanya hubungan yang signifikan secara statistik antara indikator laba EAT dan sektor di mana perusahaan melakukan bisnis; klasifikasi perusahaan (mikro, kecil dan menengah), biaya modal, total aset dan waktu pengumpulan rata-rata. Tidak ada hubungan yang signifikan secara statistik antara indikator keuntungan EAT dan wilayah tempat perusahaan melakukan bisnis

Kesimpulan

Setiap perusahaan yang ada memiliki berbagai macam alasan bagaimana mereka membayar Dividend pada investor. Umumnya, pembayaran Dividend kepada investor diharapkan bisa menjadi suatu bentuk penghargaan atas kepercayaan investor dalam berinvestasi pada perusahaan. Hal ini penting agar ke depannya pembayaran Dividend bisa menciptakan *image* positif bagi perusahaan di mata para investor sehingga dana investasi terus dialirkan oleh investor.

UMKM juga perlu mempertimbangkan sistem Dividend dalam pembayaran investasi yang diberikan ke investor. Bila system dividen diberlakukan, maka UMKM harus memikirkan bagaimana caranya bisa dapat membagi dividennya ke investor karena pengeola usaha tidak perlu lagi membayar bunga pinjaman, metode pembayaran Dividend juga tak dikenakan pajak. Bahkan sangat Menguntungkan, bagi UMKM. Selain itu pengelola UMKM tidak perlu khawatir bila profit belum cukup untuk memenuhi pembayaran Dividend, sebab kondisi tersebut bisa didiskusikan terlebih dulu dengan pemegang saham atau penyandang dana.

Sistem bagi hasil merupakan sistem yang paling tepat bagi UMKM karena meliputi tata cara dalam pembagian hasil usaha penyediaan dana dan pengelola dana. Sistem bagi hasil juga merupakan suatu sistem yang sangat membantu dan memudahkan setiap pengusaha dalam mendapatkan bantuan dari pemodal untuk membangun sebuah bisnis baru, tentunya setiap pebisnis ingin sukses dalam mengembangkan usahanya. Ada 3 metode yang digunakan dalam pembagian hasil antara lain: *Profit sharing*, *gross profit sharing* dan *revenue sharing*.dimana ke tiga pembagian hasil tersebut bisa digunakan sesuai kebutuhan UMKM terutama dalam perhitungan bagi hasil yang akan diberikan ke investor sebagai dividen.

Referensi

- [1] Sundjaja R, Barlin I. Manajemen Keuangan. Jakarta: Literata Lintas Media; 2010.
- [2] Yahya M, Agunggunanto EY. Teori Bagi Hasil (Profit and Loss Sharing) Dan Perbankan Syariah Dalam Ekonomi Syariah. J Din Ekon Pembang 2012;1:65. <https://doi.org/10.14710/jdep.1.1.65-73>.

- [3] Rofiq A. Fiqh Kontekastual : dari Normatif ke Pemaknaan Sosial. Yogyakarta: Pustaka Pelajar; 2004.
- [4] Fred WJ, Brigham EF. Dasar-dasar Manajemen Keuangan,. 9th ed. Jakarta: Erlangga; 1993.
- [5] Strifler M. Profit sharing and firm profitability. J Particip Empl Ownersh 2018;1:191–220. <https://doi.org/10.1108/jpeo-02-2018-0007>.
- [6] Siekelova A, Kovacova M, Adamko P. Profit Management as an Instrument for SMES Developing:The Case for Slovakia. Mark Manag Innov 2019;6718:285–96.

Tentang Penulis



Dewi Nurjannah, sedang menempuh studi jenjang pendidikan program doktor, di Universitas Negeri Malang. Saat ini juga menjadi dosen aktif di Jurusan Manajemen FEB Universitas Muhammadiyah Malang



Nova Dwi Hernanik, mahasiswa Program Doktoral Ilmu manajemen, Universitas Negeri Malang. Saat ini sebagai dosen Prodi Akuntansi Universitas Wisnuwardhana Malang.



Muhammad Nanang Choiruddin, Asal Malang Jawa Timur Indonesia, Mahasiswa Program Doktoral Ilmu Manajemen Universitas Negeri Malang Kosentrasi Manajemen Keuangan



Diah Ayu Septi Fauji, lahir di Kediri ,11 September 1987. Merupakan seorang pembelajar yang sampai saat ini baru menapaki jenjang Program Doktor Ilmu Manajemen di Universitas Negeri Malang. Sejak tahun 2016, dipercaya untuk berbagi ilmu di Universitas Nusantara PGRI Kediri sekaligus menjadi editor jurnal.



Ismayantika Dyah Puspasari lahir di Kediri, 06 Oktober 1989. Ditahun 2015 memulai untuk menjadi pengajar di Universitas Nusantara PGRI Kediri dan saat ini sedang menuntut ilmu pada jenjang Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Negeri Malang.



Fadali Rahman, SE.,MM. Lahir di Kabupaten Pamekasan, tanggal 09 Maret 1991. Penulis menempuh pendidikan sarjana (S1) di Universitas Madura dan lulus Sarjana Ekonomi pada tahun 2012. Selanjutnya penulis menempuh pendidikan pascasarjana (S2) di Universitas Islam Malang lulus pada tahun 2016. Saat ini penulis bekerja sebagai dosen tetap di Institut Agama Islam Al Kairat Pamekasan (IAI AL KHAIRAT PAMEKASAN) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Program studi Perbankan Syariah



Esy Nur Aisyah lahir di Pamekasan 9 September 1986. Seorang pembelajar yang sampai saat ini masih baru menempuh jenjang Pendidikan Program Doktor di Universitas Negeri Malang. Sejak tahun 2013 dipercaya untuk berbagi ilmu di Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.



Umu Rosyidah, adalah dosen tetap Universitas Islam Negeri Mataram NTB sejak tahun 2003-sekarang. Saat ini sedang menempuh program doktoral di PDIM Universitas Malang



Erna Retno Rahadjeng lahir di Malang 29 Januari 1964, sedang menempuh studi jenjang pendidikan program doktor, di Universitas Negeri Malang. Sejak tahun 1989 di percaya untuk berbagi ilmu di Jurusan Manajemen FEB Universitas Muhammadiyah Malang



Book Chapter

Manajemen Keuangan Strategik:

Diskursus Keputusan Pendanaan,
Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen.



Penerbit Fakultas Ekonomi

Universitas Nusantara PGRI Kediri

Jl. KH.Ahmad Dahlan no.76 Kediri

Anggota IKAPI dengan no. 291/Anggota Luar Biasa/JTI/2021

ISBN 978-623-98966-2-1 (PDF)

