DIPA BLU FEB UNILA, TA 2017

Bidang Ilmu: Manajemen Keuangan

**RISET KEUANGAN**

**(USULAN DRAF NASKAH BUKU AJAR BER-ISBN)**

****

**Oleh :**

1. **Ernie Hendrawaty (Ketua)**
2. **Sri Hasnawati (Anggota 1)**
3. **Igo Febrianto (Anggota 2)**

**MANAJEMEN**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

**UNIVERSITAS LAMPUNG**

**2017**

**BAB I**

**KONSEP DASAR RISET**

1. **Pendahuluan**

Riset merupakan sebuah proses yang didukung oleh data dan sistematis untuk mencapai jawaban atas suatu pertanyaan yang dapat digunakan untuk menyelesaikan permasalahan atau untuk dapat memahami fenomena yang terjadi.

1. **Tujuan Pembelajaran**

Setelah mempelajari bab ini pembaca diharapkan:

1. Menjelaskan pengertian dari riset keuangan
2. Menjelaskan tujuan, fungsi, dan manfaat riset keuangan
3. Menjelaskan metode-metide dalam riset keuangan
4. Menjelaskan macam-macam alat analisis riset keuangan
5. **Penyajian Materi**

**Definisi Riset**

Menurut Hopkins WG (2002), riset adalah mengirimkan sebuah isu atau pertanyaan serta menjawab sebuah pertanyaan atau memecahkan masalah.

Hopkins didalam definisi diatas memberikan kata kuncimengenai apa yang dimaksud dengan riset atau penelitian. Ada dua kunci penting dalam sebuah riset yaitu memunculkan sebuah pertanyaan (addressing issue) dan bagaimana menjawab dan memecahkan masalah tersebut (solving problem).

Menurut Burns (2000), riset adalah investigasi sistematik untuk menemukan jawaban dari sebuah permasalahan.

Burn mendefinisikan riset secara lebih sederhana, namun sangat mudah dipahami.Intinya adalah bagaimana menjawab sebuah pertanyaan atau permasalahan yang ada dengan langkah-langkah yang sistematik.

Menurut Kerlinger (1986), riset ilmiah adalah sistematik, terkontontrol secara empiris dan investigasi kritis terhadap dalil mengenai dugaan hubungan antar berbagai fenomena.

Kerlinger memberikan penekanan lebih, dalam definisinya diatas, yaitu harus ada faktor investigasi kritis. Ini artinya seorang peneliti tidak harus yakin 100% terhadap investigasi yang telah dilakukan untuk menjawab permasalahan, namun juga harus memberikan sedikit kritik atau keraguan terhadap hasil investigasinya, dengan harapan nantinya peneliti akan mencari sumber-sumber lain sebagai bahan komparasi yang mendukung hasil investigasinya atau dengan kata lain harus menggunakan sumber eksternal agar penelitiannya semakin valid dan mampu menjawab permasalahan secara menyeluruh (holistic).

Kesimpulannya secara umum suatu riset dilakukan untuk menjawab pertanyaan dengan memberlakukan kriteria sebagai berikut :

1. Dilakukan dengan sebuah kerangka kerja

Kerangka kerja berkaitan dengan disiplin akademik dari pelaku riset dapat dinyatakan dalam dua kategori paradigma – *positivism* dan *naturalism.*Setiap bidang ilmu memiliki kerangka acuan sendiri dalam melakukan kegiatan riset.Kerangka [kerja](http://www.anneahira.com/kerja-teleskop.htm) dan panduan tahapan itu akan menyediakan para periset, apa yang akan melibatkan periset dalam risetnya, dari bagaimana riset itu dilaksanakan, dan tipe macam apa gangguan yang akan mempengaruhi data yang dikumpulkan.

1. Menggunakan prosedur, metoda dan tehnik yang telah teruji dalam hal validitas dan reabilitas

Konsep validitas dapat di aplikasikan pada setiap aspek dari proses penelitian. Hal tersebut untuk meyakinkan bahwa di dalam riset prosedur yang benar (*correct*) telah digunakan untuk menjawab suatu pertanyaan sebagai titik tolak riset yang dilakukan.

*Reliability* merujuk pada kualitas dari prosedur pengukuran atau pengambilan data.

*Unbiased* dan *objective* memberikan pengertian bahwa setiap langkah yang diambil serta setiap konklusi yang diambil/ ditarik mencerminkan kemampuan terbaik dari periset tanpa mengikutsertakan tujuan pribadi/golongan (*vested interest*) dari peneliti.

1. Dirancang agar tidak kabur (bias) dan objektif

Sedangkan *subjectivity*adalah bagian integral dari cara berfikir peneliti, yang terkondisi oleh latar belakang pendidikannya, disiplin ilmunya, filosofinya, pengalaman serta ketrampilannya, jadi diperlukan keterkaitannya dengan disiplin ilmu periset terhadap masalah apa yang diriset.

Bias dapat dinyatakan usaha untuk mempertimbangkan secara hati-hati baik dalam hal memberikan penekanan (*highlight*) maupun tidak menonjolkan/menyembunyikan (*conceal*) sesuatu. Misal dari suatu potongan informasi, maka cara pandang seorang psikolog akan lain tentunya dengan cara pandang sejarawan dsb.Jadi, bila suatu kegiatan/proses untuk mencari jawaban pertanyaan memenuhi keempat kriterian tersebut diatas, maka proses tersebut dapat dinyatakan sebagai riset *(research).*

Namun demikian, ada variasi terhadap satu disiplin keilmuan terhadap disiplin ilmu lainnya dan dengan demikian pengertian riset adalah berbeda antara disiplin ilmu*physical* dan *social science*. Pada *physical science*, suatu usaha riset diharapkan setiap langkahnya dapat secara ketat dikontrol , sementara untuk ilmu sosial, kontrol yang kaku tidak mungkin dapat dipaksakan dan kadang malah tidak diperlukan dan terdapat subjektivitas.

**RISET KEUANGAN**

Riset keuangan merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengaplikasikan kemampuan teoritis dalam sebuah penelitian secara empiris dengan menggunakan data-data keuangan berdasarkan kaidah-kaidah/metodologi penelitian ilmiah.

**Ruang Lingkup Riset**

Ruang lingkup sebuah riset secara umum dapat dibagi dalam tiga garis besar, sesuai dengan perpektifnya, yaitu :

1. Aplikasi dari riset

Sesuai dengan perspektif dari aplikasi riset yang dilakukan, ada dua pembagian yaitu Riset murni (*pure research*) dan riset terapan (*applied research*). Sesuai dengan Bailey (1978) ; “*Pure research involves developing and testing theories and hypotheses that are intellectually challenging to the researcher but may or may not have practical application at the present time or in the future. Thus such work often involves the testing of hypothesis containing very abstract and specialized concept*”.

Riset murni juga meliputi pengembangan, pengujian, verifikasi dan memperjelas metode riset, prosedur, teknik dan alat yang membentuk metodologi riset itu sendiri.

Contoh jenis riset murni

1. Pengembangan suatu model penilaian investasi yang dapat diaplikasikan pada suatu situasi yang khusus
2. Pengembangan suatu instrument untuk mengukur tingkat keuntungan yang diharapkan

Riset terapan adalah riset yang teknik, prosedur dan metodenya diaplikasikan pada pengumpulan informasi tentang berbagai aspek suatu situasi, isu, permasalahan atau penomena sehingga informasi yang terkumpul dapat di gunakan atau diaplikasikan.

Hampir semua riset dibidang ilmu sosial adalah riset terapan, karena dari pemahaman tentang penomena yang dihasilkan dari melakukan riset, dapat diterapkan pada formulasi kebijakan (*policy*).

1. Objektif dari riset

Sesuai dengan perspektif objektif dari riset, maka dapat dibedakan empat kategori riset , yaitu ; riset *Descriptive, Exploratory, Corelational* dan *Explanatory*.

Riset *Descriptive* adalah studi yang berusaha untuk menjelaskan secara sistematis suatu situasi, permasalahan, fenomena, pelayanan atau program, atau memberikan informasi tentang kondisi kehidupan suatu komunitas, atau menjelaskan sikap (*attitude*) yang diakibatkan oleh suatu isu  Contoh judul riset deskriptif: “Bagaimana kondisi industri perbankan di Indonesia”, atau “Analisis Du Pont pada industry manufaktur di Bursa Efek Indonesia”

Riset *Explanatory* adalah riset yang berusaha untuk menjelaskan mengapa dan bagaimana adanya hubungan antara dua aspek dari suatu situasi atau fenomena.Contoh ; studi untuk menjelaskan mengapa pada kondisi bullish atau bearish, pengaruh kinerja keuangan pada return saham di pasar modal menjadi berbeda.

Riset *Correlational* adalah studi untuk menemukan atau menetapkan adanya suatu*relationship/association/interdependence* antara dua atau lebih aspek dari suatu situasi. Misal apakah pengaruh Corporate Governance terhadap kinerja perusahaan.

Riset *Exploratory* adalah studi yang menyelidiki tentang berbagai kemungkinan dilakukannya suatu studi khusus. Riset ini juga sering disebut *feasibility study*, atau*pilot study* , yang biasanya dilakukan bila periset ingin untuk meng *explore* bidang yang periset tersebut tidak mempunyai atau sedikit mempunyai pengetahuan (*knowledge*) tentang hal itu.

1. Informasi yang dicari

Pada jenis ini, dibedakan riset *Qualitative* dan riset *Quantitative.*Kalsifikasi kedua jenis riset tersebut bergantung pada tiga kriteria ;

1. Maksud dari studi
2. Dengan cara bagaimana variabel diukur
3. Dengan cara bagaimana informasi dianalisa

Riset *qualitative* jika studi khususnya untuk menjelaskan suatu situasi, fenomena, permasalahan atau kejadian dimana informasi dibentuk menggunakan variabel diukur dengan skala nominal atau ordinal atau skala pengukuran qualitative, dan jika dengan analisa dilakukan untuk membangun variasi dari situasi, penomena atau permasalahan tanpa meng quantitasikannya (*without quantifying it*). Deskripsi tentang situasi yang terobservasi dari kondisi kehidupan komunitas, atau bagaimana opini / pendapat masyarakat terhadap suatu isu misalnya adalah dua contoh dari riset *qualitative*.

Riset *quantitative* jika informasi yang diperoleh dari studi tentang fenomena, sitauasi, permasalahan atau isu dibentuk utamanya dalam variabel-variabel*quantitative* dan jika analisa dimunculkan dalam *magnitude* dari variasinya.

Statistik adalah salah satu cara untuk meng-kuantitatif-kan magnitude dari asisiasi atau hubungan dan membentuk pengertian untuk mengisolasi efek dari berbagai variabel. Statistik juga berfungsi sebagai suatu tes untuk mengkonfirmasikan atau mengkontradiksikan konklusi yang telah ditarik berdasar pada pengertian yang dipahami dari analisa data.

Perlu ditegaskan disini bahwa janganlah terbelenggu dengan dikotomi *quantitative*dan *qualitative* ini dalam melakukan riset.Dalam banyak studi, penggunaan kedua jenis riset ini diperlukan bersama-sama.Memang ada bahwa disiplin ilmu seperti antropologi, sejarah dan sosiologi lebih cenderung ke riset *qualitative*. Sementara psychologi, epidemilogi, pendidikan, ekonomi , kesehatan dan market lebih cenderung ke riset *quantitative*. Kedua jenis riset tersebut tentu ada kelemahan dan kekuatannya , ada keuntungan dan ada pula kerugiannya.

**KARAKTERISTIK RISET**

Dari definisi-definisi tersebut jelaslah bahwa riset adalah suatu proses untuk mengumpulkan, menganalisa dan menginterpretasikan informasi untuk menjawab pertanyaan. Tetapi untuk mengkualitaskannya sebagai riset, proses harus mempunyai karakteristik tertentu, yaitu harus, sejauh mungkin, terkontrol (*controlled*), pasti dan hati-hati (*rigorous*), sistematik (*systematic*), valid dan dapat diverifikasi (*valid and verifiable*), empiris (*empirical*) serta kritis (*critica*l).

1. *Controlled* : Dua konsep dari terkontrol memberikan bahwa di dalam mendalami hubungan kasual antara dua variable yang telah di tetapkan dalam riset study haruslah dengan jalan mengurangi efek factor yang lain terhadap hubungan-hubungan kedua variable tersebut. Ini dapat dilakukan , secara umum, pada*physical sciences*, karena umumnya riset bidang ini dilakukan di laboratorium. Namun demikian pada *social sciences* hal ini adalah sangat sulit, karena riset dilakukan pada berbagai isu yang berhubungan dengan kehidupan manusia di dalam masyarakat, dimana kontrol adalah tidak mungkin. Karena itu, di dalam ilmu social , factor-faktor external tidaklah dapat di kontrol , kecuali dengan dicoba mengkuantitakan akibat-akibatnya.
2. *Rigorous* : Harus jujur bahwa prosedur yang dilakukan untuk mencari jawab pertanyaan adalah *relevant, appropriate*, dan *justified*. Tentu saja tingkat *rigorous* ini akan berbeda pada ilmu social dan ilmu physics.
3. *Systematic* : Berarti bahwa prosedur yang diadopsi untuk melakukan investigasi harus mengikuti urutan logical yang tertentu. Langkah-langkah yang dilakukan tidak boleh sebarang meloncat. Beberapa prosedur harus mengikuti prosedur yang lain.
4. *Valid dan verifiable* : Konsep ini memberikan bahwa apapun yang dapat disimpulkan pada temuan dari riset, haruslah *correct* dan dapat diverifikasi oleh periset maupun pihak lain.
5. *Empirical****:***Berarti setiap konklusi yang ditarik harus berdasar hard *evidence* yang dibentuk dari informasi yang dikumpulkan dari pengalaman kehidupan nyata atau observasi.
6. *Critical* : Pencermatan yang kritis dari prosedur yang digunakan serta metoda yang dipakai adalah krusial terhadap riset yang dilakukan. Proses investigasi harus tdak salah guna / jelas (*foolproof* ) dan bebas dari  kelemahan (*drawback*)*.* Proses yang diadopsi dan juga prosedur yang dipakai harus mampu untuk bertahan terhadap kritik yang cermat.

Leedy (2005) mengemukakan ada 8 karakteristik riset,yaitu ;

1. Riset berasal dari satu pertanyaan atau masalah:  dengan menanyakan pertanyaan kita sedang berupaya untuk stimulasi dimulainya proses penelitian. Sumber pertanyaan dapat berasal dari sekitar kita.
2. Riset membutuhkan tujuan yang jelas : pernyataan tujuan ini menjawab pertanyaan : “ Masalah apa yang akan diselesaikan/dipecahkan?” tujuan  adalah pernyataan permasalahan yang akan dipecahkan dalam riset.
3. Riset membutuhkan rencana spesifik: untuk melakukan penelitian rencana kegiatan disusun. Selain menetapkan tujuan dari riset, kita harus menetapkan juga bagaimana mencapai tujuan tersebut. Beberapa hal yang perlu  diputuskan misalnya: dimana mendapatkan data?  Bagaimana mengumpulkan data tersebut? Apakah data yang ada berelasi dengan permasalahan yang ditetapkan dalam riset?
4. Riset biasanya membagi masalah prinsip menjadi beberapa sub-masalah: untuk mempermudah menjawab permasalahan, biasanya masalah yang prinsip dibagi menjadi beberapa sub masalah.
5. Riset dilakukan berdasarkan masalah, pertanyaan atau hipotesis riset yang spesifik: Hipotesis adalah asumsi atau dugaan yang logis yang memberikan jawaban sementara tentang permasalahan riset berdasarkan penyelidikan awal. Hipotesis mengarahkan kita ke sumber-sumber informasi yang membantu kita untuk menyelesaikan dan menjawab permasalahan riset yang sudah ditetapkan. Hipotesis bisa lebih dari satu. Hipotesis mempunyai kemungkinan didukung atau tidak didukung oleh data. Jika suatu hipotesis tidak didukung oleh data, maka hipotesis itu
6. Riset mengakui asumsi-asumi: Dalam riset, asumsi merupakan hal penting untuk ditetapkan. Asumsi  adalah kondisi yang ditetapkan sehingga jangkauan riset jelas batasnya. Asumsi juga bisa merupakan batasan sistem di mana kita melakukan riset.
7. Riset membutuhkan data dan intepretasi data  untuk menyelesaikan masalah yang mendasari adanya riset:

Penelitian merupakan suatu kegiatan ilmiah yang berkaitan erat dengan analisa dan konstruksi yang dilakukan secara metodologis, sistematis dan konsisten. Metodologis berarti sesuai dengan metode atau cara tertentu. Sistematis adalah berdasarkan suatu sistem. Konsisten berarti tidak adanya hal-hal yang bertentangan dalam suatu kerangka tertentu.

Penelitian adalah merupakan suatu sarana pokok dalam pengembangan ilmu pengetahuan dan teknologi.

Penelitian bertujuan untuk mengungkapkan kebenaran secara sistematis, metodologis dan konsisten dengan mengadakan analisa dan konstruksi.

### Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian antara lain ialah sebagai berikut:

1. Eksploratif (penjajagan) adalah suatu penelitian yang bertujuan untuk dapat menemukan sebuah pengetahuan baru yang sebelumnya itu belum pernah ada.
2. Verifikatif (pengujian) adalah suatu penelitian yang bertujuan untuk dapat melakukan pengujian terhadap suatu teori maupun hasil penelitian yang sebelumnya, sehingga akan dapat diperoleh hasil yang bisa menggugurkan atau juga memperkuat teori atau juga hasil penelitian yang sudah dilakukan pada sebelumnya.
3. Development (pengembangan) adalah suatu penelitian yang bertujuan untuk mengembangkan, menggali serta juga memperluas lebih didalam suatu masalah maupun teori keilmuan ialah menjadi lebih didalam sebagai sarana didalam memecahkan bermacam-macam persoalan didalam masyarakat.

**Macam-macam Penelitian:**

1. Dilihat dari sifatnya

* + 1. Penelitian Eksploratoris (menjelajah).

Dilakukan apabila pengetahuan tentang suatu gejala yang akan diselidiki masih kurang sekali atau bahkan tidak ada. Penelitian ini pada umumnya dilakukan terhadap masyarakat terasing. Untuk bidang antropologi.

* + 1. Penelitian Deskriptif (menggambarkan).

Dimaksudkan untuk memberikan data yang seteliti mungkin tentang manusia, keadaaan atau gejala lainnya. Mempertegas hipotesa, memperkuat teori lama. Memberikan gambaran terhadap peristiwa / gejala dalam masyarakat.

* + 1. Penelitian Eksplanatoris.

Bila pengetahuan tentang suatu masalah sudah cukup. Untuk melakukan uji hipotesa.

2. Dilihat dari sudut bentuknya

* 1. Penelitian diagnostik.

Dimaksudkan utk mendapatkan keterangan mengenai sebab-sebab terjadinya suatu atau beberapa gejala.

* 1. Penelitian preskriptif.

Dimaksudkan utk mendapatkan saran-saran mengenai apa yang harus dilakukan untuk mengatasi masalah.

* 1. Penelitian evaluatif.

Penelitian ini dilakukan pada umumnya untuk menilai program-program yang dijalankan.

3. Dilihat dari tujuannya

1. *Fact-finding.*

Penelitian ini bertujuan untuk mencari atau mengungkapkan fakta – fakta yang terdapat di masyarakat terhadap suatu permasalahan. Sebagai contoh adalah penelitian mengenai pembauran di masyarakat pribumi dan tionghoa. Indonesia memang tidak mengakui adanya diskriminasi. Namun faktanya di lapangan, faktanya di masyarakat, perbedaan sikap terhadap pribumi dan tionghoa masih terjadi.

1. *Problem finding.*

Penelitian ini bertujuan untuk mencari permasalahan utama. Seperti contohnya, perbedaan suku, etnis memang terjadi, tetapi yang menjadi permasalahan utama mungkin bukan perbedaan suku atau etnisnya, yang menjadi permasalahan utama mungkin adalah penghormatan atau pengakuan terhadap suku bangsa lain.

1. *Problem identification.*

Pada penelitian ini, masalah – masalah yang ditemukan kemudian di identifikasi dan di bahas satu per satu.

1. *Problem solution.*

Ini adalah tujuan penelitian pada umumnya. Yaitu mencari solusi atas permasalahan. Memang pada dasarnya mengapa seseorang mengadakan atau melakukan penelitian adalah dikarenakan dia ingin mencari pemecahan atas masalah yang dia temukan.

4. Dilihat dari sudut penerapannya

1. *Pure research.* (penelitian dasar / fundamentil)

Penelitian murni ditujukan untuk kepentingan pengembangan ilmu itu sendiri atau teori maupun untuk keperluan pengembangan metodologi penelitian. Inti dari penelitian ini adalah kaitan antara bidang teori dengan bidang praktis, dimana masalah-masalah ditentukan atas dasar kerangka teoritis yang sebenarnya menghubungkan antara penelitian murni dengan penelitian terapan.

1. *Problem-focused research*.

Penelitian terapan adalah penelitian yang tujuannya untuk memecahkan masalah-masalah kemasyarakatan yang sfiatnya praktis.

Kadang-kadang penelitian dapat pula dibedakan pada dasar ilmu yang dipergunakan dan metodologi yang diterapkan. Atas dasar ini dikenal penelitian *monodisipliner, multidisipliner* dan *interdisipliner*,

**PELAKSANAAN RISET EMPIRIS**

**Memilih Topik**

Dalam sebuah penelitian, Suyitno (2011) berpendapat bahwa harus ada topik atau masalah yang melatarbelakangi penelitian tersebut.Topik tersebut harus ditetapkan pertama kali dalam menyusun langkah-langkah penelitian. Topik atau masalah adalah hal-hal yang akan dibahasa dalam penelitian. Intinya, topik dapat berupa persoalan pokok yang memerlukan pemecahan, penjelasan, pendeskripsian, dan penegasan lebih lanjut.

Adapun cara menentukan topik dalam sebuah penelitian adalah sebagai berikut:

1. Penelitian sesuai dengan bidang si peneliti

Penelitian yang dilakukan haruslah sesuai dengan bidang studi yang di dalami oleh peneliti. Peneliti wajib memahami dengan jelas apa saja wilayah kajian bidang studinya sehingga peneliti tidak akan meneliti di luar bidang studinya.

1. Bermanfaat bagi masyarakat khususnya subjek penelitian

Penelitian yang dilakukan harus bermanfaat bagi bidang studinya. Penelitian akan sangat terasah manfaatnya apabila langsung diterapkan dalam kehidupan nyata.

1. Mengetahui hakikat dasar perbedaan jenis penelitian

Hal ini dirasa begitu penting sehingga peneliti nantinya mampu menggunakan metode penelitian sesuai dengan penelitian yang ia lakukan (Rahardjo dalam  majalah pendidikan, 2011).

1. Masalah yang diambil bersifat baru

Ada baiknya mengembangkan dan menemukan sesuatu yang baru tentu akan  lebih dihargai daripada hanya sekadar meniru apa lagi plagiasi (jiplak).

1. Tema yang sedang tren (*hot topik*)

Tema yang sedang tren biasanya akan memenuhi persyaratan kampus dan akan disetujui oleh pembimbing. Seorang peneliti juga tak perlu ragu untuk bertanya kepada pembimbingnya tentang topik yang hangat dikalangan bidang studinya (sri widyaningsih: 2012).

1. Dalam jangkauan peneliti (*Manageable topic*)

Topik yang akan dijadikan penelitian itu hendaknya tidak berada di luar jangkauan kemampuan si peneliti. Maka dalam memilihnya, perlu mempertimbangkan beberapa segi, antara lain: kemampuan memecahkan masalah dalam topik. Dalam *Manageable topic*ini juga perlu memerhatikan hal-hal sebagai berikut:

1. Tersedia dana yang cukup
2. Batas waktu untuk menyelesaikan penelitian
3. Sponsor dan konsultan
4. Kerja sama dengan pihak lain
5. Data dari topik mudah didapatkan (*Obtainable data*)

Meskipun peneliti dapat memilih topik yang sangat baik, namun belum tentu data yang diperlukan tersedia dan mudah diperoleh.Maka peneliti perlu menyesuaikan antara topik penelitian dan kemudahan dalam memeroleh data penlitian.

1. Topik cukup penting untuk diteliti (*Signifance of Topik*)

Topik yang dipilih haruslah penting untuk diteliti. Ada dua hal yang menjadi pertimbangan dalam memilih  topik yang penting yaitu: pertama, sumbangan hasil penelitiannya dapat memenuhi minat akademis dan minat masyarakat luas; kedua, sifat topik tidak merupakan duplikasi dari topik-topik yang telah diteliti oleh orang lain.

1. Topik yang menarik (*interested topic*)

Hendaknya, topik penelitian tersebut menarik sehingga menimbulkan minat dan semangat peneliti untuk melakukan penelitian berdasarkan topik yang telah ditentukan. Tanjung dan Ardial (2005: 24) menambahkan bahwa pentingnya masalah untuk diselidiki, pada umumnya dikaitkan kepada beberapa hal, antara lain kepada:

1. Masalah itu menyangkut kepentingan umum (masyarakat) baik mendesak maupun tidak mendesak.
2. Masalah itu merupakan mata rantai, apabila tidak dipecahkan banyak masalah lain yang terbengkalai.
3. Masalah itu penting dan pemecahannya dapat mengisi kekosongan dan kekurangan ilmu dan pengetahuan, dan sebagainya.

**Motivasi dan Tujuan Riset**

Motivasi Penelitian

Penelitian selalu dimulai dengan adanya dorongan, baik yang berasal dari dalam diri maupun di luar diri si peneliti. Motivasi itu tidak lain keinginan seseorang atau sekelompok (tim) untuk mengetahui sesuatu melalui proses ilmiah. Jadi, keinginan seseorang atau sekelompok orang untuk memperoleh dan mengembangkan pengetahuan merupakan dasar dorongan untuk mengadakan penelitian.Kegiatan penelitian itu dimulai ketika seseorang atau sekelompok orang menaruh perhatian pada sesuatu yang ada (fakta) di sekitar lingkungan di mana manusia berada.

Perhatian seseorang atau sekelompok orang terhadap fakta-fakta yang diamati secara mendalam akan melahirkan berbagai pertanyaan. Keinginan mempertanyakan seseorang atau sekelompok orang yang mempertanyakan sesuatu yang menjadi perhatiannya akan diikuti oleh usaha untuk memperoleh jawaban dari pertanyaan-pertanyaan yang muncul dalam diri peneliti. Pertanyaan-pertanyaan ini menjadi suatu masalah yang memerlukan solusi atau jawaban (bnd. Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, 2002:2)

**PERMASALAHAN**

**Permasalahan sebagai inti riset**

Pada dasarnya riset dapat dikatagorikan menjadi dua jenis:  *basic research*/penelitian dasar yang mengembangkan suatu teori atau konsep dalam bidang tertentu dan applied research/penelitian terapan yang berkaitan dengan suatu penerapan teori untuk mendapatkan perbandingan, hasil kinerja atau menghasilkan suatu produk yang membantu manusia.

Dalam kedua jenis riset tersebut, adalah penting untuk menentukan permasalahan yang akan dibahas dan diselesaikan. Permasalahan tersebut biasanya berupa pertanyaaan yang jawabannya memberikan hal baru yang berbeda dan permasalahan tersebut mengembangkan pengetahuan tentang sesuatu misalnya cara berpikir yang baru tentang sesuatu, kemungkin baru dalam penerapan atau membuka jalan bagi penelitian selanjutnya.  Permasalahan untuk riset haruslah mengandung interpretasi data yang merupakan hasil pemikiran si peneliti dalam mencari jawaban dari permasalahan dalam penelitiannya.

Permasalahan adalah pangkal (titik tolak) penelitian, tidak akan ada  riset kalau tidak ada masalah. Permasalahan adala segala sesuatu yang dihadapi atau dirasakan oleh seseorang yang menimbulkan kebutuhan untuk dibahas dan dicari jawabanya. Sumber permasalahan adalah sesuatu yang objektif, akan tetapi permasalahan selalu bersifat subjektif. Kejadian yang sama dapat menimbulkan persoalan yang berbeda dalam diri pengamat yang berbeda.

**Perumusan Masalah Penelitian**

Wirartha (2006) menyebutkan bahwa perumusan masalah penelitian berisi uraian yang merupakan abstraksi dari latar belakang masalah penelitian dan rumusan masalah dalam bentuk kalimat pertanyaan yang tegas dan jelas.Perumusan masalah penelitian memuat penjelasan mengenai alasan-alasan masalah yang dikemukakan dalam usulan penelitian dipandang menarik, penting, dan perlu diteliti. Kecuali itu, juga diuraikan kedudukan masalah yang akan diteliti dalam lingkup permasalahan yang lebih luas yang disarikan dari uraian dalam latar belakang masalah penelitian.

Wirartha menambahkan bahwa ciri-ciri rumusan masalah yang baik adalah:

1. Ringkas, jelas, dan sederhana.
2. Memungkinkan untuk dijawab dan diuji secara imiah.
3. Dalam bentuk kalimat pertanyaan.
4. Menjelaskan hubungan antara dua variabel atau lebih

Sedangkan menurut Fraenkel dan Wallen (dalam Tanjung dan Ardial, 2005), rumusan masalah yang baik adalah;

1. Masalah harus feasible, dalam arti masalah tersebut harus dapat dicarikan jawabannya melalui sumber yang jelas, tidak banyak menghabiskan dana, tenaga, dan waktu.
2. Masalah harus jelas, yaitu semua orang memberikan persepsi yang sama terhadap masalah tersebut.
3. Masalah harus signifikan, dalam artian jawaban masalah yang diberikan harus memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu dan pemecahan masalah kehidupan manusia.

Wirartha (2006) melanjutkan bahwa merumuskan masalah merupakan pekerjaan yang sukar bagi setiap peneliti.Yang dapat menolong peneliti dari kesulitan merumuskan masalah adalah pengetahuan yang luas dan terpadu mengenai teori-teori dan penelitian terdahulu dalam bidang yang berkaitan dengan masalah yang diteliti.Untuk mempermudah perumusan masalah maka rumusan masalah dapat dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan.Namun apabila mampu merumuskannya dalam bentuk uraian yang komprehensif dan analitis maka hal itu lebih utama.

**DATA PENELITIAN**

**Sumber Data**

Sumber data terbagi menjadi dua yaitu data primer dan data sekunder.Data primer adalah data yang diperoleh peneliti secara langsung (dari tangan pertama), sementara data sekunder adalah data yang diperoleh peneliti dari sumber yang sudah ada.

Contoh data primer adalah data yang diperoleh dari responden melalui kuesioner, kelompok fokus, dan panel, atau juga data hasil wawancara peneliti dengan nara sumber.

Contoh data sekunder misalnya catatan atau dokumentasi perusahaan berupa absensi, gaji, laporan keuangan publikasi perusahaan, laporan pemerintah, data yang diperoleh dari majalah, dan lain sebagainya.

**Jenis Data**

Sumber data penelitian yaitu sumber subjek dari tempat mana data bisa didapatkan.Jika peneliti memakai kuisioner atau wawancara didalam pengumpulan datanya, maka sumber data itu dari responden, yakni orang yang menjawab pertanyaan peneliti, yaitu tertulis ataupun lisan.Sumber data berbentuk responden ini digunakan didalam penelitian.

BERDASARKAN TIPE PENELITIAN

1. Data Kuantitatif

Data kuantitatif adalah data yang dapat diinput ke dalam skala pengukuran statistik.Fakta dan fenomena dalam data ini tidak dinyatakan dalam bahasa alami, melainkan dalam numerik.

1. Data Kualitatif

Data kualitatif adalah data yang dapat mencakup hampir semua data non-numerik.Data ini dapat menggunakan kata-kata untuk menggambarkan fakta dan fenomena yang diamati.

BERDASARKAN SUMBER

1. Data Primer

Data primer adalah data yang dikumpulkan oleh peneliti sendiri atau dirinya sendiri. Ini adalah data yang belum pernah dikumpulkan sebelumnya, baik dengan cara tertentu atau pada periode waktu tertentu.

1. Data Sekunder

Data seunder adalah data yang dikumpulkan oleh orang lain, bukan peneliti itu sendiri. Data ini biasanya berasal dari penelitian lain yang dilakukan oleh lembaga-lembaga atau organisasi seperti BPS dan lain-lain.

BERDASARKAN CARA MEMPEROLEH

1. Data Observasional

Data observasi adalah data yang ditangkap in situ.Data ini sekali jadi atau tidak bisa diulang, diciptakan atau diganti.

1. Data Wawancara

Data wawancara adalah data yang diperoleh melalui tanya-jawab antara peneliti dan informan.Data ini bisa divalidasi menggunakan triangulasi.

1. Data Eksperimental

Data eksperimental adalah data yang dikumpulkan dalam kondisi terkendali, in situ atau berbasis laboratorium dan harus bisa direproduksi.

1. Data Simulasi

Data simulasi adalah data hasil dari penggunaan model dan metadata di mana input lebih penting daripada output. Contoh: model iklim, model ekonomi, model kosmologi dan lain-lain.

1. Data Referensi atau Kanonik

Data Referensi atau kanonik adalah data statis atau koleksi organik (peer-reviewed) Contoh: menggunakan data urutan gen yang sudah tersedia, struktur kimia, data sensus dan lain-lain.

1. Data Derivasi atau Kompilasi

Data derivasi atau kompilasi adalah data reproduksi. Contoh: kompilasi database yang sudah ada untuk membangun struktur 3D.

**TEKNIK PENGUMPULAN DATA**

Dalam penelitian, teknik pengumpulan data merupakan faktor penting demi keberhasilan penelitian. Hal ini berkaitan dengan bagaimana cara mengumpulkan data, siapa sumbernya, dan apa alat yang digunakan.

Jenis sumber data adalah mengenai dari mana data diperoleh.Apakah data diperoleh dari sumber langsung (data primer) atau data diperoleh dari sumber tidak langsung (data sekunder).

Metode Pengumpulan Data merupakan teknik atau cara yang dilakukan untuk mengumpulkan data. Metode menunjuk suatu cara sehingga dapat diperlihatkan penggunaannya melalui angket, wawancara, pengamatan, tes, dkoumentasi dan sebagainya.

Sedangkan Instrumen Pengumpul Data merupakan alat yang digunakan untuk mengumpulkan data.  Karena berupa alat, maka instrumen dapat berupa lembar cek list, kuesioner (angket terbuka / tertutup), pedoman wawancara, camera photo dan lainnya.

Adapun tiga teknik pengumpulan data yang biasa digunakan adalah angket, observasi dan wawancara.

1. Angket

Angket / kuesioner adalah teknik pengumpulan data yang dilakukan dengan cara memberikan seperangkat pertanyaan atau pernyataan kepada orang lain yang dijadikan responden untuk dijawabnya.

Meskipun terlihat mudah, teknik pengumpulan data melalui angket cukup sulit dilakukan jika respondennya cukup besar dan tersebar di berbagai wilayah.

Beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam penyusunan angket menurut Uma Sekaran (dalam Sugiyono, 2007:163) terkait dengan prinsip penulisan angket, prinsip pengukuran dan penampilan fisik.

Prinsip Penulisan angket menyangkut beberapa faktor antara lain :

* 1. Isi dan tujuan pertanyaan artinya jika isi pertanyaan ditujukan untuk mengukur maka harus ada skala yang jelas dalam pilihan jawaban.
  2. Bahasa yang digunakan harus disesuaikan dengan kemampuan responden. Tidak mungkin menggunakan bahasa yang penuh istilah-istilah bahasa Inggris pada responden yang tidak mengerti bahasa Inggris, dsb.
  3. Tipe dan bentuk pertanyaan apakah terbuka atau terturup. Jika terbuka artinya jawaban yang diberikan adalah bebas, sedangkan jika pernyataan tertutup maka responden hanya diminta untuk memilih jawaban yang disediakan.

1. Observasi

Obrservasi merupakan salah satu teknik pengumpulan data yang tidak hanya mengukur sikap dari responden (wawancara dan angket) namun juga dapat digunakan untuk merekam berbagai fenomena yang terjadi (situasi, kondisi).Teknik ini digunakan bila penelitian ditujukan untuk mempelajari perilaku manusia, proses kerja, gejala-gejala alam dan dilakukan pada responden yang tidak terlalu besar.

* 1. Participant Observation

Dalam observasi ini, peneliti secara langsung terlibat dalam kegiatam sehari-hari orang atau situasi yang diamati sebagai sumber data.

Misalnya seorang investor dapat melakukan observasi mengenai bagaimana perilaku investor, motivasi investor, kemampuan investor, hubungan antar stakeholder, dsb.

* 1. Non participant Observation

Berlawanan dengan participant Observation, Non Participant merupakan observasi yang penelitinya tidak ikut secara langsung dalam kegiatan atau proses yang sedang diamati.

Misalnya penelitian tentang pola pembinaan olahraga, seorang peneliti yang menempatkan dirinya sebagai pengamat dan mencatat berbagai peristiwa yang dianggap perlu sebagai data penelitian.

Kelemahan dari metode ini adalah peneliti tidak akan memperoleh data yang mendalam karena hanya bertindak sebagai pengamat dari luar tanpa mengetahui makna yang terkandung di dalam peristiwa.

Alat yang digunakan dalam teknik observasi ini antara lain : lembar cek list, buku catatan, kamera photo, dll.

1. Wawancara

Wawancara merupakan teknik pengumpulan data yang dilakukan melalui tatap muka dan tanya jawab langsung antara pengumpul data maupun peneliti terhadap nara sumber atau sumber data.

Wawancara pada penelitian sampel besar biasanya hanya dilakukan sebagai studi pendahuluan karena tidak mungkin menggunakan wawancara pada 1000 responden, sedangkan pada sampel kecil teknik wawancara dapat diterapkan sebagai teknik pengumpul data (umumnya penelitian kualitatif)

Wawancara terbagi atas wawancara terstruktur dan tidak terstruktur.

* 1. Wawancara terstruktur artinya peneliti telah mengetahui dengan pasti apa informasi yang ingin digali dari responden sehingga daftar pertanyaannya sudah dibuat secara sistematis. Peneliti juga dapat menggunakan alat bantu tape recorder, kamera photo, dan material lain yang dapat membantu kelancaran wawancara.
  2. Wawancara tidak terstruktur adalah wawancara bebas, yaitu peneliti tidak menggunakan pedoman wawancara yang berisi pertanyaan yang akan diajukan secara spesifik, dan hanya memuat poin-poin penting masalah yang ingin digali dari responden.

**DESAIN PENELITIAN**

Desain penelitian menentukan teknik statistik, bukan sebaliknya teknik statistik menentukan rancangan penelitian. Statistik dipakai untuk melayani dan sebagai alat dalam penelitian, bukan untuk menguasainya.Agar kita tepat dalam melakukan analisis data, maka kiranya wajib bagi untuk memahami Pemilihan Analisis Statistik berdasarkan jenis data dan bentuk hipotesis.

**Analisis data Penelitian**

Analisis data merupakan proses terintegrasi dalam sebuah prosedur penelitian. analisis data dilakukan untuk membuktikan atau mencari jawaban terhadap rumusan dan dugaan peneliti tentang variabel yang dipelajari. Hasil analisis data inilah akan dibaca/diinterpretasikan oleh peneliti kemudian diambil simpulan jawaban yang berdasarkan pada kenyataan empiris.

Analisis data penelitian dapat dibagi menjadi dua macam.yaitu analisis kuantitatif dan analisis kualitatif. Perbedaan yang mendasari keduanya adalah pada jenis data yang diperoleh.Jika peneliti ingin melakukan pengukuran dengan menggunakan angka maka digunakan analisis kuantitatif.Jika peneliti ingin mengetahui proses/informasi baru dapat digunakan analisis kualitatif.Jadi, keputusan yang diambil menurut kebutuhan peneliti.

Uraian berikut ini akan memaparkan analisis kuantitatif. Untuk analisis kualitatif dapat dipelajari sendiri pada referensi yang sudah banyak dalam bahasa Indonesia.

**Cara memilih analisis data statistika**

Jenis-jenis data penelitian sebagai berikut:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Jenis data | Ciri – ciri | Contoh |
| Nominal | Hasil menghitung, kategorikal, cacah, nomor rumah/telp./urut. | Jenis industri di BEI, LQ-45 |
| Ordinal | Bertingkat, angka yang lebih tinggi mengandung perbedaan (tapi tidak sama bedanya) | Kelas I-VI, golongan I-IV, eselon I-V, predikat. |
| Interval | Tidak punya nilai nol mutlak (netral), tiap tingkat menunj beda yang sama. Dapat dijumlah, kali, bagi. | Skala likert,  Skala 2,1,0,-1,-2. |
| Rasio | Punya nilai nol mutlak. Dapat dikali, bagi, jumlah. | Rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio utang, Indeks |

**Jenis–Jenis & Macam Hipotesis**

Secara umum, hipotesis penelitian dapat dibagi menjadi 2 yaitu Hipotesis nol (H0) dan hipotesis alternatif (Ha/H1).Tidak ada perbedaan arti dalam penggunaan Ha ataupun H1, namun dalam uraian buku ini digunakan istilah Ha.Untuk membedakan dua macam hipotesis tersebut adalah dengan mencermati pernyataannya.

Pernyataan hipotesis nol adalah; tidak ada (hubungan/perbedaan) yang signifikan antara variabel penelitian Adengan variabel penelitian B. hipotesis nol selalu dikontraskan dengan hipotesis alternatif yang berbunyi; ada (hubungan/perbedaan) yang signifikan antara variabel penelitian A dengan variabel penelitian B.

Beberapa bentuk hipotesis adalah hipotesis komparatif dan asosiatif. Hipotesis bentuk lain misalnya hipotesis interdependent. Penyusunan hipotesis ini harus dibuat berdasarkan landasan teori yang kuat.Landasan teori yang kuat diperlukan agar penelitian yang dilakukan mempunyai konsep yang jelas dan banyak diakui/diterima masyarakat.

Contoh bentuk hipotesis komparatif adalah: “tidak ada perbedaan return sahamsebelum dan sesudah pembagian dividen tunai”. Hipotesis komparatif mempunyai bentuk umum yakni menunjukkan perbedaan antara satu, dua atau lebih kelompok berdasarkan variabel yang dipilih.

Contoh bentuk hipotesis asosiatif adalah: “tidak terdapat pengaruh antara likuiditassaham terhadap return saham”. Hipotesis asosiatif selalu menunjukkan hubungan atau pengaruh antara dua atau lebih variabel dalam penelitian.

Contoh bentuk hipotesis interdependen adalah: “karakteristik investor di Indonesia dapat dikelompokkan menjadi tiga kelompok investor”. Ciri bentuk hipotesis interdependen adalah hipotesis tidak hendak melihat perbedaan maupun hubungan antar variabel.

Tabel 2.Teknik analisis statistika yang dapat dipilih dalam penelitian.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Macam – macam data | Bentuk Komparasi | | | | Asosiatif |
| Dua sampel | | k- sampel | |
| Korelasi | Independen | Korelasi | Independen |
| Interval/  Rasio | t-tes dua sampel | t-tes dua sampel | One way anova | One way anova | -product moment  -korelasi parsial  -korelasi ganda  -regresi sederhana &ganda |
| Ordinal | -sign tes  -wilcoxon | -Median tes  -mann-whitney  -kolmogorov smirnov | -friedman  -two way anova | -Media ekstention  -kruskal walls | -Spearman rank  -kendall tau |
| Nominal | Mc Nemar | -Fisher exact  -chi kuadrat for two sampel | Chi kuadrat for k-sampel | Chi kuadrat for k-sampel | -coefisien contingensi |

Tabel 2. Menunjukkan apa saja teknik analisis yang dapat kita gunakan dalam penelitian.

Misal data yang kita dapatkan adalah data interval dan hipotesisnya adalah komparatif dua kelompok tidak berhubungan maka kita menggunakan uji-t independent sample.Jika dataya adalah datanya ordinal hipotesisnya komparatif k-kelompok yang independent kita gunakan kruskal walls.

**Memilih Software Komputer**

Dalam memudahkan kita mengolah data dengan analisa statistika, kita dapat menggunakan berbagai macam alat bantu atau software. Adapun software statistika yang dapat digunakan sangatlah banyak namun tidak semuanya memiliki keakuratan yang baik.Ada beberapa software statistika yang sering digunakan baik dalam dunia pendidikan atau pun pekerjaan.

**1. SPSS**

Tentu Anda sering mendengar program statistika satu ini, di perkuliahan atau pun di beberapa perusahaan besar pun menggunakan software statistika ini.SPSS singkatan dari *Statistical Package for the Social Software*.Pertama kali dirilis pada tahun 1968 yang dikembangkan oleh**Norman H. Nie** dan **C. Hadlai Hull**.

SPSS pertama kalo muncul dengan versi PC dengan nama **SPSS/PC+ (versi DOS)**. Setelah mulai populernya sistem **WINDOWS** maka SPSS berkembang mulai dari **versi 6.0** hingga sekarang.SPSS pada awalnya dibuat untuk keperluan pengolahan data statistik untuk ilmu-ilmu sosial (sesuai dengan singkatan dari SPSS itu sendiri).

SPSS pada tanggal 28 Juli 2009 disebut sebagai **PASW** (*Predictive Analytics SoftWare*), karena perusahaan ini telah dibeli oleh perusahaan **IBM** dengan harga US$ 1,2 milyar. Dan pada Januari 2010 menjadi SPSS : Sebuah Perusahaan IBM", dan menjadi nama **IBM SPSS** yang sepenuhnya diintegrasikan ke dalam **IBM Corporation** dan merupakan salah satu merk dibawah *IBM Software Group Portofolio Bisnis Analytics*bersama dengan *IBM Cognos*.

Kelebihan SPSS :

* SPSS mampu mengakses data dari berbagai macam format data yang tersedia seperti dBase, Lotus, Acces, Text file, Spreadsheet, bahkan mengakses database melalui ODBC (Open Data Base Connectivity) sehingga data yang sudah ada, dalam berbagai macam format bisa langsung dibaca SPSS untuk dianalisis.
* SPSS memberi tampilan data yang lebih informatif, yaitu menampilkan data sesuai nilainya (menampilkan label data dalam kata-kata) meskipun sebenarnya kita sedang bekerja menggunakan angka- angka (kode data).
* SPSS memberikan informasi lebih akurat dengan memperlakukan missing data secara tepat, yaitu dengan memberi kode alasan terjadi *missing data*.
* SPSS melakukan analisis yang sama untuk kelompok-kelompok pengamatan yang berbeda secara sekaligus dan praktis.
* SPSS mampu merangkum data dalam format table multidimensi (crosstabs), yaitu beberapa field ditabulasikan secara bersamaan.
* Tabel multidimensi SPSS sifatnya interaktif. Kolom tabel bisa dirubah menjadi baris tabel dan sebaliknya. Semua nilai dalam sel- sel tabel akan disesuaikan secara otomatis. Hal ini sangat memudahkan pekerjaan eksplorasi data.

**2. MINITAB**

Software statistika berikutnya adalah MINITAB yaitu program komputer yang dirancang untuk melakukan pengolahan statistik.Minitab menggabungkan kemudahan penggunaan layaknya *Microsoft Excel*dengan kemampuannya melakukan analisis statistik yang kompleks.

Minitab dikembangkan di *Pennsylvania State University* oleh periset **Barbara F. Ryan, Thomas A. Ryan, Jr., dan Brian L. Joiner** pada tahun 1972. Minitab didistribusikan oleh **Minitab Inc,** sebuah perusahaan swasta yang bermarkas di State College, Pensylvania dengan kantor cabang Coventry,**Inggris (Minitab Ltd) Paris, Perancis (Minitab SARL) dan Sydney, Australia (Minitab Pty.)**.

Minitab seringkali digunakan dalam perusahaan industri sebagai implementasi *Six Sigma - TQM, CMMI*serta metode perbaikan proses yang berbasis statistik lainnya dikenal dengan *Design of Experiment (DOE)*. Minitab Inc, juga membuat perangkat lunak sebagai pelengkap Minitab 16, *Quality Trainer* dan*Quality Companion 3.*

Adapun kelebihan Minitab antara lain :

* Minitab memiliki keunggulan dari pengolahan data statistik khususnya Analysis of Variance (ANOVA), desain eksperimen, analisis multivariat, peramalan,analisis time series, statistical prosess control, analisis data kualitatif, analisis non parametrik, analisis reabilitas dan lain- lain.
* Minitab memberikan fasilitas membuat grafik statistic secara mudah dan menyampaikannya dalam bentuk lebih menarik, informatif, dan sekaligus menceritakan probabilitas.
* Minitab menyediakan StatGuide yang menjelaskan cara melakukan interpretasi tabel dan grafik statistika yang dihasilkan oleh minitab dengan cara yang mudah dipahami.
* Minitab mempunyai ukuran worksheet dinamis dan membuat kolom sampai 4000.
* Minitab memiliki 2 layar primer yaitu worksheet (lembar kerja) dan sesi Command (layar untuk menampilkan hasil)
* Tampilan menu di minitab, lebih lengkap dan disertai toolbar- toolbar sehingga akan memudahkan anda dalam menjalankan perintah.
* Mempunyai file minitab worksheet (MTW) dan Minitab Project (MPJ) yang digunakan untuk membedakan file worksheet dan file project.
* Minitab menyediakan ReportPad agar mudah membuat laporan project yang telah dibuat.
* Minitab memberikan kebebasan pada anda dalam membuat nama yang panjang pada file tanpa harus menyingkat nama file.
* Minitab menyediakan fasilitas makro untuk membuat program yang berulangkali dipakai, memperluas fungsi minitab, atau mendesain perintah sendiri. Selain itu, minitab memiliki Bahasa pemograman makro lebih mudah.

**3. SAS**

SAS adalah singkatan dari*Statistical Analysis System* yang disediakan oleh **SAS Institute Inc**. SAS pertama kali dikembangkan oleh **Anthony J. Barr**pada tahun 1966.Seorang mahasiswa lulusan dari North Carolina State University lulus 1962-1964.  
SAS menggunakan bahasa pemograman, dan memungkinkan programmer melakukan entri data, analisis statistik, peramalan untuk mendukung keputusan riset operasi, peningkatan kualitas pengembangan aplikasi data dan lain sebagainya. Pemograman dalam SAS dikategorikan dalam 2 jenis, yaitu **data step** untuk membuat, membaca atau pun memanipulasi data, dan **proc step** (*procedure step*) digunakan untuk menganalisa, meringkas atau pun membuat tabulasi dari sebuah data. SAS dibangun sejak **versi 6.0** hingga**versi 9.2.**  
Adapun analisa yang dapat dilakukan dengan menggunakan SAS adalah :  
1. Base SAS - *Basic Procedure and Data Management*

2. SAS/STAT -*Statistical Analysis*

3. SAS/GRAPH - *Graphic and presentation*

4. SAS/OR - *Operation research*

5. SAS/ETS - *Econometric and Time Series*

6. SAS/IML - *Interactive matrix language*

7. SAS/AF - *Aplication facility*

8. SAS/QC - *Quality control*

9. SAS/INSIGHT - *Data mining*

10. SAS/PH - *Clinical trial analysis*

11. Enterprise Miner -*Data mining*

Sedangkan kelebihan yang dimiliki SAS adalah sebagai berikut :

* Hasilnya lebih akurat karena menghasilkan angka dibelakang koma lebih banyak.
* Apabila menggunakan syntax menginputkan data lebih mudah karena bisa di copy dari file mana saja, namun harus hafal atau tahu syntax untuk analisisnya.

**4. LISREL**

LISREL adalah software statistik yang ketiga dan paling sering digunakan dalam dunia pendidikan.Singkatan dari LISREL adalah*Linear Structural Relationship*. Pada awalnya dikembangkan oleh**Karl Joreskog** (1973) yang merupakan sebuah nama model persamaan struktural. Dan selanjutnya dikembangkan software komputer yang mendukungnya oleh **Joreskog dan Sorbom.** Pertama kali software yang tersedia untuk umum adalah LISREL versi 3 tahun 1975.Dan sekarang sudah mencapai LISREL 8.8.

LISREL salah satu software yang digunakan untuk program SEM (*Structural Equation Model*) yang saat ini masih tercanggih dan dapat mengestimasi berbagai masalah SEM yang bahkan mungkin tidak dapat dilakukan oleh software lainnya.

Pada edisi terakhir for windows, LISREL memiliki aplikasi statistik sebagai berikut :

1. LISREL untuk SEM
2. PRELIS untuk manipulasi data dan Analisis statistika dasar
3. MULTILEV untuk *hierarchical Linear*dan *Model nonlinear.*
4. SURVEYGLIM untuk  GLM (*Generalized Linear Modelling*).
5. CATFIRM untuk *formative inference based recursive modelling for categorical response variables.*
6. CONFIRM untuk *formative inference based recursive modelling for continuous response variables.*
7. MAPGLIM untuk *GLM for multilevel data*.

**5. AMOS**

AMOS adalah singkatan dari *Analysis of Moment Structure*merupakan salah satu software yang digunakan untuk mengestimasi model pada model SEM. AMOS mengimplementasikan pendekatan yang umum untuk analisa data pada model persamaan struktural yang menjelaskan analisa struktur kovarians, atau *causal modelling*. Pendekatan ini meliputi kasus khusus banyak teknik konvensional terkenal mencakup model linier yang umum dan analisis faktor umum.

 AMOS memberikan kemudahan dalam proses perhitungan dan analisis menjadi lebih sederhana bahkan orang-orang awam bukan ahli statistik akan dapat menggunakan dan memahami dengan mudah. AMOS diambil alih oleh **Microsoft** untuk disesuaikan dengan versi **SPSS** saat ini.

Metode-metode dalam AMOS saat ini diantaranya :

1. *Maximum Likelihood*

2. *Unweighted Least Square*

3. *Generalized Least Square*

4.*Browne's Asymptotically Distribution - Free Criterion*

5. *Scale Free Least Square*

**6. EVIEWS**

EVIEWS singkatan dari*Economic Views* merupakan perangkat lunak (*software*) yang banyak digunakan untuk kepentingan analisis data ekonomi dan keuangan. Pada awalnya dikembangkan dan didistribusikan oleh *Quantitative Micro Software*(QMS). EVIEWS menyajikan perangkat analisis data, regresi dan peramalan (*regression and forecasting*). EVIEWS dapat memanipulasi data*time series*. EVIEWS memanfaatkan lingkungan*WINDOWS user-friendly* dan kegunaan lainnya antara lain analisis data dan evaluasinya, analisis keuangan, peramalan ekonomi makro, simulasi, peramalan penjualan dan analisis biaya.

**7. R - Software**

R adalah *software* statistik yang bebas (*free software*) dibawah lisensi GNU (*GNU is not unix*) *General is Public Licence* yang menjamin selalu agar R selalu bebas. Lebih tepatnya R bukanlah suatu program statistika, namun sebuah lingkungan pemograman yang banyak digunakan statistisi. R menyediakan penanganan dan penyimpanan data, mendukung banyak operator perhitungan, menyediakan banyak alat untuk analisis data, menampilkan kemampuan *graphical* yang baik dan merupakan bahasa pemograman langsung yang didasarkan pada bahasa pemograman S yang ditulis oleh **Rick Becker, John Chambers, dan Allan Wilks**dari**AT&T Bell Laboratories**. Nama R diambil dari nama depan penulisnya yaitu**Ross Ihaka dan Robert Gentlement** di Departemen Statistika Universitas Auckland Selandia Baru.

Kelebihan Utama Program R :

* *Free*: User dapat meng-*copy* dan menginstall program ini secara bebas tanpa perlu membayar lisensinya.
* *Multiplatform* : R bersifat multiplatform operating systems, lebih umum dibanding program statistika yang pernah ada dengan demikian jika user ingin berpindah sistem operasi maka penyesuaian akan lebih mudah dilakukan (contoh Windows ke Linux atau Linux ke Windows).
* *Programmable* : User dapat memprogramkan metode baru atau mengembangkan modifikasi dari fungsi-fungsi analisa statistika yang sudah ada dalam R. Dan juga dikarenakan berbasis analisa statistika pemrograman dalam membuat paket ini jauh lebih mudah karena sudah ditunjang beberapa program dasar statistik yang telah ada.
* Bahasa berbasis analisa matriks. Bahasa R sangat baik untuk melakukan programming berbasis matriks. Sehingga sangat cocok dan powerful untuk pemrograman di bidang multivariat.
* Mempunyai kemampuan menampilkan grafis yang sangat baik dan lengkap sehingga sangat memudahkan bagi kita untuk menampilkan bentuk-bentuk grafik sesuai yang diinginkan dan mudah dibaca.

**8. STATA**

STATA adalah singkatan dari**Statistika dan Data**yaitu program komputer yang digunakan untuk analisa statistika dan dibuat oleh*StataCorp* tahun 1985.Dirancang untuk keperluan ekonomi, sosiologi dan epidemiologi dengan berbagai fitur manajemen data, analisis statistika, grafik, simulasi dan pemograman.

Kelebihan program ini antara lain :

–       Hampir semua proses analysis statistik dapat dilakukan oleh stata, sebab tidak terbatas pada pilihan menu yang ada.

–       Dapat juga digunakan untuk menganalisis data survey, yang biasanya pengambilan sampelnya tidak dilakukan secara acak sederhana (simple ramdom sampling/srs), misalnya adanya pembagian strata dan pemilihan cluster atau blok sensus atau wilayah cacah.

**Publikasi Riset**

Tren riset masa sekarang adalah publikasi, publikasi adalah suatu keharusan.Riset yang dihasilkan di rilis kedalam jurnal internasional. Hal ini akan mendatangkan beberapa keuntungan, selain tujuan utamanya adalah memberitahukan kepada masyarakat bahwa sudah ada suatu hasil riset yang mampu menjawab sebagian pertanyaan yang ada didalam masyrakat, namun juga akan mendatangkan dampak turunan seperti ; (1) publikasi akan langsung mengiklankan kompetensi periset, (2) publikasi akan memperluas *span of benefit*, *span of reach* dan *span of influence*dari riset dan perisetnya dan (3)  publikasi dapat  mendatangkan sponsor atau pemberi dana penelitian.

**Etika dalam Penelitian**

Etika memberikan batasan tentang apa yang boleh dan apa yang tidak boleh dilakukan, apa yang dianggap bermoral dan apa yang tidak.

Hal yang perlu diperhatikan oleh seorang peneliti (Neuman, 2003, Mason, 1996):

1. Plagiarisme : tindakan mengutip ide orang lain tanpa mengakui/menyebutkan sumbernya. Merupakan dosa terbesar dalam dunia akademik
2. Manipulasi penelitian : Meliputi tindakan peneliti yang memalsukan, mengarang, atau menciptakan data sendiri sesuai dengan keinginan penelitti. Atau melaporkan desain studi yang tidak sesuai dengan kenyataan ybs.
3. Identitas Pribadi dari Pelaku/Objek Penelitian : Identitas pribadi pelaku pada objek yang diteliti perlu dirahasiakan demi melindungi karier, pergaulan, privasi maupun status sosial ybs.
4. Akses ke Objek penelitian: Jika objek yang diteliti menyangkut properti pribadi, maka izin dari pemilik properti diperlukan demi menghormati hak milik orang lain.

Dalam hal ini ada 2 jenis penelitian yakni ***covert study*** dan ***Overt study.***

***Covert study*** adalah penelitian yang dilakukan dengan merahasiakan status peneliti dan aktivitas penelitian itu sendiri terhadap pelaku/objek penelitian dengan tujuan memperoleh data yang lebih ilmiah.

***Overt study*** penelitian yang dilakukan dengan atas sepengatahuan pelaku/objek yang diteliti.

1. Independensi Penelitian. Peneliti harus menjaga independensinya sebagai wujud pertanggungjawaban profesionalnya.
2. Pelecehan terhadap Pelaku dari Objek Penelitian. Peneliti harus dapat menghindari pelecehan, baik disengaja maupun tidak terhadap pelaku dari objek yang diteliti.
3. RANGKUMAN
   1. Riset merupakan sebuah proses yang didukung oleh data dan sistematis untuk mencapai jawaban atas suatu pertanyaan yang dapat digunakan untuk menyelesaikan permasalahan atau untuk dapat memahami fenomena yang terjadi.
   2. Riset keuangan merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengaplikasikan kemampuan teoritis dalam sebuah penelitian secara empiris dengan menggunakan data-data keuangan berdasarkan kaidah-kaidah/metodologi penelitian ilmiah.
   3. Pada dasarnya riset dapat dikatagorikan menjadi dua jenis:  *basic research*/penelitian dasar yang mengembangkan suatu teori atau konsep dalam bidang tertentu dan applied research/penelitian terapan yang berkaitan dengan suatu penerapan teori untuk mendapatkan perbandingan, hasil kinerja atau menghasilkan suatu produk yang membantu manusia.
   4. Penggunaan program statistika bergantung kepada permasalahan apa yang sedang dianalisis. Misal untuk masalah ekonometri sebaiknya gunakan Eviews. Sedangkan untuk data runtun waktu / *time series*,  lebih mudah menggunakan MINITAB. Namun tidak menutup kemungkinan pula beberapa permasalahan dapat dianalisis dengan menggunakan lebih dari satu program.
   5. Tujuan utama publikasi riset adalah memberitahukan kepada masyarakat bahwa sudah ada suatu hasil riset yang mampu menjawab sebagian pertanyaan yang ada didalam masyrakat, namun juga akan mendatangkan dampak turunan seperti ; (1) publikasi akan langsung mengiklankan kompetensi periset, (2) publikasi akan memperluas *span of benefit*, *span of reach* dan *span of influence*dari riset dan perisetnya dan (3)  publikasi dapat  mendatangkan sponsor atau pemberi dana penelitian.

1. **SOAL LATIHAN**
   1. Jelaskan dengan pemahaman Anda yang dimaksud dengan riset dan riset keuangan?
   2. Jelaskan karakteristik riset!
   3. Jelaskan macam-macam riset!
   4. Jelaskan macam-macam data, teknik pengumpulan dan analisis data
   5. Mengapa kita perlu melakukan publikasi riset?
   6. Menurut Anda alat statistic mana yang paling baik untuk melakukan riset keuangan?
2. **DAFTAR PUSTAKA**

Arifin, Z. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Yogyakarta: Ekonisia.

DeAngelo, Harry, and Ronald W. Masulis. "Optimal capital structure under corporate and personal taxation." *Journal of financial economics* 8.1 (1980): 3-29

Burns, Robert B, 2000. *Introduction to Research Methods,* 4th edition, French Forest NSW: Longman

Jensen, Michael C. "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." *The American economic review* 76.2 (1986): 323-329.

Jensen MC, Meckling WH. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* **3**(4): 305-360.

Kerlinger, F.N, 1986, *Foundations of Behavioral Research*, Edisi ke-3, New

York: Holt, Rineheart, ad Winston

Hopkins, W. G. (2000). *Quantitative Research Design. Department of Physiology and School of Physical Education,* University of Otago, Dunedin, NewZealand 9001, Reviewed by Atkinson, G. (2000). *Research institute for sport and exercise sciences. Liverpool,* UK: Liverpool John MooresUniversity

Megginson, W. L. (1997). Corporate finance theory. Addison-Wesley.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” American Economic Review 48 (3): 261–97.

Myers, S. C. (1984) The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, 39(3), 574-592.

Ross S. The determination of financial structure: the incentive-signaling Approach, Bell Journal of Economics. 1977; 8:23-40.

**BAB II**

**EKONOMETRIKA UNTUK KEUANGAN**

1. **Pendahuluan**

Ekonometrika adalah salah satu bidang ilmu yang merupakan gabungan dari ilmu ekonomi, matematikan, dan statistika untuk mengukur dan menguji secara empiris hubungan antar variabel-variabel ekonomi secara kuantitatif berdasarkan data empiris.Ini berarti bahwa ekonometrik merupakan ukuran besaran hubungan antara variabel ekonomi.

Pendekatan ekonometrika juga digunakan dalam berbagai riset-riset keuangan untuk membahas isu empiris keuangan, seperti memprediksi faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal, faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan, faktor-faktor yang memengaruhi kebutuhan likuiditas perusahaan, peramalan harga sahamdan lain-lain.

Ruang lingkup ekonometrika yang dibahas adalah berbagai macam pendekatan dari ekonometrika yang digunakan dalam riset-riset keuangan misalnya aplikasi regresi linier, asumsi regresi dengan estimasi *Ordinary Least Square*, regresi dengan data panel, regresi model logit, regresi model logit, *Autoregresif Integrated Moving Average (ARIMA.*

1. **Tujuan Pembelajaran**

Setelah membaca bab ini, Anda diharapkan dapat:

* 1. Menjelaskan berbagai pendekatan ekonometrika yang digunakan dalam riset-riset keuangan
  2. Mengetahui aplikasi pendekatan-pendekatan ekonometri dalam isu-isu riset keuangan

1. **Penyajian Materi**
2. **Pendekatan Ekonometrika dengan Regresi**
   1. **Pengertian dan Tujuan Regresi**

Regresi merupakanketergantungan satu variabel pada variabel yang lain, studi ketergantungan satu variabel (variabel tak bebas) pada satu atau lebih variabel lain (variabel yang menjelaskan), dengan maksud untuk menaksir dan/atau meramalkan nilai rata-rata hitung (*mean)* atau rata-rata (populasi) variabel tak bebas, dalam pengambilan sampel berulang-ulang dari variabel yang menjelaskan (*explanatory variable*) dengan 3 tujuan:

1. Estimasi nilai rata-rata variabel 🡺*Estimate a relationship among economic variables, such as* y = f(x).
2. Menguji hipotesa
3. Memprediksi ⎝ Forecast or predict the value of one variable, y, based on the value of another variable, x.

Salah satu bentuk inferensi statistika (pengambilan kesimpulan) terhadap parameter populasi adalah estimasi. Dalam estimasi yang dilakukan adalah menduga/memperkirakan parameter dengan penduga yang sesuai (“terbaik”).

Misalnya :

|  | populasi | sampel |
| --- | --- | --- |
| mean | μ |  |
| standar deviasi | σ | s |
| Variansi | σ2 | s2 |
| Proporsi | p |  |

Dalam analisis regresi, ada asimetris atau tidak seimbang (*asymmetry*) dalam memperlakukan variabel tak bebas dan variabel bebas. Variabel tak bebas diasumsikan bersifat stokastik atau acak. Pada bagian lain, variabel bebas diasumsikan mempunyai nilai yang tetap dalam pengambilan sampel secara berulang-ulang. Sementara itu, dalam analisis korelasi, baik variabel tak bebas maupun variabel bebas diperlakukan secara simetris atau seimbang di mana tidak ada perbedaan antara variabel tak bebas dengan variabel bebas.

**Regresi klasik**

Regresi klasik mengasumsikan bahwa E (Xt,εt)=0. Diasumsikan bahwa tidak ada korelasi antara error term (εt) dengan variabel independennya, maka variabel independen disebut independen atau deterministik. Apabila asumsi klasik tersebut di atas tidak terpenuhi, yang berarti E(Xt,εt)≠0, maka hasil estimasi dengan menggunakan methoda OLS tidak lagi menghasilkan estimator yang BLUE. Jika ada korelasi positif antara independen variabel dan error-term, ada kecenderungan hasil estimasi dengan menggunakan OLS akan menghasilkan estimasi terhadap intersep yang under-valued, dan koefisien parameter yang *over-estimated*. Apabila ukuran sampel diperbesar, korelasi positif antara independen variabel dan error-term akan menghasilkan estimasi yang semakin bias. Intersep akan semakin bias ke bawah, sedangkan koefisien parameter akan semakin bias ke atas.

Model regresi liner merupakan suatu model yang parameternya linier (bisa saja fungsinya tidak berbentuk garus lurus), dan secara kuantitatif dapat digunakan untuk menganalisis pengaruh suatu variabel terhadap variabel lainnya. Analisis regresi menyangkut studi tentang hubungan antara satu variabel Y yang disebut variabel tak bebas atau variabel yang dijelaskan (*dependent variable)* dan satu atau lebih variabel X1, X2, …., Xp, yang disebut variabel bebas atau variabel penjelas (*independent variable).*

Persamaan regresi yang hanya terdiri dari satu variabel bebas, maka model tersebut dikenal dengan sebutan regresi linier sederhana (simple regression). Sedangkan jika dalam persamaan regresi terdapat lebih dari satu variabel bebas, maka model yang diperoleh disebut dengan regresi linier Berganda (*multiple regression*).

* 1. **Regresi Linear Sederhana**
     + 1. **Regresi populasi.**

Perhatikan utama regresi pada dasarnya adalah menjelaskan dan mengevaluasi hubungan antara suatu variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen.akan memberi ilustrasi tentang regresi sederhana yang terdiri dari satu variabel independen. Sebagai contoh, diberikan ilustrasi sebagai berikut: menurut model pendekatan tradisional *(traditional approach)* yang dikemukakan oleh Dornbusch (2000), bahwa perubahan harga saham dipengaruhi oleh nilai tukar. Misalkan jika nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat mengalami apresiasi (dollar AS depresiasi) maka harga saham di Bursa Efek Indonesia mengalami penguatan, dan seblaiknya jika nilai tukar rupiah terhadap dollar AS mengalami depresiasi (dollar AS apresiasi) maka harga saham di Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan dengan asumsi variabel selain harga tetap.

Asumsikan terdapat hubungan yang linier antara harga saham dan nilai tukar. Hubungan keduannya tidak harus linier, namun untuk penyederhanaan asumsikan linier. Hubungan linier kedua dapat tulis dalam persamaan regresi berikut:

Yi = β0 + β1X1 β1 < 0 (1)

dimana Yi = Harga saham; Xi = Kurs; i = observasi ke 1,2, 3…, n1

Dalam persamaan (1) tersebut variabel Y yaitu jumlah permintaan barang disebut variabel dependen (dependent variable) sedangkan variabel X yaitu harga barang disebut sebagai variabel independen (independent variable). Persamaan (1) tersebut disebut persamaan regresi populasi. Persamaan (2) menunjukan nilai harapan (expected value) jumlah permintaan barang. Nilai harapan tersebut dapat dinyatakan dalam persamaan sbb:

E(Y1)= β0 + β1X1 (2)

Nilai harapan dapat diinterprestasikan sebagai rata-rata jumlah permintaan barang pada harga tertentu.Jumlah permintaan barang aktual tidak harus sama dengan nilai harapannya. Ada banyak faktor yang mempengaruhi jumlah permintaan barang selain harga. Oleh karena itu, jumlah permintaan barang aktual dapat ditulis sbb:

Y1 = E(Yi) + ei (3)

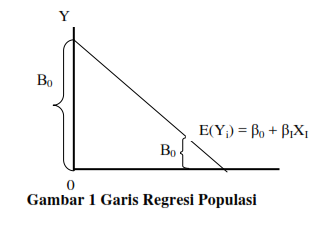
atau dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan sbb:

Yi = β0 + β1Xi+ ei (4)

Dimana ei adalah variabel gangguan (disturbance/errors terms) yang nilainya bisa positif atau negatif.Variabel gangguan ini muncul karena hubungan variabel ekonomi adalah hubungan yang acak atau random tidak seperti hubungan variabel dalam matematika yang bersifat deterministik. Pada tingkat harga yang sama, jumlah barang yang dibeli konsumen akan berbeda. Hal ini terjadi karena ada faktor selain harga yang juga bisa mempengaruhi permintaan barang, misalnya selera konsumen. Dengan demikian, variabel gangguan mencerminkan faktor-faktor selain harga yang mempengaruhi jumlah permintaan konsumen tetapi tidak dimasukan dalam persamaan. Oleh karena itu, variabel dependen Y adalah variabel random (random variable) atau stokastik(stochastic variable) yang besar kecilnya tergantung dari variable independen X.variabel independen X adalah variabel tetap atau non-stotastik. Sedangkan variabel gangguan e variabel random atau stokastik.

Secara umum variabel gangguan ini disebabkan oleh dua hal. Yang pertama, variabel gangguan muncul karena model yang digunakan terlalu sederhana tidak mencerminkan realitas. Misalnya kasus dalam permintaan barang diatas dimana hanya memasukan variabel harga saja sebagai satu-satunya faktor yang mempengaruhi jumlah permintaan barang. Sumber kedua munculnya variabel gangguan berhubungan dengan perilaku variabel ekonomi yang mencerminkan perilaku manusia. Misalnya jika variabel harga merupakan satu-satunya faktor yang mempengaruhi jumlah permintaaan barang belum tentu tingkat jumlah permintaan barang dari setiap konsumen akan sama dari waktu ke waktu.

Persamaan (1) tersebut menjelaskan bahwa hubungan Y dan X merupakan hubungan linier. Hubungan linier dapat digambarkan dalam bentuk garis lurus di dalam sebuah garis dengan β0 sebagai intersep (konstanta) dan β1 adalah kemiringan (slope) dari garis lurus yang peroleh. Gambar dari persamaan (1) tersebut disebutdengan garis regresi populasi, lihat gambar 1



* + - 1. **Regresi sampel.**

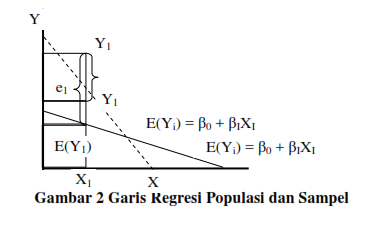
Persamaan regresi populasi persamaan (1) sulit diketahui.Regresi populasi ini hanya dapat diestimasi dengan menggunakan data sampel.Kembali ke dalam regresi populasi tentang jumlah permintaan barang. Persamaan regresi sampel untuk menjelaskan hubugan antara jumlah permintaan barang dengan tingkat harganya dapat dinyatakan dalam persamaan sbb:

Y1 = β0 + β1Xi β1<0 (5)

Persamaan (5) ini kalau gambarkan dalam bentuk grafik merupakan garis lurus dengan intersep sebesar β0 dan slope β1. Garis lurus dapatkan regresi sampel dimana β0 dan β1 merupakan estimasi parameter dari populasi β0 dan β1. Y1 di dalam persamaan (5) tersebut disebut nilai prediksi (predicted value) dari nilai aktual Y. Y1 disebut nilai prediksi (predicted value) dari dapat memprediksi jumlah permintaan barang untuk setiap harganya. Nilai prediksi jumlah permintaan barang tentu tidak harus sama dengan nilai jumlah permintaan aktualnya. Perbedaan antara jumlah permintaan yang diprediksi dengan jumlah permintaan aktual disebut residual (residual). Dengan demikian, jumlah perminaan barang aktual dapat ditulis dalam bentuk persamaan sbb:

Yi = Yi + ei (6)Atau dapat ditulis dalam persamaan sbb:

Y1 = β0 + β1X1 + ei (7)



Perbedaan antara garis regresi populasi dan sampel dapat dilihat dalam gambar2. Di dalam gambar 2. tersebut, untuk obeservasi i (Xi) nilai Yi aktualnya adalah Y sedangkan nilai harapan regresi populasi adalah E (Yi). Perbedaan antara Yi dengan E(Y) adalah gangguan (ei). Sedangkan nilai prediksi dari regresi sampel adalah Yi dan pembedaan antara Yi dengan Yi disebut residual (ei). Pada obeservasi i tersebut nilai prediksi regresi sampel terlalu tinggi (overestimate) terhadap nilai harapan E(Y) regresi populasi. Dalam gambar tersebut semua titik disebelah kiri titik A menghasilkan prediksi regresi sampel terlalu tinggi sedangkan pada sebelah kananakan menghasilkan prediksi regresi sampel yang terlalu rendah (underestimate)dibandingkan dengan regresi populasi.

**Metode Kuadrat Terkecil (*Ordinary Least Squares* = *OLS*)**

Persoalan penting didalam pembuatan garis regresi sampel adalah begaimana bisa mendapatkan garis regresi yang baik. Garis regresi sampel yang baik ini terjadi jika nilai prediksinya sedekat mungkin dengan data aktualnya. Dengan kata lain mencari nilai β0 dan β1 yang menyebabkan residual sekecil mungkin. Pada sub-bab ini akan dibahas metode klasik yang disebut metode metode kuadrat terkecil (*ordinary least squares* = OLS).

Y1 = β0 + β1X1 + ei (8)

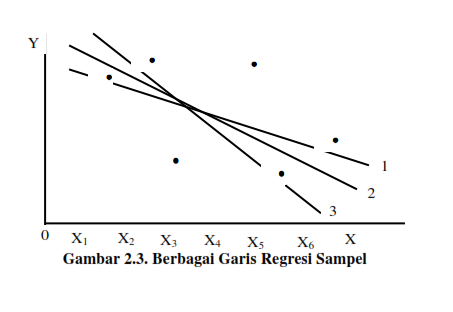
Sebagaimana pembahasan sebelumnya, persamaan (8) tersebut merupakan prediksi dan nilai prediksi ini akan berbeda dengan nilai aktualnya. Perbedaan nilai aktual dengan nilai prediksi disebut residual (*ei*) dan dapat ditulis sbb:

Y1 = Y1 + ei (9)

Persamaan (9) tersebut bisa tulis dalam bentuk persamaan yang lain sbb:

e1 = Y1 - Y1 (10) e1 = Y1 - β0 - β1X1 (11)

Berdasarkan persamaan (11) tersebut, jika nilai residual adalah kecil makaperbedaan antara aktual dan prediksi adalah kecil. Artinya, jika ingin mendapatkan garis regresi yang baik residualnya harus sekecil mungkin. Misalkan mempunyai 6 data sampel jumlah permintaan barang (Y) dan harganya (X). plot data tersebut dalam bentuk diagram pancar atau sketergram (scattergram), lihatgambar 3.



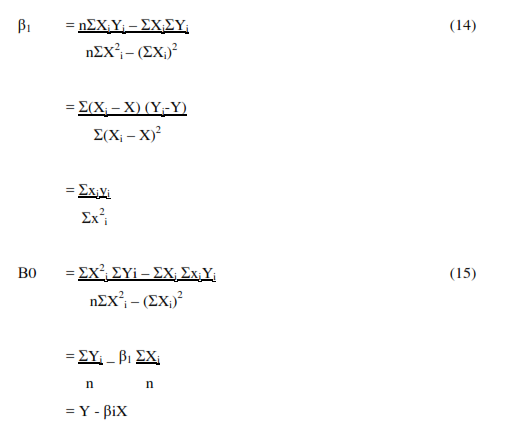
Dari diagram pencar ini kemudian bisa menarik sebanyak mungkin garis regresi sampel, misalnya ambil 3 garis regresi. Sebuah garis regresi dikatakan garis regresi yang baik jika garis tersebut bisa sedekat mungkin dengan data aktualnya. Atau dengan kata lain garis regresi yang baik terjadi jika residualnya sekecil mungkin.Pertanyaan yang muncul, bagaimana caranya mendapatkan residual sekecil mungkin sehingga bisa mendapatkan garis regresi yang terbaik.Jika menjumlahkan semua residual ini memang bisa mendapatkan jumlah residual ei yang sedikit mungkin. Namun, kemungkinan mendapatkan jumlah residual ei sebesar nol bisa juga terjadi. Padahal faktanya ada beberapa residual ei yang jaraknya jauh dari garis regresi baik dibawahnya maupun diatasnya. Hal ini terjadi karena memberi timbangan yang sama kepada setiap residual ei tanpa melihat jauh dekat jaraknya. Misalnya e1, e2, e3, e4, e5, dan e6 masing-masing jaraknya -1, +1, -4, +4, -2 dan +2. Jumlah nilai dari residual ei adalah nol meskipun *e3* dan *e4* mempunyai jarak yang lebih jauh dari garis regresi dibandingkan dengan *e1*dan *e2*. bisa menghindari permsalahan kemungkinan terjadinya jumlah nilai residual ei sebesar nol dengan memberi timbangan kepada masing-masing residual *ei*. Salah satu caranya adalah dengan mengkuadratkan masing-masing residual *ei*. Dengan mengkuadratkannya maka memberi timbangan yang lebih besar kepada residualnya *ei*. Yang mempunyai jarak yang lebar seperti residual *e3* maupun*e4*. Metode mencari nilai residual sekecil mungkin dengan menjumlahkan kuadrat residual ini disebut dengan metode kuadrat terkecil (*ordinary least squares*).

Metode *Ordinary Least Square* (*OLS*) yang akan menjamin jumlah residual kuadrat sekecil mungkin dapat dijelaskan sbb:

Σe2i = Σ (Yi – Yi)2 (12)

Σe2i = Σ (Yi – β0-β1Yi)2 (13)

Dengan mengkuadratkan residual *ei* dan kemudian menjumlahkannya, maka metode kuadrat terkecil ini akan memberi timbangan yang lebih besar kepada *e3* dan *e4* daripada *e1* dan *e2*. Metode ini akan menjamin bahwa jumlah nilai *ei* sebesar nol tidak mungkin terjadi sebagaimana metode sebelumnya karena lebarnya jarak ei akan jugamenyebabkan lebarnya Σe2i.Di dalam matematika, untuk mendapatkan nilai minimum dalam sebuah fungsi maka syaratnya adalah turunan pertama dari fungsi tersebut sama dengan nol. Oleh karena itu untuk mendapatkan Σe2i sekecil mungkin caranya dengan melakukandiferensiasi (turunan) pada persamaan (13). karena fungsi Σe2i dalam persamaan (13)tersebut adalah fungsi dari β0 dan βi, maka persamaan tersebut harus dideferensiasikan secara parasial terhadap β0 dan βi. Dengan melakukan diferensiasi parsial maka akan menghasilakan nilai estimasi β0 dan βi yang menyebabkan nilai dari Σe2i sekecil mungkin. Proses diferensiasi parsial (13) akan menghasilkan estimator β0 dan βi.



dimana x1 = X, — X, V, — Y, Y dan X adalah rata-rata serta n adalah jumlah observasi.

* 1. **Analisis Regresi Berganda**

Ciri yang paling mudah dikenali dalam analisis regresi berganda adalah terdapat dua atau lebih variabel penjelas.

 (1)

Asumsi untuk memenuhi metode OLS sama dengan asumsi yang digunakan dalam analisis regresi linier sederhana, namun ada tambahan satu asumsi yaitu antara variabel penjelas tidak boleh saling berhubungan kuat (multikolinieritas).

* + 1. **Pengujian Asumsi Klasik**

Pengujian asumsi klasik umumnya dilakukan terhadap regresi yang memiliki 2 atau lebih variabel penjelas. Uji asumsi klasik ini terdiri dari beberapa pengujian yaitu Multikolinieritas (Multikol), Heteroskedastisitas (Hetero), Autokorelasi, dan Normalitas.

1. **Multikolinieritas**

Uji Multikolinieritas bisa menggunakan korelasi sederhana yang dilakukan antar variabel penjelas, dimana rule of thumbs-nya jika nilai koefisien korelasinya lebih besar sama dengan 0.80 maka terdapat multikol antar variabel penjelas tersebut, dan sebaliknya.

1. **Heteroskedastisitas**

Hipotesis yang dibangun dalam pengujian Hetero adalah sebagai berikut:

H0 : Tidak terdapat Hetero

H1 : Terdapat Hetero

Pengujian ini umumnya menggunakan uji white heteroskedasticity. Uji ini menggunakan statistik Chi-Square.Menerima atau menolak hipotesis awal dilakukan dengan membandingkan nilai prob. Chi-Square pada Obs\*R-square dengan alfa yang dipilih (misalnya 5 persen).Jika prob lebih besar dari alfa maka menerima hipotesis awal, artinya tidak terdapat heteroskedastisitas.

1. **Autokorelasi**

Hipotesis yang dibangun dalam pengujian Autokorelasi adalah sebagai berikut:

H0 : Tidak terdapat Autokorelasi

H1 : Terdapat Autokorelasi

Pengujian ini umumnya menggunakan uji LM. Uji ini menggunakan statistik Chi-Square. Menerima atau menolak hipotesis awal dilakukan dengan membandingkan nilai prob. Chi-Square pada Obs\*R-square dengan alfa yang dipilih (misalnya 5 persen). Jika prob lebih besar dari alfa maka menerima hipotesis awal, artinya tidak terdapat autokorelasi.

* + 1. **Asumsi-Asumsi Metode Kuadrat Terkecil**

Metode OLS yang dikenal sebagai metode Gaussian merupakan landasan utama di dalam teori ekonometrika. Metode OLS ini dibangun dengan menggunakan asumsi-asumsi tertentu. Misalkan mempunyai model regresi populasi sederhana sbb:

Y1 = β0 + β1X1 + ei (16)

Asumsi yang berkaitan dengan model garis regresi linier dua variabel tersebut adalah sbb:

**Asumsi 1.**Hubungan antara Y (variabel dependen) dan X (variabel independen) adalah linier dalam parameter. Model regresi yang linier dalam parameter dapat dilihat dalam persamaan (16). Dalam hal ini berhubungan β1 linier terhadap Y.

**Asumsi 2.**Variabel X adalah variabel tidak stokastik yang nilainya tetap. Nilai X adalah tetap untuk berbagai observasi yang berulang-ulang. Kembali dalam kasus hubungan jumlah permintaan barang dengan tingkat harganya, untuk mengetahui tingkat variasi jumlah permintaan barang maka melakukan berbagai observasi pada tingkat harga tertentu. Jadi dengan sampel yang berulang-ulang nilai variabel independen (X) adalah tetap atau dengan kata lain variabel independen (X) adalah variabel yang dikontrol.

**Asumsi 3.**Nilai harapan (expected value) atau rata-rata dan variabel gangguan ei adalah nol atau dapat dinyatakan sbb:

E(ei/Xi)=0 (17)

Karena mengasumsikan bahwa nilai harapan dan Y hanya dipengaruhi oleh variabel independen yang ada atau dapat dinyatakan sbb:

E(Y) =β0 + β1Xi) (18)

**Asumsi 4.**Varian dari variabel gangguan ei adalah sama (homoskedastisitas):

**Asumsi 5.**Tidak ada serial korelasi antara gangguan ei atau gangguan ei tidak saling berhubungan dengan ej yang lain atau dapat dinyatakan sbb:



**Asumsi 6.**Variabel gangguan ei berdistribusi normal

e ~ N(0,σ2)

Asumsi 1 sampai 5 dikenal dengan model regresi linier klasik (*Classical LinearRegression Model*).Dengan asumsi-asumsi di atas pada model regresi linier klasik, model kuadrat terkecil (OLS) memiliki sifat ideal dikenal dengan teorema Gauss-Markov (Gauss- Markov Theorem). Metode kuadrat terkecil akan menghasilkan estimator yang mempunyai sifat tidak bias, linier dan mempunyai varian yang minimum (*best linear unbiased estimators* = *BLUE*). Suatu estimator β1 dikatakan mempunyai sifat yang *BLUE* jika memenuhi kriteria sbb:

* Estimator β1 adalah linier (linear), yaitu linier terhadap variabel stokastik Ysebagai variabel dependen
* Estimator β1 tidak bias, yaitu nilai rata rata atau nilai harapan E(β1) sama dengan nilai β1 yang sebenarnya.
* Estimator β1 mempunyai varian yang minimum. Estimator yang tidak bias dengan varian minimum disebut estimator yang efisien (*efficient estimator*)

Dengan demikian jika persamaan (16) memenuhi asumsi-asumsi tersebut diatas maka nilai koefisien β1 dalam persamaan tersebut dapat diartikan sebagai nilai harapan (*expected value*) atau rata-rata dan nilal Y pada nilai tertentu variabel *independen* X. Catatan penting dalam teorema Gauss-Markov adalah bahwa teorema ini tidak berlaku kepada estimator yang tidak linier (*nonlinear*). Estimator yang tidak linier mungkin juga mempunyai varian yang lebih kecil dan model regresi linier klasik.

***Standard Error* dari OLS**

Regresi sampel yang lakukan merupakan cara untuk mengestimasi regresi populasi. Karena itu, estimator β0 dan β1 yang diperoleh dan metode OLS adalah variabel yang sifatnya acak atau random yaitu nilainya berubah dari satu sampel ke sampel yang lain. Adanya variabilitas estimator ini maka membutuhkan ketepatan dari estimator β0 dan β1. Di dalam statistika untuk mengetahui ketepatan estimator OLS ni diukur dengan menggunakan kesalahan standar (Standard error).Semua variabel dalam perhitungan standard error di atas dapat diestimasi dari data yang ada kecuali σ2. Σe2i adalah jumlah residual kuadrat (*residual sum of square*s= *RSS*). n-k dikenal dengan jumlah derajat kebebasan (*number of degree of freedom*)disingkat sebagai df. df Ini berarti jumlah observasi (n) dikurangi dengan jumlah parameter estimasi. Semakin kecil standard error dan estimator maka semakin kecil variabilitas dan angka estimator dan berarti semakin dipercaya nilai estimator yang didapat.

**Koefisien Determinasi (R2)**

Hingga kini baru berhubungan dengan masalah estimasi dan koefisien regresi, standard error dan estimator. Sekarang tibalah pembahasan tentang seberapa baik garis regresi menjelaskan datanya (*goodness of fit*). Artinya bagaimana garis regresi yang dibentuk sesuai dengan data. Jika semua data terletak pada garis regresi atau dengan kata lain semua nilai residual adalah nol maka mempunyai garis regresi yang sempurna. Tetapi garis regresi yang sempurna ini jarang terjadi. Pada umumnya yang terjadi adalah *ei* bisa positif maupun negatif Jika ini terjadi berarti merupakan garis regresi yang tidak seratus persen sempurna. Namun yang harapkan adalah bahwa mencoba mendapatkan garis regresi yang menyebabkan *ei*  sekecil mungkin. Dalam mengukur seberapa baik garis regresi cocok dengan datanya atau mengukur persentase total variasi Y yang dijelaskan oleh garis regresidigunakan konsep koefisien determinasi (R2).

**Koefisien Korelasi (r)**

Konsep yang sangat erat kaitannya dengan koefisien determinasi (R2) adalah koefisien korelasi (r). R2 adalah koefisien yang menjelaskan hubungan antara variabel *dependen*(Y) dengan variabel *independen*(Y) dalam suatu model. Sedangkan koefisien korelasi (r) mengukur derajat keeratan antara dua variabel. Nilaikoefisien korelasi (r) ini mempunyai nilai antar -1 dan 1. Nilai positif berarti mempunyai korelasi searah sedangkan negatif berarti mempunyai korelasi yang berlawanan arah.

1. **Pendekatan Ekonometrika dengan Regresi Data Panel**

Data panel adalah gabungan antara data runtut waktu (time series) dan data silang(cross section). Data runtut waktu biasanya meliputi satu objek/individu (misalnya hargasaham, kurs mata uang, SBI, atau tingkat inflasi), tetapi meliputi beberapaperiode (biasharian, bulanan, kuartalan, atau tahunan).Data silang terdiri dari atas beberapa ataubanyak objek, sering disebut responden (misalnya perusahaan) dengan beberapa jenisdata (misalnya; laba, biaya iklan, laba ditahan, dan tingkat investasi) dalam suatu periodewaktu tertentu. Ketika melakukan suatu observasi perilaku unit ekonomi sepertirumah tangga, perusahaan atau Negara, tidak hanya akan melakukan observasiterhadap unit-unit tersebut di dalam waktu yang bersamaan tetapi juga perilaku unit-unittersebut pada berbagai periode waktu.

Regresi dengan menggunakan data panel disebut model regresi data panel. Ada  
beberapa keuntungan yang diperoleh dengan menggunakan data panel. Pertama, data panel merupakan gabungan data data time seris dan cross section mampu menyediakandata yang lebih banyak sehingga akan menghasilkan degree of freedom yang lebih besar.Kedua, menggabungkan informasi dari data time series dan cross section dapat mengatasimasalah yang timbul ketika ada masalah penghilangan variabel (ommited-variable).

* 1. **Pemodelan Data Panel**

Model regresi linier menggunakan data *cross section* dan *time series*.  
Model dengan data *cross section* Yi = α + β Xi + εi ; i = 1,2,....,N (1)  
N: banyaknya data *cross section*Mode dengan data *time series* Yt = α + β Xt + εt ; t = 1,2,....,T (2)  
N: banyaknya data *time series*

Mengingat data panel merupakan gabungan dari data cross section dan data timeseries, maka modelnya dituliskan dengan:

Yit = α + β Xit + εit ; i = 1,2,....,N; t = 1,2,….., T (3)

di mana :

N = banyaknya observasi

T = banyaknya waktu

N x T = banyaknya data panel

* 1. **Estimasi Regresi Data Panel**

Secara umum dengan menggunakan data panel akan menghasilkan intersep dan slope koefisien yang berbeda pada setiap perusahaan dan setiap periode waktu. Oleh karena itu, di dalam mengestimasi persamaan (3) akan sangat tergantung dari asumsi yang buat tentang intersep, koefisien slope dan variabel gangguannya. Ada beberapa kemungkinan yang akan muncul, yaitu:

1. Diasumsikan intersep dan slope adalah tetap sepanjang waktu dan individu(perusahaan) dan perbedaan intersep dan slope dijelaskan oleh variabel gangguan.
2. Diasumsikan slope adalah tetap tetapi intersep berbeda antar individu
3. Diasumsikan slope tetap tetapi intersep berbeda baik antar waktu maupun antarindividu
4. Diasumsikan intersep dan slope berbeda antar individu
5. Diasumsikan intersep dan slope berbeda antar waktu dan antar individu

Untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat beberapateknik yang ditawarkan, yaitu:

* 1. **Koefisien Tetap Antar Waktu dan Individu (*Common Effect*): *Ordinary Least Square***

Teknik ini tidak ubahnya dengan membuat regresi dengan data cross section atau timeseries. Akan tetapi, untuk data panel, sebelum membuat regresi harusmenggabungkan data cross-section dengan data time series (pool data). Kemudian datagabungan ini diperlakukan sebagai suatu kesatuan pengamatan untuk mengestimasimodel dengan metode OLS.Metode ini dikenal dengan estimasi Common Effect. Akan tetapi, dengan menggabungkan data, maka tidak dapat melihat perbedaan baik antarindividu maupun antar waktu. Atau dengan kata lain, dalam pendekatan ini tidakmemperhatikan dimensi individu maupun waktu. Diasumsikan bahwa perilaku data antarperusahaaan sama dalam berbagai kurun waktu. Bila punya asumsi bahwa α dan β akan sama (konstan) untuk setiap data *time series* dan *cross section*, maka α dan β dapat diestimasi dengan model berikut menggunakan NxT pengamatan

Yit = α + β Xit + εit ; i = 1,2,....,N; t = 1,2,….., T

* + 1. **Model Efek Tetap (*Fixed Effect*)**

Pada pembahasan sebelumnya mengasumsikan bahwa intersep maupun slope adalah sama baik antar waktu maupun antar perusahaan. Namun, asumsi ini jelas sangat jauh dari kenyataan sebenarnya. Adanya variabel-variabel yang tidak semuanya masuk dalam persamaan model memungkinkan adanya *intercept* yang tidak konstan. Atau dengan kata lain, *intercept* ini mungkin berubah untuk setiap individu dan waktu. Pemikiran inilah yang menjadi dasar pemikiran pembentukan model tersebut.

* + 1. **Model Efek Random (*Random Effect*)**

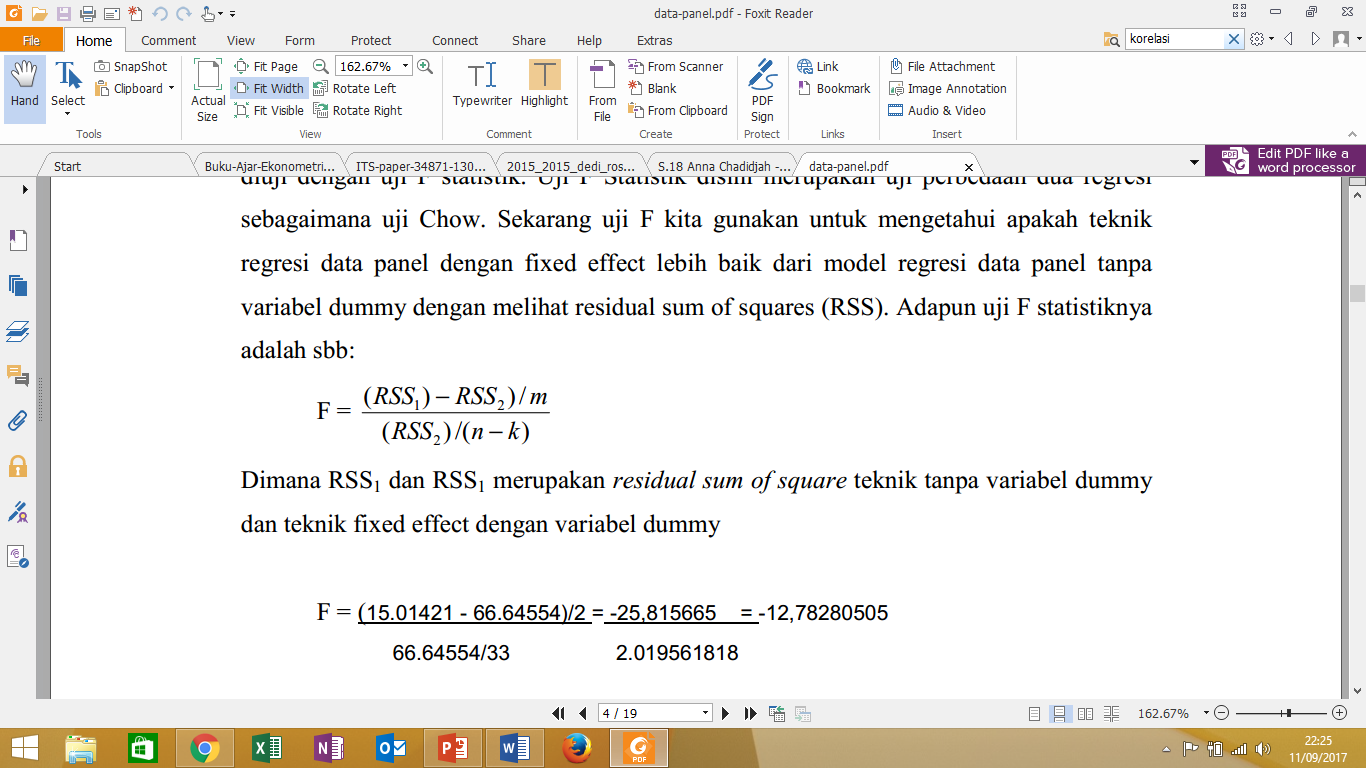
Bila pada Model Efek Tetap, perbedaan antar-individu dan atau waktu dicerminkan lewat *intercept*, maka pada Model Efek Random, perbedaam tersebut diakomodasi lewat *error*. Teknik ini juga memperhitungkan bahwa *error* mungkin berkorelasi sepanjang *time series* dan *cross section*

* 1. **Pemilihan Teknik Estimasi Regresi Data Panel**

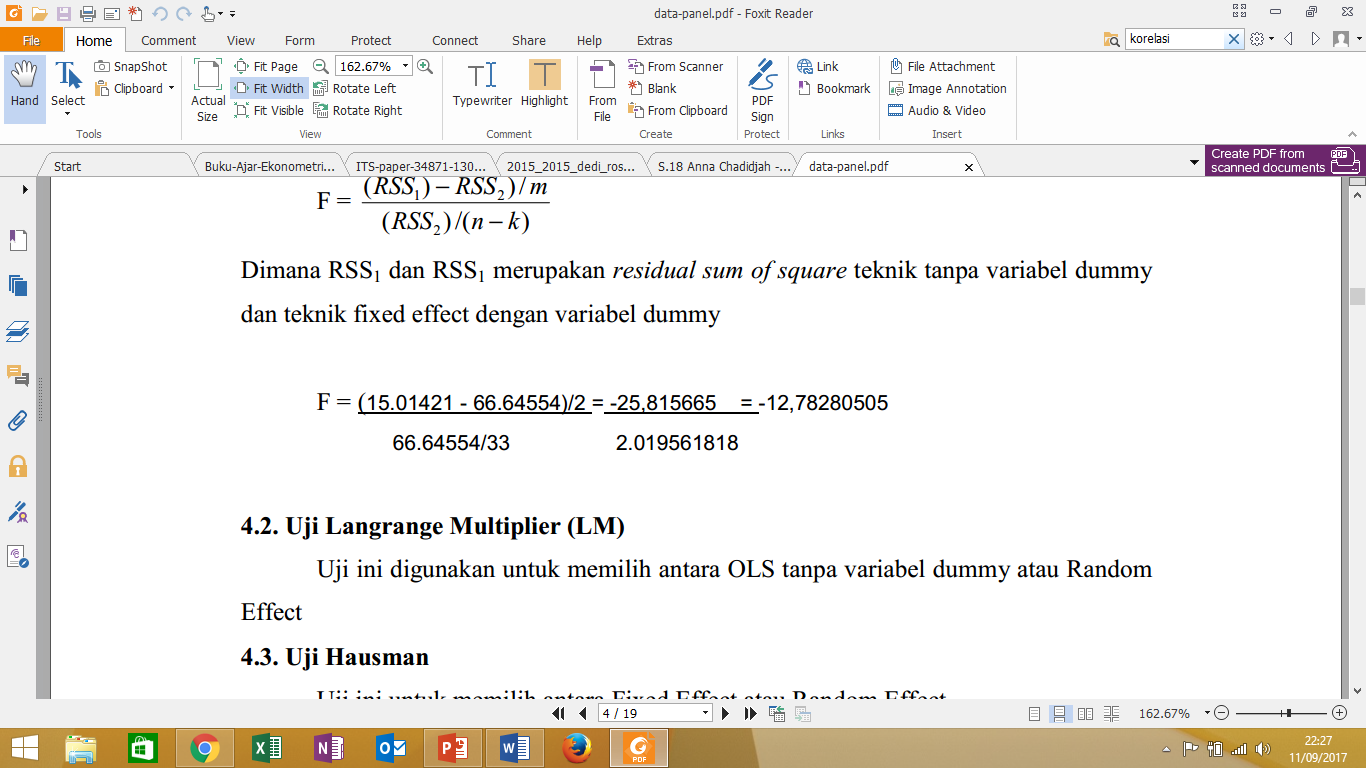
Seperti diketahui terdapat tiga jenis teknik estimasi model regresi data panel, yaitumodel dengan metode OLS (common), model Fixed Effect dan model Random Effect.Pertanyaan yang muncul adalah teknik mana yang sebaiknya dipilih untuk regresi datapanel.

* + 1. **Uji Statistik F**

Uji Statistik F digunakan untuk memilih antara metode OLS tanpa variabel  
*dummy* atau *Fixed Effect*.Setelah melakukan regresi dua model yaitu model denganasumsi bahwa slope dan intersep sama dan model dengan asumsi bahwa slope sama tetapi beda intersep, pertanyaan yang muncul adalah model mana yang lebih baik? Apakah penambahan dummy menyebabkan *residual sum of squares* menjadi menurun atau tidak? Keputusan apakah sebaiknya menambah variabel dummy untuk mengetahui bahwa intersep berbeda antar perusahaan dengan metode *Fixed Effect* dapat diuji dengan uji F statistik. Uji F Statistik disini merupakan uji perbedaan dua regresi sebagaimana uji Chow. Sekarang uji F gunakan untuk mengetahui apakah teknik regresi data panel dengan *fixed effect* lebih baik dari model regresi data panel tanpa variabel dummy dengan melihat residual sum of squares (RSS). Adapun uji F statistiknya adalah sbb:



Dimana RSS1 dan RSS1 merupakan residual sum of square teknik tanpa *variabel dummy*dan teknik *fixed effect* dengan *variabel dummy.*



* + 1. **Uji Langrange Multiplier (LM)**

Uji ini digunakan untuk memilih antara OLS tanpa variabel dummy atau *Random Effect*.

* + 1. **Uji Hausman**

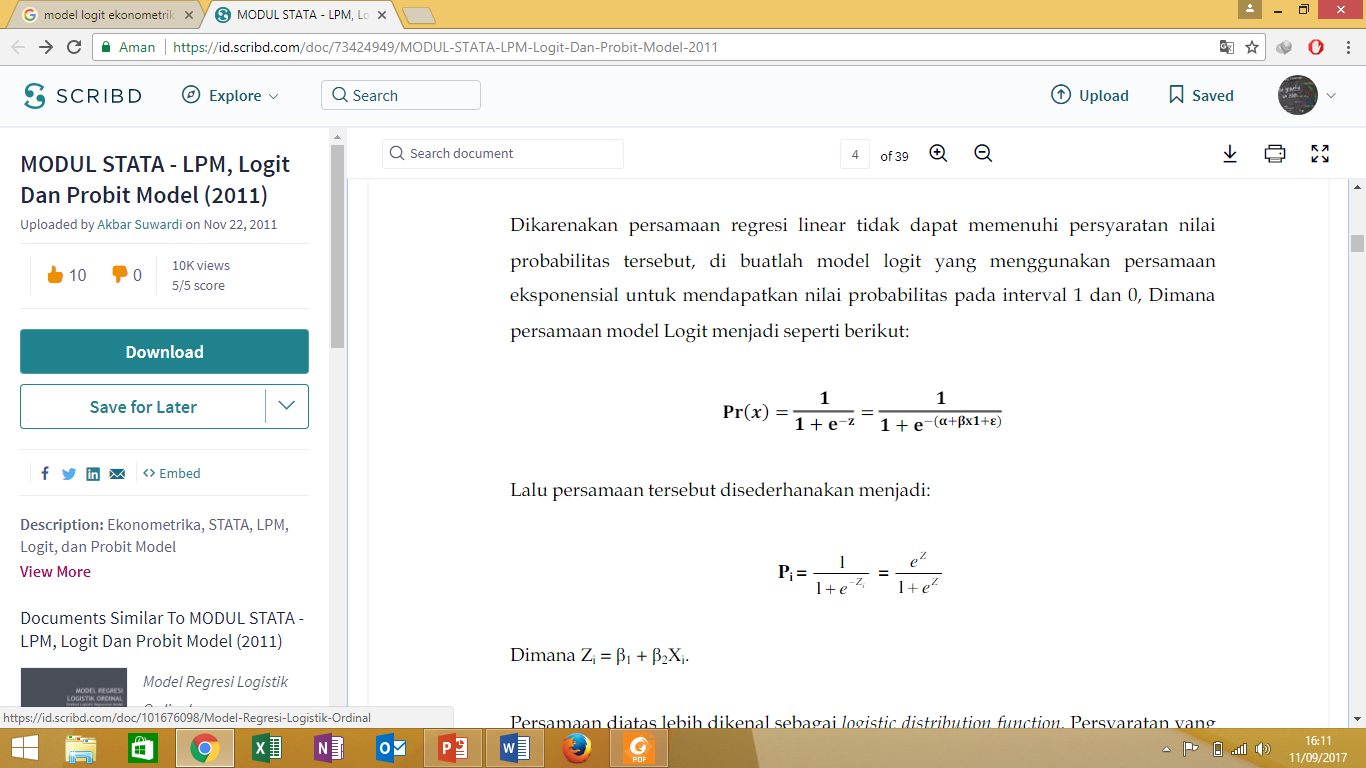
Uji ini untuk memilih antara *Fixed Effect* atau *Random Effect*

1. **Pendekatan Ekonometrika dengan Regresi Model Logit**

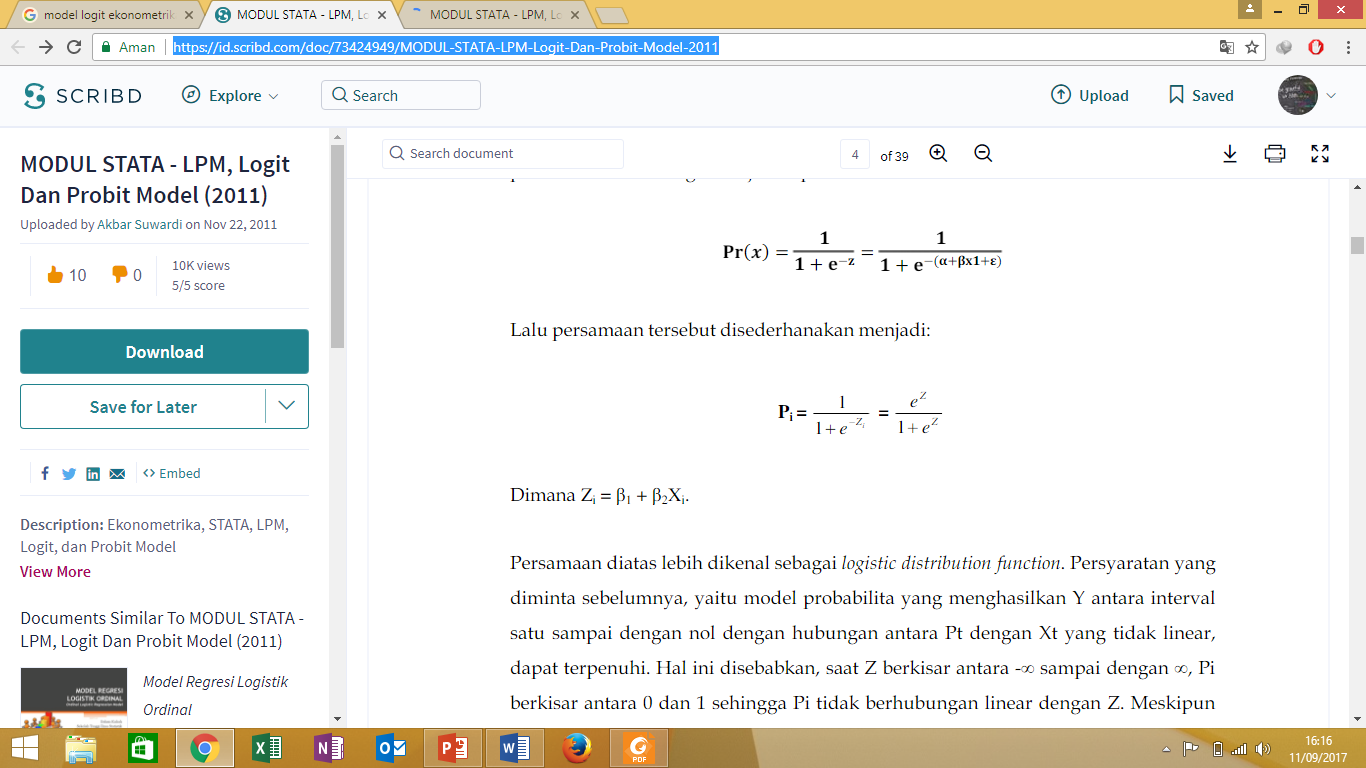
*Model Linear Probability* memiliki masalah, tidak dapatnya memberikanhasil nilai Y yang terletak pada interval 1 dan 0, padahal niai probabilitasmengharuskan kisaran nilainya diantara 1 dan 0. dikarenakan merekamenggunakan OLS atau regresi linear dalam melakukan estimasinya, atau denganpersamaan sebagai berikut:

**Pr(xi)= β0 + β1xi + εi**

Dikarenakan persamaan regresi linear tidak dapat memenuhi persyaratan nilaiprobabilitas tersebut, di buatlah model logit yang menggunakan persamaan eksponensial untuk mendapatkan nilai probabilitas pada interval 1 dan 0, Dimana persamaan model Logit menjadi seperti berikut:



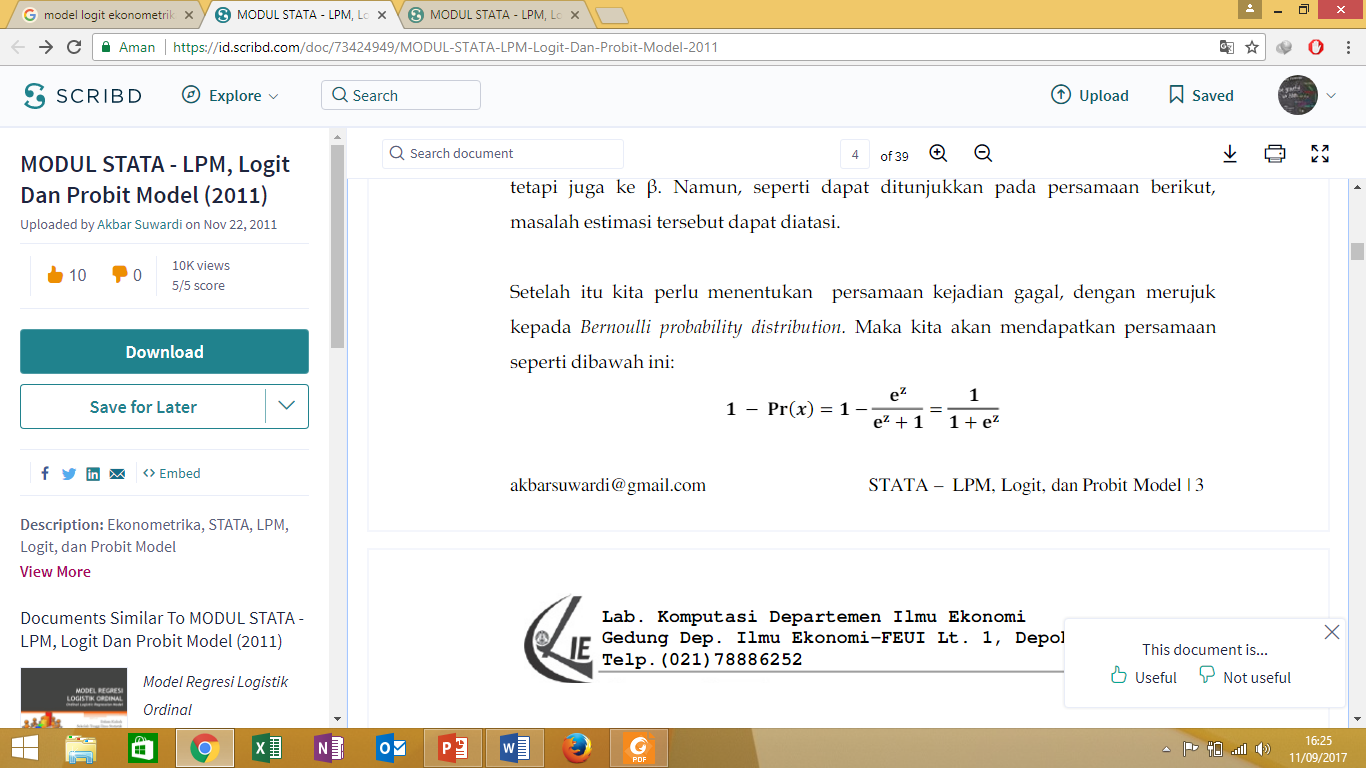
Lalu persamaan tersebut disederhanakan menjadi:



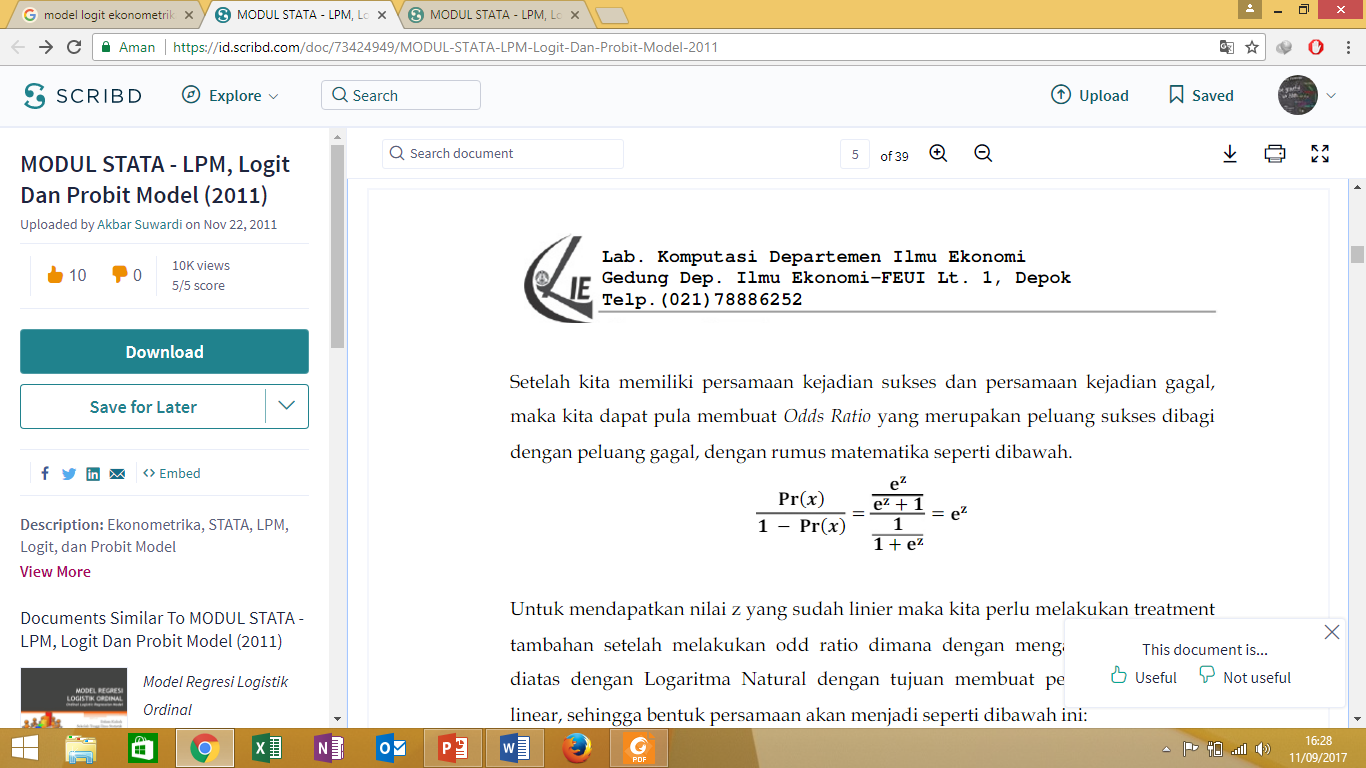
Dimana Zi=β1+β2Xi.

Persamaan diatas lebih dikenal sebagai*logistic distribution function*. Persyaratan yang diminta sebelumnya, yaitu model probabilita yang menghasilkan Y antara interval satu sampai dengan nol dengan hubungan antara Pt dengan Xt yang tidak linear dapat terpenuhi. Hal ini disebabkan, saat Z berkisar antara -∞ sampai dengan ∞, Piberkisar antara 0 dan 1 sehingga Pi tidak berhubungan linear dengan Z. Meskipun begitu masih terdapat masalah estimasi karena P tidak hanya tidak linier pada Xtetapi juga ke β. Namun, seperti dapat ditunjukkan pada persamaan berikut,masalah estimasi tersebut dapat diatasi.

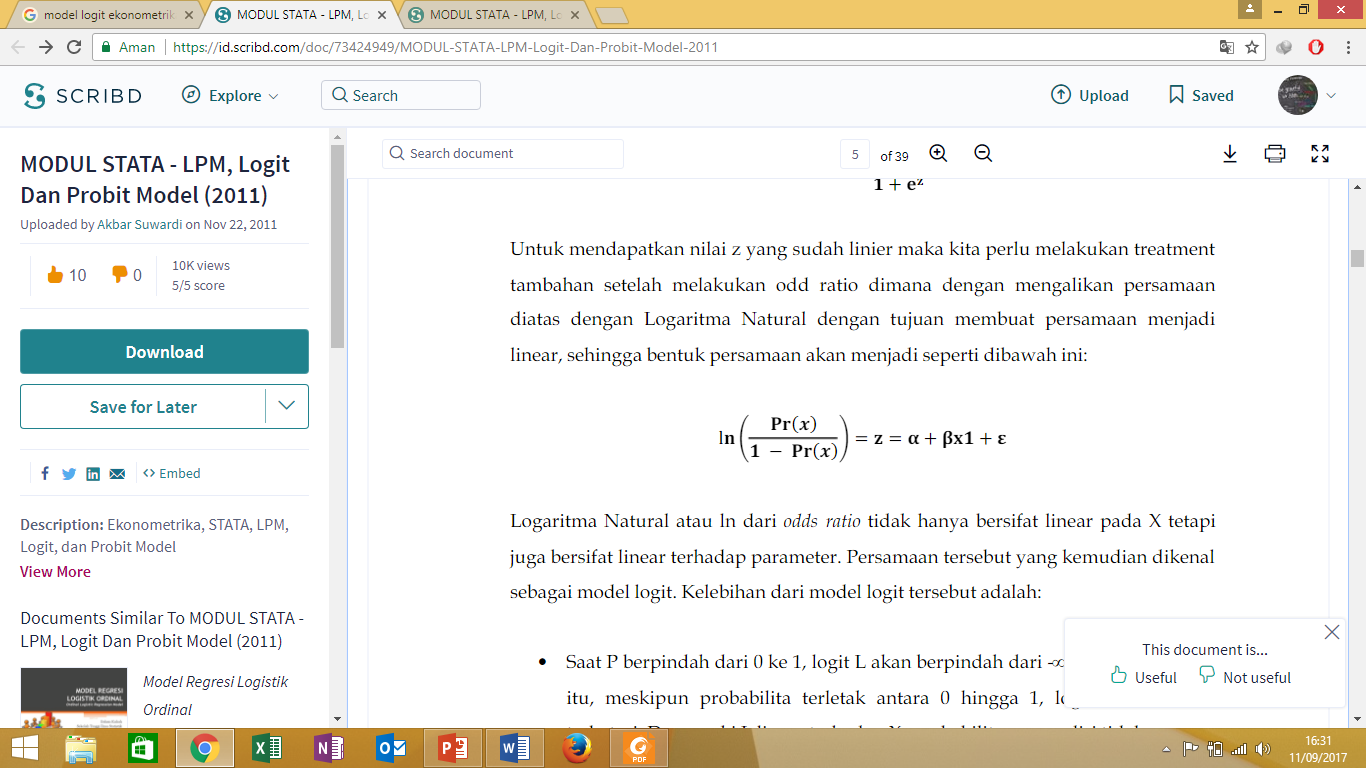
Setelah itu  perlu menentukan persamaan kejadian gagal, dengan merujuk kepadaBernoulli probability distribution.Maka akan mendapatkan persamaan seperti dibawah ini:



Setelah memiliki persamaan kejadian sukses dan persamaan kejadian gagal, maka dapat pula membuatOddsRasio yang merupakan peluang sukses dibagi dengan peluang gagal, dengan rumus matematika seperti dibawah

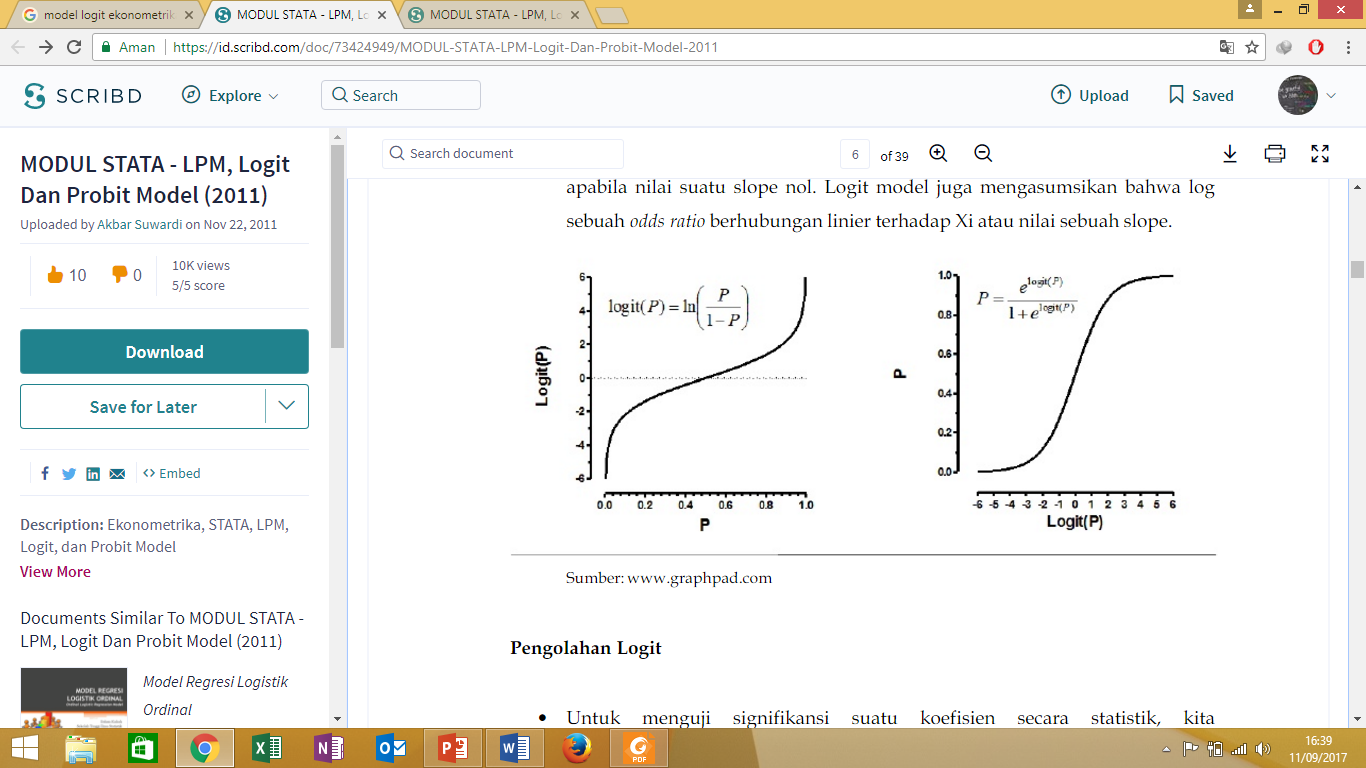
.

Untuk mendapatkan nilai z yang sudah linier maka perlu melakukan treatment tambahan setelah melakukan odd ratio dimana dengan mengalikan persamaandiatas dengan Logaritma Natural dengan tujuan membuat persamaan menjadilinear, sehingga bentuk persamaan akan menjadi seperti dibawah ini:



Logaritma Natural atau ln dariodds rasiotidak hanya bersifat linear pada X tetapi juga bersifat linear terhadap parameter. Persamaan tersebut yang kemudian dikenal sebagai model logit. Kelebihan dari model logit tersebut adalah:

* Saat P berpindah dari 0 ke 1, logit L akan berpindah dari -∞ ke ∞.Oleh karenaitu, meskipun probabilita terletak antara 0 hingga 1, logit sendiri tidak terbatasi. Dan meski L linear terhadap X, probabilitasnya sendiri tidak.
* L (logit) yang bernilai positif menandakan bahwa meningkatnya nilairegresor akan menyebabkan meningkatnya odds dari regresan yang setara dengan 1. Sebaliknya, L (logit) yang bernilai negative menandakan bahwa menurunnya odds dari regresan yang setara dengan 1akan menyebabkan meningkatnya nilai dari X.
* Model logit yang diberikan pada persamaan lima dapat diinterpretasikan sebagai berikut: slope β2 merupakan pengukur perubahan nilai L karena perubahan nilai X, sementaraInterceptβ1 merupakan nilai dari log-odds apabila nilai suatu slope nol. Logit model juga mengasumsikan bahwa log sebuahodds rasioberhubungan linier terhadap Xi atau nilai sebuah slope.



**Pengolahan Logit**

* Untuk menguji signifikansi suatu koefisien secara statistik, menggunakan Z statistik (distribusi normal).
* Dalam *binary regressand* model, menggunakan pseudoR2, yang mirip dengan R2, untuk mengukur *goodness* of fit. Program Stata secara otomatis menyediakan pengukuran tersebut, yaitu McFadden R2, yang ditulis dengan Pseudo R2.
* Mirip denganF testpada model regresi linear adalahlikelihood rasio(LR)statistik. LR statistik mengikuti ditribusi χ2dengan derajat kebebasan(degreeof freedom) sama dengan jumlah variabel bebas.
* Mencari *Odds Ratio* dari setiap variabel independent.
* *Marginal Effect* dari setiap variabel independent.
* Mencari probabilitas setiap variabel independent terhadap variabel dependentnya.

1. **Pendekatan Ekonometrika dengan Probit Model (Normit Model)**

Model probit adalah salah satu model dari*cummulative distribution function*(CDF),yaitu model statistik yang sering digunakan untuk data dengan distribusi binomial. Model ini digunakan untuk menganalisis model dengan variabel dependen yang memiliki hasil*Binary*— yaitu y = 1 untuk menandakan suksesnya sebuah kejadian, dan y = 0 untuk menandakan gagalnya sebuah kejadian. Terdapat beberapa asumsi yang mengikuti model probit, pertama, berasumsi bahwa peluang kejadian sukses satu kejadian bergantung kepada latent variabel atau yang tidak dapat diobservasi, dimana akan ditentukan oleh variabel penjelas.

Jika nilai dari variabel yang tidak terobservasi semakin besar, maka peluang kejadian sukses akan semakin besar. Kedua, berasumsi bahwa terdapat nilai kritikal dari variabel yang tidak teramati, seperti jika variabel yang tidak teramati melewati tingkat kritikalnya, maka kejadian akan sukses, atau sebaliknya. Nilaikritikal tidak teramati sama dengan variabel yang tidak teramati tersebut, tapi berasumsi bahwa nilai kritikal tersebut terdistribusi secara normal, dengan nilai *mean* dan varians yang sama, dan sangat dimungkinkan bahwa tidak hanya digunakan untuk estimasi parameter variabel penjelas, tapi juga mendapatkan informasi mengenai variabel yang tidak teramati tersebut.

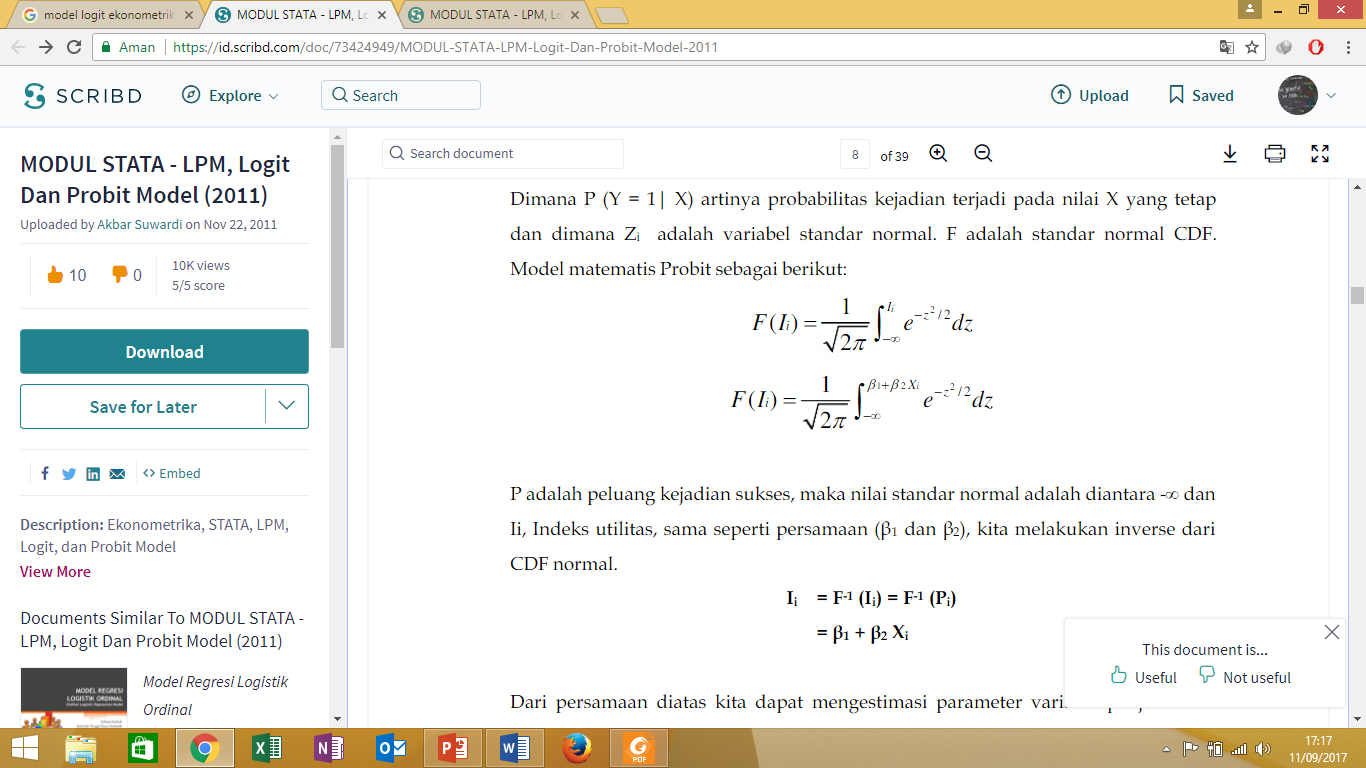
Dengan asumsi normalitas, probabilitas dari nilai kritikal kurang dari atau sama dengan variabel yang tidak teramati dapat dihitung melalui*cumulative distributio function*. Sebagai contoh, jika keputusan keluarga memiliki rumah sendiri tergantung dengan nilai *utility index* Ii variabel yang tidak teramati. Sementara indeks utilitas sendiri ditentukan oleh pendapatan keluarga Xi

**Ii= β1+ β2 Xi**

Jika nilai kritikal Ii\* lebih rendah atau sama dengan indeks utiitas Ii, keluarga akan memiliki rumah, atau sebaliknya. Probabilitas Ii\*≤ Ii dapat dihitung dari *standardize normal* CDF:

**Pi = P (Y = 1| X) = P (Ii\*≤ Ii) = P (Zi≤ β1+ β2Xi) = F (β1+ β2Xi)**

Dimana P (Y = 1 | X) artinya probabilitas kejadian terjadi pada nilai X yang tetap dan dimana Zi adalah variabel standar normal. F adalah standar normal CDF. Model matematis Probit sebagai berikut:



P adalah peluang kejadian sukses, maka nilai standar normal adalah diantara -∞ dan Ii, Indeks utilitas, sama seperti persamaan (β1dan β2), melakukan inverse dari CDF normal.

**Ii= F-1(Ii) = F-1(Pi)**

**= β1+ β2Xi**

Dari persamaan diatas dapat mengestimasi parameter variabel penjelas dan variabel yang tidak teramati.

**Pengolahan Probit**

* Untuk menguji signifikansi suatu koefisien secara statistik, menggunakan Z statistik (distribusi normal).
* Dalam*binary regressand* model, menggunakan pseudoR2, yang mirip dengan R2, untuk mengukurgoodness of fit. Program Stata secara otomatis. menyediakan pengukuran tersebut, yaitu McFadden R2, yang ditulis dengan Pseudo R2.
* Mirip denganF testpada model regresi linear adalah*likelihood* rasio(LR)statistik. LR statistik mengikuti ditribusiχ2dengan derajat kebebasan(*degree of freedom*) sama dengan jumlah variabel bebas.
* Margina Effek dari setiap variabel independent.
* Mencari probabilitas setiap variabel independent terhadap variabel dependentnya.
* *Sensitivity*; yang menyatakan seberapa besar hasil observasi positif secara tepat dinyatakan positif.
* *Specitivity*; yang menyatakan seberapa besar hasil observasi negatif secara tepat dinyatakan negatif.

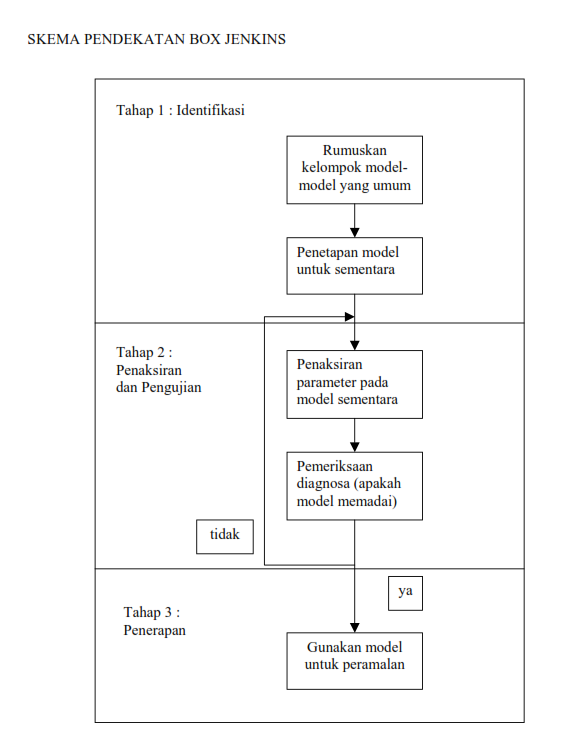
Meninjau grafik antar*sensitivity/specitivity*dan *probability* cut-off ; jika koordinat (x < 0,5, y > 0,5) maka dapat dinyatakan bahwa model tersebut semakin baik dan stabil.

1. **Model ARIMA (*Autoregresif Integrated Moving Average*)**

ARIMA sering juga disebut metode runtun waktu Box-Jenkins. ARIMA sangat baik ketepatannya untuk peramalan jangka pendek, sedangkan untuk peramalan jangka panjang ketepatan peramalannya kurang baik. Biasanya akan cenderung flat (mendatar/konstan) untuk periode yang cukup panjang.Model Autoregresif Integrated Moving Average (ARIMA) adalah model yang secara penuh mengabaikan independen variabel dalam membuat peramalan. ARIMA menggunakan nilai masa lalu dan sekarang dari variabel dependen untuk menghasilkan peramalan jangka pendek yang akurat. ARIMA cocok jika observasi dari deret waktu (time series) secara statistik berhubungan satu sama lain (*dependent)*.

Tujuan model ini adalah untuk menentukan hubungan statistik yang baik antar variabel yang diramal dengan nilai historis variabel tersebut sehingga peramalan dapat dilakukan dengan model tersebut.ARIMA hanyamenggunakan suatu variabel (univariate) deret waktu. Misalnya: variabel IHSG. Program komputer yang dapat digunakan adalah EViews, Minitab, SPSS, dll.

Model ARIMA terdiri dari tiga langkah dasar, yaitu tahap identifikasi, tahap penaksiran dan pengujian, dan pemeriksaan diagnostik.Selanjutnya model ARIMA dapat digunakan untuk melakukan peramalan jika model yang diperoleh memadai.



**Stasioneritas dan Nonstasioneritas**

Hal yang perlu diperhatikan adalah bahwa kebanyakan deret berkala bersifat nonstasioner dan bahwa aspek-aspek AR dan MA dari model ARIMA hanya berkenaan dengan deret berkala yang stasioner.Stasioneritas berarti tidak terdapat pertumbuhan atau penurunan pada data. Data secara kasarnya harus horizontal sepanjang sumbu waktu. Dengan kata lain, fluktuasi databerada di ser suatu nilai rata-rata yang konstan, tidak tergantung pada waktu dan varians dari fluktuasi tersebut pada pokoknya tetap konstan setiap waktu.

Suatu deret waktu yang tidak stasioner harus diubah menjadi data stasioner dengan melakukan differencing. Yang dimaksud dengan differencing adalah menghitung perubahan atau selisih nilai observasi. Nilai selisih yang diperoleh dicek lagi apakah stasioner atau tidak. Jika belum stasioner maka dilakukan differencing lagi. Jika varians tidak stasioner, maka dilakukan transformasi logaritma.

* **Klasifikasi model ARIMA**

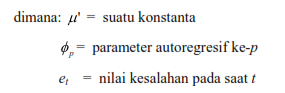
Model Box-Jenkins (ARIMA) dibagi kedalam 3 kelompok, yaitu: model autoregressive (AR), moving average (MA), dan model campuran ARIMA (autoregresive moving average) yang mempunyai karakteristik dari dua model pertama.

1) Autoregressive Model (AR)

Bentuk umum model autoregressive dengan ordo p (AR(p)) atau model

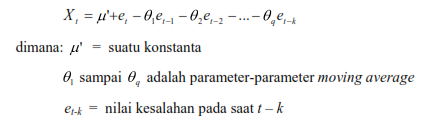
ARIMA (p,0,0) dinyatakan sebagai berikut:





2) Moving Average Model (MA)

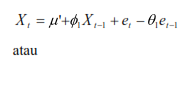
Bentuk umum model moving average ordo q (MA(q)) atau ARIMA (0,0,q)dinyatakan sebagai berikut,

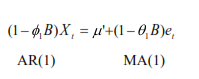


3) Model campuran

* + - * + Proses ARMA

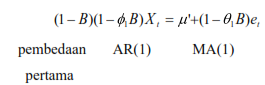
Model umum untuk campuran proses AR(1) murni dan MA(1) murni, missalARIMA (1,0,1) dinyatakan sebagai berikut:





* + - * + Proses ARIMA

Apabila nonstasioneritas ditambahkan pada campuran proses ARMA, maka model umum ARIMA (p,d,q) terpenuhi. Persamaan untuk kasus sederhanaARIMA (1,1,1) adalah sebagai berikut:



* **Musiman dan Model ARIMA**

Musiman didefinisikan sebagai suatu pola yang berulang-ulang dalam selang waktu yang tetap. Untuk data yang stasioner, faktor musiman dapat ditentukan dengan mengidentifikasi koefisien autokorelasi pada dua atau tiga time-lag yang berbeda nyata dari nol. Autokorelasi yang secara signifikan berbeda dari nol menyatakan adanya suatu pola dalam data. Untuk mengenali adanya faktor musiman, seseorang harus melihat pada autokorelasi yang tinggi, untuk menangani musiman, notasi umum yang singkat adalah:



Dimana (p,d,q) = bagian yang tidak musiman dari model

(P,D,Q) = bagian musiman dari model

S = jumlah periode per musim

* **Identifikasi**

Proses identifikasi dari model musiman tergantung pada alat-alat statistik berupa autokorelasi dan parsial autokorelasi, serta pengetahuan terhadap sistem (atau proses) yang dipelajari.

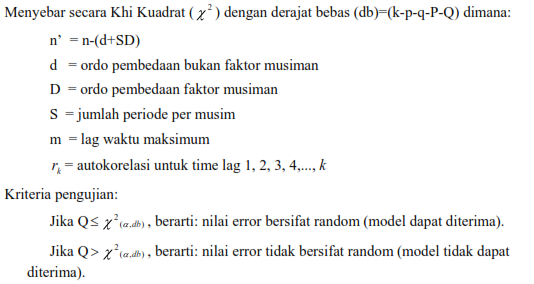
* **Penaksiran Parameter**

Ada dua cara yang mendasar untuk mendapatkan parameter-parameter tersebut:

1. Dengan cara mencoba-coba (trial and error), menguji beberapa nilai yang berbeda dan memilih satu nilai tersebut (atau sekumpulan nilai, apabila terdapat lebih darisatu parameter yang akan ditaksir) yang meminimumkan jumlah kuadrat nilai sisa(*sum of squared residual*).
2. Perbaikan secara iteratif, memilih taksiran awal dan kemudian membiarkan program komputer memperhalus penaksiran tersebut secara iteratif.
3. Pengujian Parameter Model
4. Pengujian masing-masing parameter model secara parsial (t-test)
5. Pengujian model secara keseluruhan (Overall F test)

Model dikatakan baik jika nilai error bersifat random, artinya sudah tidak mempunyai pola tertentu lagi. Dengan kata lain model yang diperoleh dapat menangkap dengan baik pola data yang ada. Untuk melihat kerandoman nilai error dilakukan pengujian terhadap nilai koefisien autokorelasi dari error, dengan menggunakan salah satu dari dua statistik berikut:





* **Peramalan Dengan Model ARIMA**

Notasi yang digunakan dalam ARIMA adalah notasi yang mudah dan umum. Misalkan modelARIMA (0,1,1)(0,1,1)¹² dijabarkan sebagai berikut:



Tetapi untuk menggunakannya dalam peramalan mengharuskan dilakukan suatu penjabaran dari persamaan tersebut dan menjadikannya sebuah persamaan regresi yanglebih umum. untuk model diatas bentuknya adalah:



Untuk meramalkan satu periode ke depan, yaitu Xt+1 maka seperti pada persamaan berikut:



Nilai *et+1* tidak akan diketahui, karena nilai yang diharapkan untuk kesalahan random pada masa yang akan datang harus ditetapkan sama dengan nol. Akan tetapi dari model yang disesuaikan (*fitted model*) boleh mengganti nilai *et, et-11* dan *et-12* dengan nilai nilai mereka yang ditetapkan secara empiris (seperti yang diperoleh setelah iterasi terakhir algoritma Marquardt). Tentu saja bila meramalkan jauh ke depan, tidak akan peroleh nilai empiris untuk “e” sesudah beberapa waktu, dan oleh sebab itu nilai harapan mereka akan seluruhnya nol.

Untuk nilai X, pada awal proses peramalan, akan mengetahui nilai *Xt, Xt-11, Xt-12*. Akan tetapi sesudah beberapa saat, nilai X akan berupa nilai ramalan (*forecasted value*), bukan nilai-nilai masa lalu yang telah diketahui.

1. **Apalikasi Ekonometrika dalam Riset-riset Keuangan**

Aplikasi model regresi linier klasik dalam riset pengujian teori keuangan seperti riset Jensen (1986) yang menguji apakah 115 perusahaan reksadana di Amerika Serikat selama periode 1945-1964 mampu mengalahkan pasar. Begitu pula Clare dan Thomas (1995) menlakukan studi seperti DeBondt dan Thaler (195, 1987) menggunakan data bulanan saham dari bulan Januari 1955- 1990 selama 36 bulan pada seluruh saham yang diperdagangkan di Bursa Efek London untuk menguji overreaction pada pasar modal Inggris.

Aplikasi model regresi data panel dalam riset keuanganantara lain riset Matthews, Murinde, Zhao (2007) yang meneliti kondisi persaingan sektor perbankan di Inggris tahun 1980-2004 dengan menggunakan pendekatan Panzar dan Rosse(1982,1987). Aplikasi model regresi data panel ditemukan dalam riset Haas dan van Lelyveld (2006) untuk menguji 250 bank untuk menguji perbedaan reaksi bank asing dengan bank lokal atas perubahan kegiatan ekonomi di negara asal dan kegiatan ekonomi di negara tuan rumah dan krisis perbankan. Periode yang digunakan 1993-2000.

Aplikasi model regresi logit dalam riset keungan untuk memilih metode pendanaan oleh Helwege dan Liang (1996) yang menguji tiga pilihan pendanaan (menerbitkan obligasi, menerbitkan saham dan utang), sehingga menggunakan estimasi multinomial logit karena pilihannya majemuk.

Aplikasi model regresi probit dalam riset keungan untuk membuat suatu model penentu peringkat kredit oleh Poon (2003) dengan menggunakan variabel keuangan.

Aplikasi model ARMAdapat digunakan untuk peramalan (*forecasting*) harga saham di pasar modal oleh Anaghi dan Norouzi (2012) berdasarkan serangkaian data sekarang dan masa lalu.

1. **Rangkuman**

Ekonometrika adalah salah satu bidang ilmu yang merupakan gabungan dari ilmu ekonomi, matematikan, dan statistika untuk mengukur dan menguji secara empiris hubungan antar variabel-variabel ekonomi secara kuantitatif berdasarkan data empiris. Ini berarti bahwa ekonometrik merupakan ukuran besaran hubungan antara variabel ekonomi.

Pendekatan ekonometrika juga digunakan dalam berbagai riset-riset keuangan untuk membahas isu empiris keuangan, seperti memprediksi faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal, faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan, faktor-faktor yang memengaruhi kebutuhan likuiditas perusahaan, peramalan harga saham dan lain-lain.

Pendekatan ekonometri anara lain adalah regresi klasik, regresi data panel, regresi model logit dan probit serta peramalan dengan ARMA.

1. **Soal dan Latihan**
2. Buatlah perbandingan dan perbedaan spesifikasi model logit dengan spesifikasi moel probit.
3. Pola apa yang diinginkan untuk mengetahui dan melihat plot residual. Mengapa?
4. Apa manfaatnya membangun data panel dibandingkan data *pooling*?

**DAFTAR PUSTAKA**

Deden. *Summary* (*Diktat Kuliah ADW*).STIS. 2004.

Brooks, Chris. *Introductory econometrics for finance*.Cambridge university press, 2014.

Hendranata, Anton. ARIMA (*Autoregressive Moving Average*), Manajemen

KeuanganSektor Publik FEUI, 2003.

Makridakis, Spyros. , Steven C. Wheelwright, dan Victor E. McGee. *Metode dan AplikasiPeramalan*, Jakarta: Erlangga, 1999.

**BAB III**

**PENILAIAN KINERJA PERUSAHAAN**

1. **PENDAHULUAN**

Perkembangan teori-teori keuangan dan riset keuangan tidak hanya mampu memberikan petunjuk praktikal atas isu-isu maupun tantangan-tantangan besar bidang keuangan, yang sangat berguna bagi pengambil keputusan perusahaan, namun sangat berguna bagi kamajuan displin teori keuangan itu sendiri. Bab ini menjelaskan topik-topik riset bidang keuangan yang disertai contoh-contoh riset-riset keuangan empirisnya untuk mengkonfirmasi suatu teori yang dapat digunakan oleh mahasiswa sebagai langkah awal dalam memulai prosedur risetnya secara ilmiah.

Tahap pertama sebelum seseorang mahasiswa bidang ilmu manajemen keuangan mengerjakan proyek penelitiannya adalah menentukan topik  penelitian. Topik penelitian biasa juga dikenal dengan istilah: isu penelitian, masalah penelitian, topik penelitian, persoalan pokok penelitian.

Topik penilaian kinerja perusahaan merupakan topik yang emnejelaskan cara untuk mengetahui apakah perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasinya telah sesuai dengan rencana yang ditetapkan dan telah sesuai dengan tujuannya atau belum.

1. **TUJUAN PEMBELAJARAN**

Setelah membaca bab ini, Anda diharapkan dapat:

1. Menjelaskan konsep dari topik riset keuangan penilaian kinerja keuangan perusahaan
2. Menjelaskan contoh-contoh penggunaan konsep kinerja keuangan dalam riset-riset keuangan
3. Menemukan riset-riset keuangan yang menggunakan konsep kinerja keuangan yang akan digunakan sebagai referensi utama dalam rencana penulisan skripsi
4. **PENYAJIAN**
5. **Penilaian Kinerja Perusahaan**

Tahap pertama sebelum seseorang mahasiswa bidang ilmu manajemen keuangan mengerjakan proyek penelitiannya adalah menentukan topik  penelitian. Topik penelitian biasa juga dikenal dengan istilah: isu penelitian, masalah penelitian, topik penelitian, persoalan pokok penelitian.

Perusahaan membutuhkan sumber daya dalam melaksanakan setiap aktivitasnya untuk mencapai tujuan perusahaan. Salah satu cara untuk mengetahui apakah perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasinya telah sesuai dengan rencana yang ditetapkan dan sesuai dengan tujuannya adalah dengan mengetahui dari kinerja perusahaan tersebut. Kinerja perusahaan juga tercemin dari penggunaan dan pengelolaan sumber daya perusahaan. Laporan keuangan sebagai sumber informasi kinerja perusahaan haruslah mencerminkan kondisi sebenarnya perusahaan dalam periode tertentu.

1. **ROA**

Sun dan Duncan (2009) berpendapat bahwa pengukuran akuntansi seperti ROA (*Return on Asset*) dapat menghasilkan ketidakpastian pada hasil pengukuran kinerja, jika pengukuran tersebut menggunakan pengukuran spesifik dan juga dapat dipengaruhi oleh *nonvalue-added factors*. ROA mencerminkan kemampuan manajemen perusahaan untukmenghasilkan keuntungan dari aset perusahaan tersebut, meskipun mungkin bias karena adanya kegiatan *off-balance-sheet* (Seelanatha, 2010). Rasio ROA menunjukan efektivitas pengelolaan aset, semakin tinggi ROA menunjukan pengelolaan aset semakin produktif.

1. **Tobin’s q**

Kinerja keuangan perusahaan yang baik akan diikuti oleh kinerja pasar yang baik pula yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Kenaikan nilai saham tersebut menjadi indikator meningkatnya tingkat kepercayaan masyarakat pada perusahaan tersebut. Seberapa besar pengaruh aset tidak berwujud terhadap kinerja perusahaan yang menyebabkan adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku perusahaan yang ada di pasar modal dapat dinilai dengan Tobin’s *q*. Penilaian kinerja menggunakan Tobin’s *q* memiliki kelebihan yaitu dapat diketahuinya nilai pasar perusahaan yang menjadi cerminan keuntungan masa depan perusahaan (Morck *et.al.* dan McConnell dalam Wulandari, 2006).

1. **Economic Value Added (EVA)**

Konsep ini merupakan pengukuran kinerja perusahaan yang mengukur nilai tambah ekonomis suatu perusahaan yang memperhitungkan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of* *Capital* , WACC) atas investasi yang ditanam. Pengukuran dilakukan dengan menghitung laba operasisetelah pajak (NOPAT) dikurangi dengan biaya modal dari nilai buku modal yang diinvestasikan (*economic book value of equity)*.

EVAt = NOPATt - ( CAPITALt x c )

|  |  |
| --- | --- |
| dimana | : *Economic Value Added* pada periode-t |
| EVAt |
| NOPATt | : *Net Operating Profit After Tax* pada periode-t |
| Capital | : Jumlah dana yang tersedia (total hutang dan modal saham) |
| C | : Biaya capital adalah biaya bunga pinjaman dan biaya ekuitas dan dihitung secara rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC) |

Penilaian EVA dapat dinyatakan sebagai berikut :

* 1. Nilai Positif (+) menunjukan telah terjadi proses nilai tambah ekonomis bagi perusahaan atau ada nilai ekonomis lebih setelah perusahaan membayarkan semua kewajiban pada para penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham (dalam *book value*),
  2. Nilai Nol menunjukan tidak terjadi proses nilai tambah maupun pengurangan ekonomis karena laba telah habis digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham (dalam *book value*),
  3. Nilai Negatif (-) menunjukan tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis bagi perusahaan atau perusahaan tidak mampu membayarkan kewajiban para penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham (dalam *book value*),

1. **Refined Economic Value Added (REVA)**

Bacidore menyempurnakan konsep EVA sehingga menghasilkan konsep *Refined Economic Value* *Added* (REVA). Bacidore menyatakan bahwa “*REVA is a more appropriate performance measure than EVA when considering the shareholders view of the firm*.” Konsep ini dalam perhitungannyamemakai komponen seperti dalam perhitungan EVA, namun dibedakan dalam memperlakukan modal. EVA memakai nilai buku ekonomis (*economic book valu*e) sedangkan REVA menggunakan nilai pasar badan usaha (*market value of the firm*), karena dianggap lebih mencerminkan kekayaan pemegang saham daripada nilai buku ekonomis. Dalam REVA, laba operasi setelah pajak (NOPAT) dikurangi dengan biaya modal dari nilai pasar modal yang diinvestasikan.

REVAt = NOPATt - ( MVt-1 x Kw )

Dimana:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| REVAt  NOPATt  MVt-1  Kw | :  :  :  : | *Refined Economic Value Added* pada perioda-t  *Net Operating Profit After Tax* pada perioda-t  Nilai pasar dari badan usaha pada perioda t-1 (*Market value of Equity* ditambah *book value of total debt*.  Biaya capital adalah biaya bunga pinjaman dan biaya ekuitas dan dihitung secara rata- rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC) |

Dalam hal ini, hasil pengukuran dibaca sebagai berikut:

* Nilai Positif (+) menunjukan telah terjadi proses nilai tambah ekonomis bagi perusahaan atau ada nilai ekonomis lebih setelah perusahaan membayarkan semua kewajiban pada para penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham di pasar modal,
* Nilai Nol menunjukan tidak terjadi proses nilai tambah maupun pengurangan ekonomis karena laba telah habis digunakan untuk membayar kewajiban pada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham di pasar modal,
* Nilai Negatif (-)menunjukan tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis bagi perusahaan atau perusahaan tidak mampu membayarkan kewajiban para penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham di pasar modal,

1. **Financial Value Added (FVA)**

FVA merupakan pengukuran kinerja perusahaan yang mengukur nilai tambah finansial suatu perusahaan yang mempertimbangkan kontribusi *fixed assets* dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan. Secara matematis Rodriquez telah memformulasikan nilai FVA tersebut sebagai laba operasi setelah pajak (NOPAT) dikurangi dengan selisih *Equivalent Depreciation minus Depreciation*.

FVAt = NOPATt - ( EDt - Dt )

dimana

FVAt : *Financial Value Added* pada perioda-t

NOPATt : *Net Operating Profit After Tax* pada perioda-t

EDt : *Equivalent Depreciation* pada perioda-t.

Dt : *Depreciation* pada perioda-t.

Hasil Pengukuran diinterpretasikan sebagai berikut:

* Nilai Positif (+) menunjukan manajemen telah berhasil memberikan nilai tambah finansial bagi perusahaan atau ada nilai finansial lebih manakala keuntungan bersih perusahaan dan penyusutan mampu menutupi *equivalent depreciation*,
* Nilai Nol yang menunjukan manajemen tidak berhasil memberikan nilai tambah maupun pengurangan finansial karena keuntungan bersih perusahaan dan penyusutan telah habis digunakan untuk membayar *equivalent depreciation*
* Nilai Negatif (-) menunjukan tidak terjadi proses nilai tambah finansial bagi perusahaan atau keuntungan bersih perusahaan dan penyusutan tidak mampu menutupi *equivalent depreciation*

1. **Market Value Added (MVA)**

Konsep ini merupakan pengukuran kinerja perusahaan dalam penciptaan kekayaan bagi penyandang dana, menunjukan selisih antara nilai perusahaan dengan nilai kapital. Karena dalam nilai perusahaan dan nilai kapital terdapat komponen hutang yang sama, maka MVA juga adalah selisih antara nilai pasar ekuitas (*market value equity*) dengan nilai buku ekuitas (*economic book value of equity*). Rousana mendefinisikan MVA sebagai ukuran kumulatif kinerja perusahaan yang memperlihatkan penilaian pasar modal pada suatu waktu tertentu dari nilai sekarang EVA di masa mendatang, sedangkan menurut Ruky MVA adalah hasil kumulatif dari kinerja perusahaan yang dihasilkan oleh berbagai investasi yang telah dilakukan maupun yang diantisipasi akan dilakukan. MVA dinyatakan sebagai selisih antara nilai pasar ekuitas (*market value equity*) dengan nilai buku ekuitas (*economic book value of equity*).

MVAt = ( SPt - EpSt ) x OSt

dimana

MVAt : *Market Value Added* pada perioda-t

SPt : *Stock Price* pada perioda-t

EpSt : *Equity per Share* pada perioda-t.

OSt : *Outstanding Share* pada perioda-t.

Interpretasi hasil pengukuran:

* Nilai Positif (+) menunjukkan manajemen telah berhasil memberikan nilai tambah melalui pertumbuhan nilai kapitalisasi pasar atas saham yang diterbitkan atau perusahaan mampu menjual saham di pasar dengan harga premium,
* Nilai Nol menunjukan manajemen tidak berhasil memberikan nilai tambah maupun pengurangan melalui pertumbuhan nilai kapitalisasi pasar atas saham karena harga saham di pasar (*stock price*) sama dengan nilai buku (*equity per share*),
* Nilai Negatif (-) menunjukkan manajemen tidak mampu memberikan nilai tambah melalui pertumbuhan nilai kapitalisasi pasar atas saham yang diterbitkan atau harga saham di pasar (*stock* *price*) di bawah nilai buku (*equity per share*).

1. Contoh Topik Penilaian Kinerja Perusahan dalam Riset: Efisiensi Kinerja Manajemen dan Keuangan Perusahaan Publik.

*Latarbelakang*

Santoso (2015) meneliti pengaruh efisiensi manajemen yang direpresentasikan oleh *cost efficiency* terhadap kinerja keuangan yang direpresentasikan oleh ROA, ROE dan Tobins’ q pada perusahaan publik di Indonesia. Manajemen sebagai pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan demi kepentingan para pemegang saham mempunyai andil besar dan tanggung jawab dalam upaya peningkatan efisiensi perusahaan. Manajemen perusahaan harus selalu mengendalikan biaya yang dikeluarkan untuk menjalankan setiap fungsinya agar tercapai efisiensi dan tingkat produktivitas yang tinggi. Melalui efisiensi manajemen, perusahaan dapat memahami dan mengevaluasi sumber daya yang telah digunakan, memperhitungkan biaya yang dikeluarkan, serta mengetahui biaya–biaya operasional apa yang sebenarnya tidak diperlukan dalam proses produksi. Informasi tentang produktivitas perusahaan tercermin dalam laporan keuangan yang disajikan setiap tahunnya.

Mekanisme atau cara yang dilakukan oleh perusahaan untuk mengetahui produktivitas kerja adalah dengan efisiensi. Penelitian-penelitian terdahulu mebuktikan bahwa penilaian kinerja perusahaan yang menghubungkan efisiensi manajemen dengan kinerja keuangan akan menjadi sangat komprehensif.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh efisiensi manajemen yang berasal dari sudut pandang teknik *Data Envelopment Analysis (DEA)* terhadap kinerja keuangan karena salah satu cara untuk mengukur kinerja perusahaan adalah melalui efisiensi yang tercermin dari input dan output yang digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan.

*Metodologi*

Data yang digunakan dalam penelitian ini jika dilihat dari dimensi waktu dan urutan waktu penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* dari 124 sampel data perusahaan publik di Indonesia dengan menggunakan periode penelitian selama tahun 2007–2010.

Variabel yang digunakandalam penelitian ini, kinerja keuangan diukur dengan menggunakan *Return On* *Asset* (ROA), *Return On Equity* (ROE) danTobins’ *q*. Variabel Independen adalah Data Evelopment Analysis (DEA) yang didasari oleh teknik pemrograman linier menghitung efisiensi manajemen yang menggunakan input m untuk menghasilkan output s. Efisiensi perusahaan berdasarkan Lehmann, *et.al*. (2004). Variabel Kontrol adalah leverage dan ukuran perusahaan.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| *Return On Asset (ROA)* | = | Laba Bersih/Total Aset |
| *Return On Equity(ROE)* | = | ROE = Laba Bersih/Total Ekuitas |
| Tobin’s *q* | = | (MVE + DEBT)/TA  MVE : harga penutupan saham pada akhir tahun buku x banyaknya saham biasa yang beredar.  DEBT : (total kewajiban + nilai buku persediaan) – aset lancar  TA : nilai buku total aset |
| DEA | = |  |
| Leverage | = | Total Kewajiban/Total Aset |
| Size (Ukuran) Perusahaan | = | Log Total Aset |

*Hasil*

Hasil uji **Uji Ketepatan Perkiraan (Uji R2)** *y*ang diperlihatkan oleh nilai *Adjusted R2* ROA, ROE, dan Tobins’Q adalah 0,153; 0,188;dan 0,171. Hal ini berarti variabel independen efisiensi manajemen dapat menjelaskan variasi variabel dependen ROA, ROE, dan Tobins’Q sebesar 15,3%, 18,8%, dan 17,1%. Untuk sisanya sebesar 84,7%, 81,2%, dan 82,9% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model regresi.

**Tabel 3.1 Hasil Uji R2**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| R |  | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|  |  |  |  |  |
| ROA | .416a | .173 | .153 | .03371057 |
| ROE | .456a | .208 | .188 | .08353063 |
| Tobins’Q | .437a | .191 | .171 | .36164265 |

Sumber: Santoso (2015)

Hasil uji signifikansi-F terlihat bahwa nilai F untuk ROA, ROE, dan Tobins’Q sebesar 8,383, 10,481, dan 9,440. Oleh karena nilai F untuk ROA dan ROE lebih besar dari 4 danmemiliki signifikansi F lebih kecil dari α = 5 %, maka variabel independen efisiensi manajemen yang digunakan dalam model regresi secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen.

**Tabel 3.2**

**ANOVAb ROA**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Model |  | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. | |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 1 | | Regression | .029 | 3 | .010 | 8.383 | .000a | |
|  |  | Residual | .136 | 120 | .001 |  |  |  |
|  |  | Total | .165 | 123 |  |  |  |  |
|  |  | | |  |  |  |  |  |
|  |  |  | **ANOVAb ROE** | |  |  |  |  |
| Model | |  | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. | |
|  | |  |  |  |  |  |  |  |
| 1 | | Regression | .219 | 3 | .073 | 10.481 | .000a | |
|  |  | Residual | .837 | 120 | .007 |  |  |  |
|  |  | Total | 1.057 | 123 |  |  |  |  |
|  | | | |  |  |  |  |  |
|  |  |  | **ANOVAb Tobins’Q** | | |  |  |  |
|  | Model |  | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. | |
|  |  |  |  |  |  |  |  | |
| 1 | | Regression | 3.704 | 3 | 1.235 | 9.440 | .000a | |
|  |  | Residual | 15.694 | 120 | .131 |  |  |  |
|  |  | Total | 19.398 | 123 |  |  |  |  |

Sumber: Santoso (2015)

Hasil uji Signifikansi t untuk variabel independen *Cost Efficiency* (*CE*) nilai *p-value* adalah sebesar 0,000. Nilai *p-value* tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa efisiensi manajemen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur berdasarkan rasio ROA. Sedangkan nilai *p-value* variabel kontrol *Leverage* dan *LogSize* adalah sebesar 0,038 dan 0,008. Nilai tersebut menunjukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur berdasarkan rasio ROA. Tabel berikut menunjukan pengaruh variabel efisiensi manajemen terhadap variabel kinerja keuangan yang diukur berdasarkan ROA.

**Tabel 3.2 Hasil Uji t**

**Coefficientsa ROA**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. |
|  |  |  |  |  |  |
| 1 (Constant) | -.160 | .055 |  | -2.918 | .004 |
| Leverage | -.033 | .016 | -.180 -2.096 .038 | | |
| LogSize | .012 | .004 | .229 | 2.691 | .008 |
| CE | .091 | .022 | .342 | 4.068 | .000 |

Sumber: Santoso (2015)

Tabel dibawah menunjukan nilai *p-value* untuk variabel independen *Cost Efficiency* adalah sebesar 0,000. Nilai tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa efisiensi manajemen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur berdasarkan rasio ROE. Variabel kontrol *LogSize* positif signifikan dengan nilai *p-value* 0,020 sedangkan *Leverage* tidak signifikan karena memiliki nilai *p-value* diatas 0,05 yaitu sebesar 0,787.

**Tabel 3.3 Hasil Uji t**

**Coefficients ROE**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Model | B | Std. Error | Beta | T | Sig. |
|  |  |  |  |  |  |
| 1 (Constant) | -.440 | .136 |  | -3.239 | .002 |
| Leverage | .011 | .039 | .023 | .271 | .787 |
| LogSize | .026 | .011 | .196 | 2.359 | .020 |
| CE | .264 | .055 | .393 | 4.777 | .000 |

Sumber: Santoso (2015)

Tabel dibawah menunjukan nilai variabel independen *Cost Efficiency* dalam penelitian ini memiliki nilai *p-value* sebesar 0,052 dimana nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Tetapi nilai *p-value* variabel *Cost Efficiency* akan menjadi signifikan pada tingkat signifikansi 0,1. Hal itu berarti bahwa efisiensi manejemen berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan yang diukur berdasarkan rasio Tobins’Q.

Sedangkan nilai *p-value* variabel kontrol *Leverage* dan *LogSize* adalah sebesar 0,001 dan 0,002. Nilai *p-value* tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur berdasarkan rasio Tobins’Q.

**Tabel 3.4 Hasil Uji t**

**Coefficients Tobins’Q**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Model | B | Std. Error | Beta | T | Sig. |
|  |  |  |  |  |  |
| 1 (Constant) | -1.398 | .588 |  | -2.376 | .019 |
| CE | -.469 | .239 | -.163 | -1.962 | .052 |
| Leverage | .558 | .170 | .280 | 3.290 | .001 |
| LogSize | .153 | .048 | 271 | 3.219 | .002 |

Sumber: Santoso (2015)

*Simpulan*

Hasil penelitian mendukung bahwa efisiensi manajemen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Kecuali kinerja keuangan yang diukur berdasarkan rasio Tobins’Q dipengaruhi secara negatif oleh efisiensi manajemen karena rasio tersebut menggambarkan kinerja keuangan perusahaan dari sudut pandang pasar seperti harga saham penutupan dan jumlah saham beredar selama setahun. Kekurangan utama menggunakan *firm market share* adalah tidak merepresentasikan tingkat produktifitas dan efisiensi keseluruhan perusahaan

1. **Rangkuman**

Topik Penilaian Kinerja Perusahaan merupakan topik yang terus mengalami perkembangan dimulai dari penilaian kinerja berupa analisis rasio keuangan, kemudian diikuti dengan penilaian kinerja berbasis pertambahan nilai (*value added)*. Pihak internal maupun eksternal perusahaan memiliki kepentingan atas informasi kinerja perusahaan terkait prospek perusahaan di masa yang akan datang

Bab ini menjelaskan penilaian kinerja Return on Asset, Tobin’s q, Economic Value Added (EVA), Redefined Economic Value Added (REVA), Financial Value Added (FVA) serta Market Value Added (MVA). Perbandingan dan perbedaan beberapa metoda penilaian kinerja berbasis pada ada atau tidaknya pertimbangan nilai tambah dalam pengukuran kinerja serta kinerja berbasis pasar.

Riset-riset penilaian kinerja keuangan kontemporer mengaitkan kinerja keuangan dengan kinerja sosial perusahaan, kinerja tanggungjawab sosial perusahaan (CSR) dan sebagainya. (Trumpp dan Guenther, 2017; Gómez‐Bezares, Przychodzen dan Przychodzen,2017).

1. **SOAL DAN LATIHAN**
2. Apa perbandingan dan perbedaan antara pengukuran-pengukuran kinerja Return on Asset dengan Tobin’s q?
3. Apa perbandingan dan perbedaan antara pengukuran-pengukuran kinerja Return on Asset dengan Economic Value Added (EVA), Redefined Economic Value Added (REVA), Financial Value Added (FVA) serta Market Value Added (MVA)?
4. Apa perbandingan dan perbedaan antara pengukuran-pengukuran kinerja Tobin’s q engan Economic Value Added (EVA), Redefined Economic Value Added (REVA), Financial Value Added (FVA) serta Market Value Added (MVA)?
5. Carilah dan lakukan telaah akademik atas riset-riset keuangan empiris yang menjelaskan penilain kinerja.

**DAFTAR PUSTAKA**

Arifin, Z. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Yogyakarta: Ekonisia.

ómez‐Bezares, F., Przychodzen, W., & Przychodzen, J. (2017). Bridging the gap: How sustainable development can help companies create shareholder value and improve financial performance. Business Ethics: A European Review, 26(1), 1-17.

Lehmann, Erik, *et.al*. (2004). Governance structures, multidimensional efficiency and firm profitability. *Journal of Management and Governance ,*Vol. 8, 279-304

Megginson, W. L. (1997). Corporate finance theory. Addison-Wesley.

Santoso, L. Arif. (2015) Efisiensi Kinerja Manajemen dan Keuangan Perusahaan Publik di Indonesia. Tesis. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unversitas Jendral Soedirman (2015)

Trumpp, C., & Guenther, T. (2017). Too Little or too much? Exploring U‐shaped Relationships between Corporate Environmental Performance and Corporate Financial Performance. *Business Strategy and the Environment*, *26*(1), 49-68.

**BAB IV**

**STRUKTUR MODAL**

1. **PENDAHULUAN**

Perkembangan teori-teori keuangan dan riset keuangan tidak hanya mampu memberikan petunjuk praktikal atas isu-isu maupun tantangan-tantangan besar bidang keuangan, yang sangat berguna bagi pengambil keputusan perusahaan, namun sangat berguna bagi kamajuan displin teori keuangan itu sendiri. Bab ini menjelaskan topik-topik riset bidang keuangan yang disertai contoh-contoh riset-riset keuangan empirisnya untuk mengkonfirmasi suatu teori yang dapat digunakan oleh mahasiswa sebagai langkah awal dalam memulai prosedur risetnya secara ilmiah.

Topik struktur modal merupakan topik yang menjelaskan cara untuk mengetahui apakah perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasinya telah sesuai dengan rencana yang ditetapkan dan telah sesuai dengan tujuannya atau belum.

1. **TUJUAN PEMBELAJARAN**

Setelah membaca bab ini, Anda diharapkan dapat:

1. Menjelaskan konsep dari topik riset keuangan struktur modal
2. Menjelaskan contoh-contoh penggunaan konsep struktur modal dalam riset-riset keuangan
3. **PENYAJIAN**
4. **TIGA Teori utama struktur Modal**

Terdapat tiga teori utama yang selama ini telah dikembangkan untuk menjelaskan fenomena pendanaan perusahan. *Irrelevance theory* dari *Modigliani* dan Miller (1958) merupakan landasan semua teori struktur modal.

***Irrelevance Theory***. Penjelasan Modigliani dan Miller (1958) tentang ketidakrelevanan struktur modal merupakan landasan dari semua teori struktur modal yang ada sekarang ini. Proposisi I yang dinyatakan MM adalah bahwa nilai pasar suatu perusahaan tergantung pada nilai kapitalisasi (present value) dari ekspektasi return pada tingkat p yang sesuai dengan kelasnya dan bukan tergantung pada struktur modal perusahaan. MM membuktikan proposisinya dengan menggunakan argumen *arbitrage.* Dalam ilmu ekonomi, *arbitrage* adalah proses membeli barang di suatu tempat yang harganya lebih murah dan menjualnya ke tempat lain yang harganya lebih mahal dan berlangsung secara instan serta tanpa risiko. Jika pasar berfungsi secara baik maka proses *arbitrage* akan membuat berlakunya hukum satu harga (*law of one price*). MM menibuktikan bahwa akan ada proses *arbitrage* jika ada perbedaan nilai pasar antara suatu perusahaan yang memiliki hutang dengan nilai pasar perusahaan yang tidak punya hutang padahal kedua perusahaan tersebut berada dalam kelas yang sama.

Proposisi II yang dikemukakan MM berkaitan dengan pertanyaan berapa besar ekspektasi return atas ekuitas perusahaan yang berhutang jika dalam keadaan keseimbangan. MM menyatakan bahwa ekspektasi return dari ekuitas perusahaan berhutang (k,) merupakan fungsi linear dari *debt-to-equity ratio.* Proposisi II sebenarnya menyatakan bahwa *required return* pada *levered equity* haruslah yang membuat total nilai pasar perusahaan tidak berubah dengan benibahnya struktur modal. Supaya nilai pasar tidak berubah maka *overall cost of capital* haruslah tidak berubah. Supaya *overall cost of capital* berubah maka kenaikan hutang di dalam struktur modal harus diikuti dengan kenaikan biaya ekuitas secara liniear proporsional.

Dengan proposisi I dan II MM telah membuktikan bahwa nilai ekonomis suatu perusahaan ditentukan sepenuhnya oleh aliran *operating profit* yang akan dihasilkan. Nilai perusahaan tidak akan turun atau naik hanya karena adanya perubahan proporsi hutang di dalam modal perusahaan. Nilai hanya ditentukan oleh keputusan investasi dan operasi bukan oleh keputusan struktur modal. Keputusan struktur modal adalah *irrelevance.*

*Irrelevance theory* yang dibangun oleh Modigliani dan Miller (1958), (selanjutnya disingkat MM) memakai beberapa asumsi berikut baik secara eksplisit maupun implisit:

1. Pasar modal *bersifat frictionless.* Pajak individu maupun pajak perseroan tidak ada, jual beli sekuritas tidak ada biaya transaksinya dan berlangsung secara instan, dan juga tidak ditemui *bankruptcy cost*
2. Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua jenis sekuritas yaitu *risky equity* dan *risk-free debt*
3. Baik individu maupun perusahaan dapat pinjam atau meminjamkan dana dengan tingkat bunga bebas risiko
4. Investor memiliki *homogeneous expectation* tentang aliran laba perusahaan di masa yang akan datang
5. Semua perusahaan dapat diklasifikasikan dalam salah satu dari sejumiah ‘*equivalent return classes’* sehingga return atas saham penisahaan-perusahaan yang ada dalam satu kelas akan saling berkorelasi sempurna

Asumsi di atas memang nampak tidak realistis namun bermanfaat tidaknya suatu teori bukan terletak pada realistis-tidaknya asumsi yang dipakai tetapi pada apakah teori tersebut memberikan penjelasan yang masuk akal berkaitan dengan variabel-variabel yang dianalisis.

Ketiga teori utama struktur modal adalah sebagai berikut:

* 1. ***Agency cost/Tax Shield Trade-Off Model*.**

Proposisi MM menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan namun dunia bisnis menemukan bukti yang meyakinkan bahwa struktur modal tidak memiliki pola random, maka upaya pengembangan teori struktur modal terus dilakukan dengan mengubah asumsi-asumsi dari teori dasar yang sudah dibangun oleh MM sehingga lebih sesuai dengan realitas bisnis. Sejak terbitnya artikel M&M tahun 1958, banyak teoritisi keuangan yang telah menganalisis bagaimana pengaruh dihilangkannya satu dan kemudian satu asumsi yang lain terhadap hasil bahwa keputusan struktur modal adalah tidak relevan. Pajak perseroan, pajak per,seorangan, biaya kebangkrutan, biaya agensi, dan *asymmetric information* telah dicoba dimasukkan kedalam model struktur modal namun jawaban atas pertanyaan “apakah struktur modal tidak relevan?” masih belum terjawab tuntas. Pelonggaran asumsi model *irrelevance MM* dengan memasukkan adanya:

1. Pajak pendapatan perseroan dan Pajak perseorangan atas pendapatan investasi baik berupa dividen, *capital gain* maupun bunga. **Struktur Modal dengan Adanya Pajak Pendapatan Perseroan.** Pengembangan teori struktur modal dengan memasukkan pajak penda­patan perseroan dilakukan sendiri oleh Modigliani dan Miller (1963). **Struktur Modal dengan Adanya Pajak Perseroan dan Pajak Perseorangan**. Banyak penulis dan peneliti keuangan telah mengembangkan atau memodifikasi teori MM karena belum puas dengan dua pilihan teori MM yaitu struktur modal yang *irrelevance* dan struktur “modal yang optimalnya adalah 100% hutang. Maka kemudian Miller (1977) menawarkan sebuah penjelasan mengapa *leverage ratio* perusahaan di Amerika Serikat rata-rata antara 30 -40% meskipun tarif pajak pendapatan perseroan bervariasi mulai dari 0% (sebelum tahun 1913) hingga lebih dari 50% pada tahun 50-an. Miller mengatakan bahwa model struktur modal yang memasuk-kan pajak pendapatan individual dapat mcnjelaskan pola struktur modai di perusahaan Amerika Serikat tersebut tanpa harus membuat asumsi adanya biaya kebangkrutan yang cukup besar. Setelah Miller, banyak penulis yang mengembangkan teori struktur modal berbasis pajak dan salah satu yang terpenting adalah yang dikemukakan oleh DeAngelo dan Masulis (1980). Mereka memasukkan *non-debt tax shields (NTDS*)-sebagai pengganti hutang. Hipotesis yang diajukan adalah bahwa peru­sahaan yang besar nilai depresiasinya, biaya R&D-nya, dan NDTS yang lain mestinya menggunakan hutang yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan yang sejenis namun menggunakan NTDS lebih kecil. Namun hipotesis ini ternyata tidak terbukti karena penelitian Bradley, Jarrell, dan Kim (1984) dan Titman dan Wessels (1988) justru menemukan hal yang sebaliknya, semakin besar NTDL maka semakin besar *leverage rationya.* Temuan ini diinterpretasikan bahwa meningkatnya NTDS dapat dijadikan sebagai jaminan untuk meningkatkan hutang sehingga perusahaan yang banyak asset berwujudnya dapat memakai hutang yang lebih besar. Hipotesis ini dinamakan *secured debt hypothesis.*
2. Beban biaya kebangkrutan *dan financial distress.* **Struktur Modal dengan Adanya Biaya Kebangkrutan dan *Financial* Distress.** Pemikir keuangan sudah lama menyadari bahwa cukup besarnya biaya kebangkrutan dan *financial distress* (kesulitan keuangan) dapat menjadi penghalang perusahaan untuk selalu menambah hutang. Semakin besar beban tetap (biaya bunga) yang harus dikeluarkan perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang mengarah ke kebangkrutan. Ketika perusahaan bangkrut maka manajer akan kehilangan pekerjaan dan prospek kariernya menjadi buruk sementara itu pemegang saham saham pada umumnya akan kehilangan seluruh uangnya yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Secara lebih rinci Megginson (1997) mensyaratkan bahwa biaya kebangkrutan dan *financial distress* akan menghambat hutang hanya jika: (1) Adanya kesulitan keuangan akan berakibat menurunnya permintaan produk perusahaan (karena konsumen mengkhawatirkan pelayanan purna jual) atau meningkatkan biaya produksi (supplier mungkin tidak mau lagi menjual barang dengan cara kredit), (2) Adanya kesulitan keuangan akan mendorong manajer untuk melakukan tindakan yang dapat mengurangi nilai perusahaan secara keseluruhan. Ketika mengetahui bahwa perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan, manajer dapat memilih proyek yang sangat berisiko dengan harapan mendapat return yang tinggi sehingga kesulitan keuangan dapat ditutup. Namun jika proyek yang tinggi risikonya tersebut gagal maka risikonya akan lebih banyak ditanggung oleh pemberi hutang karena asset yang tersisa akan lebih sedikit. (3) Proses kebangkrutan akan memunculkan biaya yang jika perusahaan tidak dalam proses bangkrut maka biaya tersebut tidak perlu ada. Biaya kebangkrutan ini dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu yang bersifat langsung dan yang bersifat tidak langsung. Biaya langsung adalah kas yang dikeluarkan berkaitan dengan administrasi dan persidangan kebangkrutan. Contohnya biaya pencetakan dokumen, fee kepada professional seperti penasehat hukum, akuntan, dan *investment banker,* serta pembayaran kepada pegawai pengadilan. Biaya- biaya tersebut dapat jadi cukup besar terutama untuk kasus kebangkrutan yang kompleks. Biaya tidak langsung adalah biaya berkait dengan proses kebangkrutan namun tidak berbentuk pengeluaran kas. Contohnya, berkurangnya penjualan selama proses kebangkrutan dan setelah kebangkrutan, terbengkelainya barang investasi dan proyek pengembangan, keluarnya tenaga kunci perusahaan, serta tidak optimalnya pemanfaatan waktu bagi manajemen selama proses kebangkrutan.

1. Masalah (dan biaya) agensi antara manajer, pemegang saham, dan *bondholders.* **Struktur Modal dan *Agency cost*.** Teori struktur modal berkaitan dengan biaya agensi *(agency cost)* sebenarnya hanya merujuk pada teori agensi yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Dalam teori agensi, manajer dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu perlu ada mekanisme agar manajer mau bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Salah satu mekanisme yang diusulkan oleh Jensen dan Meckling (1976) adalah dengan menambah porsi hutang.

Menambah hutang dapat mengurangi masalah agensi karena dua alasan. Pertama, dengan meningkatnya hutang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaan. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil masalah agensi yang timbul antara manajer dan pemegang saham. Kedua, dengan semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil dana ‘menganggur’ yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar hutang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga dari hutang tersebut dan juga untuk mengangsur pokok hutang. Mekanisme untuk mengurangi *free cash flows* ini oleh Jensen (1986) dikelompokkan sebagai mekanisme *bonding,* suatu mekanisme yang dipakai oleh manajer untuk membuktikan bahwa mereka tidak akan menghamburkan dana perusahaan dan mereka berani mengambii risiko kehi-langan pekerjaan jika tidak bisa mengelola perusahaan dengan serius.

Jika meningkatnya hutang akan mengurangi masalah agensi antara manajer dan pemegang saham mengapa perusahaan tidak sekalian menggunakan hutang yang sebesar-besarnya (meskipun tidak 100%)? Jawabannya adalah karena ada masalah agensi pada hutang. Konflik agensi pada hutang terjadi antara pemberi hutang dengan pemegang saham/manajer. Ketika porsi’ hutang dalam struktur modal perusahaan meningkat maka risiko finansial yang ditanggung *bondholder* akan meningkat sementara pemegang saham dan manajer tetap menjadi pengen-dali keputusan investasi dan operasi perusahaan. Kondisi ini membuka peluang bagi manajer untuk memanfaatkan kekayaan *bondholders* untuk kepentingan mareka dan pemegang saham. Kasus yang paling ekstrem adalah jika manager menerbitkan obligasi dan pendapatan dari obligasi tersebut bukan untuk investasi tetapi untuk dibagikan ke pemegang saham. Kasus yang lebih lunak, namun tetap merugikan, adalah menjanjikan pendapatan obligasi untuk investasi ke proyek yang aman namun kenyataannya diinvestasikan ke proyek yang berisiko tinggi. Pilihan proyek berisiko tinggi hanya akan menguntungkan pemegang saham dan manajer karena ketika proyek tersebut sukses maka yang mendapat untung adalah pemegang saham karena sisa pendapatan untuk membayar kewajiban ke *bondholders* akan semakin tinggi sementara yangditerima *bondholders* tidak bertambah. Namun jika proyek tersebut gagal maka yang banyak menderita rugi adalah *bondholders* karena *bondholders* hanya akan menerima asset yang rendah nilainya sebagai akibat besarnya kerugian yang diderita perusahaan atas proyek yang sangat berisiko tersebut. Upaya mendapatkan dana murah (karena diinformasikan untuk proyek berisiko kecil) untuk membiayai proyek berisiko tinggi dinamakan bait-and switch, dan aktivitas ini sangat merugikan *bondholders.*

Menyadari bahwa manajer akan melakukan tindakan yang merugikan *bondholders,* maka upaya preventif dilakukan dengan cara membuat *covenants* (pembatasan-pembatasan yang liarus dilakukan manajer agar kepentingan pemegang obligasi tidak dlabaikan) yang sangat detail dalam kontrak obligasi. Sayangnya, *covenant* ini akan membuat gerak manajer menjadi kurang bebas sehingga manajer tidak dapat mengoptimalkan keputusan-keputusannya untuk memaksimumkan ni’.ai perusahaan. Batasan agar perusahaan tidak membayar dividen melebihi persentase tertentu, misalnya, akan memaksa manajer untuk menginvestasikan dana *(retained earnings)* ke proyek-prbyek yang mestinya kurang menguntungkan. Hambatan dari pemegang obligasi yang membuat manajer tidak dapat mengoptimalkan keputusan-keputusannya dinamakan *agency cost of debt.*

Jadi teori agensi yang dikemukakan Jensen dan Meckling pada satu sisi menyarankan agar perusahaan meningkatkan porsi hutangnya agar masalah agensi antara manajer dan pemegang saham berkurang. Pada sisi yang lain, meningkatnya porsi hutang juga akan meningkatkan masalah agensi yang lain yaitu konflik antara manajer/pemegang saham dan pemegang obligasi. Posisi optimal tentu saja diperoleh ketika porsi hutang perusahaan mencapai level tertentu sehingga jika porsi hutang tersebut ditambah maka jumlah biaya agensi atas hutang sudah lebih tinggi dari pada maslah agensi atas ekuitas. Biaya kontrak berkait dengan pembuatan dan pemaksaan berlakunya *financial agreements, K*arakteristik asset, *earning volatility,* dan *investment opportunity set* perusahaan*,* Struktur kepemilikan dan *corporate control*

* 1. ***Pecking Order Hypothesis.***

Model *trade-off merupakan* model yang sangat konsisten dengan upaya mencan struktur modal optimal agar nilai perusahaan dapat dimaksimumkan. Model *trade-off’* juga banyak penganutnya sehingga masih dianggap sebagai *mainstream* teori struktur modal. Namun demikian model ini tidak dapat menjawab beberapa temuan penting dari pola struktur modal di perusahaan. Pertama, dalam setiap industri di temukan bahwa perusahaan-perusahaan yang. paling tinggi profitabilitasnya adalah perusahaan yang paling rendah *debt rationya.* Temuan ini bertentangan dengan prediksi *trade-off model. Trade-off model* memprediksi perusahaan akan memilih hutang sebagai sumber dana asal manfaat dari tambahan hutang masih lebih besar dibandingkan dengan biayanya.. Dengan demikian, perusahaan yang paling tinggi profitabilitasnya mestinya perusahaan yang sudah mengoptimalkan porsi hutangnya, bukan justru yang meminimalkan porsi hutangnya.

Kedua, peristiwa peningkatan porsi hutang, seperti *siock repurchasing* dan penawaran *debt-for equity exchange,* selalu berkaitan dengan adanya *positive abnormal return* yang cukup besar bagi pemegang saham, sementara peristiwa penurunan porsi hutang akan mendorong menurunnya harga saham. Prediksi *trade-off model* berkaitan dengan perubahan porsi hutang adalah peristiwa peningkatan dan penurunan porsi hutang dapat menaikkan dan juga dapat menurunkan harga saham. Jika porsi hutang perusahaan belum optimal, maka peningkatan hutang akan membuat harga saham naik, namun jika porsi hutang sudah optimal maka peningkatan hutang akan menurunkan harga saham. Demikian juga dengan penurunan hutang, jika porsi hutang belum optimal maka penurunan hutang akan menurunkan harga saham namun jika sudah melebihi porsi optimal, penurunan hutang justru akan meningkatkan harga saham. Ketiga, perusahaan menerbitkan surat hutang secara reguler namun penerbitan saham baru (berikutnya) sangat jarang dilakiikan perusahaan. Untuk menjaga keseimbangan mestinya frekuensi penerbitan saham baru juga sesering penerbitan hutang baru. *Pecking Order Hypothesis* nierupakan teori struktur modal yang dapat menjelaskan temuan-temuan tersebut.

Asumsi yang Mendasari Pecking Order Hypothesis. Penjelasan atas temuan-temuan di atas dikemukakan oleh Myers (1984) yang kemudian penjelasan tersebut dinamakan *Pecking Order Hypothesis.* Teori ini dibangun berdasarkan asumsi dan temuan empiris tentang perilaku keuangan perusahaan bahwa perusahaan lebih menyukai sumber dana internal (laba ditahan dan depresiasi) dibandingkan dengan sumber dana ekstemal (hutang dan ekuitas). Jika harus memakai sumber dana eksternal maka perusahaan akan memilih sekuritas yang teraman. Ketika kebutuhan dana eksternal cukup besar maka perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas menurut urutan; hutang yang paling aman, kemudian hutang yang berisiko tinggi, *convertible securities, preferred stock,* dan terakhir saliam biasa. Model *pecking order* ini lebih menekankan pada motivasi manajer dibandingkan dengan pada prinsip-prinsip penilaian pasar.

Adanya *pecking order* ini sendiri sebenarnya sudah ditemukan oleh Donalson (1961) dalam surveinya pada perusahaan di Amerika Serikat. Penjelasan atas adanya urutan pemilihan (sumber internal kemudian sumber eksternal dengan urutan seperti asumsi 4 di atas) yang dikemukakan pada saat itu antara lain karena pasar yang tidak sempurna (tingginya biaya transaksi, banyaknya investor yang tidak memiliki cukup informasi, dan manajer yang sama sekali tidak sensitive terhadap nilai pasar saham perusahaan) dimana gambaran tersebut tidak sepenuhnya mencenninkan kondisi pasar modal yang modern. Myers (1984) kemudian memberi penjelasan atas temuan *pecking order* ini dengan landasan asumsi adanya *asymmetric information* seperti digagas oleh Myers dan Majluf (1984). Myers dan Majluf membuat dua asumsi utama berkaitan dengan manajer. Pertama, manajer lebih mengetahui kinerja *(earnings)* perusahaan saat ini dan kesempatan investasi yang ada dibandingkan dengan investor luar. Kedua, manajer bertindak sesuai kepentingan pemegang saham lama *(existing shareholders)* perusahaan.

Modelnya Myers dan Majluf ini juga dapat menjadi penjelas mengapa harga saham bereaksi positif terhadap kenaikan hutang dan bereaksi negatif atas pengurangan hutang. Karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi pertama-tama akan memilih sumber dana internal dan kemudian dana eksternal yang berisiko rendah untuk membiayai proyek baru maka jika perusahaan memakai saham (yang merupakan dana ekstemal yang paling berisiko) maka investor akan mencurigai harga saham perusahaan itu sedang *overvalued.* Ketika harga saham *overvalued* maka penurunan harga saat penerbitan saham baru tidak akan merugikan pemegang saham lama. Itulah mengapa pengumuman penerbitan saham baru selalu menjadi *‘bad news’* (karena sahamnya akan turun sebagai akibat telah *overvalued)* bagi pemegang saham.

Implikasi dari Hipotesis *Pecking Order*. Jika dianalisis lebih lanjut, *pecking order model* juga dapat menjelaskan beberapa temuan empiris yang lain. Karena penerbitan saham baru selalu direspon negatif oleh pasar modal maka dapat diartikan bahwa manajer hanya akan menerbitkan saham baru, atau melakukan aktivitas menurunkan porsi hutang yang lain, hanya jika mereka terpaksa melakukannya karena tidak punya dana internal atau jika tidak, mungkin memang sengaja mencari keuntungan sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham lama. Sebalikriya, pengumuman kenaikan porsi hutang dapat diartikan sebagai bukti bahwa perusahaan cukup yakin tentang peningkatan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa yang akan datang sehingga mereka berani menaikkan porsi hutangnya. Oleh karena itu kenaikan porsi hutang direspon positif oleh pasar.

Adanya *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham juga memberi penjelasan tentang perlu adanya *financial intermediaries.* Tidak semua perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang bagus (NPV-nya positif) memiliki *financial slack* yang cukup untuk mendanai proyek. Perusahaan baru dan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi biasanya tidak memiliki cukup dana (internal) untuk membiaya proyek-proyeknya padahal kalau harus mengambil dana dari luar (menerbitkan saham atau obligasi) akan mengalami masalah *asymmetric information* yang cukup serius. Bank dan *financial intermediaries* yang lain dapat mengatasi masalah tersebut dengan menjadi ‘orang dalam’ *(insider)* lewat kontak-kontak yang intens dengan manajer, dan dengan melakukan akses terhadap laporan keuangan dan operasi perusahaan.

* 1. **Teori *Signaling* dan Model *Asymmetric Information* yang Lain**.

Pada akhir tahun 70-an, Ross (1977) dan beberapa penulis lain mengembangkan model *signaling* untuk struktur modal perusahaan dengan berlandaskan masalah *asymmetric information* antara manajer yang *well-informed* dan investor luar yang *poorly-informed.* Model ini disusun berdasarkan ide bahwa manajer yang memiliki informasi bagus tentang perusahaan akan berusaha menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar agar harga saham perusahaan meningkat. Namun karena ada masalah *asymmetric information,* manajer tidak bisa hanya sekedar mengumumkan informasi bagus tersebut karena bisa jadi manajer perusahaan lain juga mengumumkan hal sama sehingga membuat investor luar jadi kurang percaya. Investor harus menunggu beberapa lama untuk membuktikan kebenaran dari ucapan-ucapan manajer tersebut.

Salah satu solusi yang dapat dipakai oleh manajer yang memang benar-benar memiliki informasi yang bagus tentang perusahaannya adalah dengan memberikan sinyal kepada investor dengan melakukan suatu tindakan atau kebijakan yang tidak bisa ditiru oleh perusahaan yang tidak memiliki informasi sebagus informasi perusahaan tersebut. Sinyal (signal) menurut literatur keuangan adalah tindakan yang akan membebani perusahaan pemberi sinyal suatu biaya yang besar *(deadweight costs)* untuk dapat membuat orang luar yang kurang informasi menjadi percaya terhadap apa yang disampaikan. Sinyal menjadi kredibel jika perusahaan lain yang tidak memiliki kinerja seperti yang dimiliki perusahaan pemberi sinyal sulit untuk menini (mimic) sinyal tersebut. Ross (1977) menunjukkan bahwa perusahaan yang bagus kinerjanya dapat memberi sinyal berupa porsi hutang yang tinggi pada struktur modainya. Perusahaan yang kurang bagus kinerjanya tidak akan berani memakai hutang dalam jumlah besar karena jika itu dilakukan maka probabilitas kebangkrutannya akan tinggi. Dengan memakai asumsi tersebut maka akan muncul separating equilibrium dimana perusahaan yang bagus kinerjanya akan memakai hutang yang lebih tinggi sementara yang kurang bagus kinerjanya akan lebih banyak memakai ekuitas. Investor akan dapat membedakan mana perusahaan yang bagus kinerjanya dan mana yang kurang bagus kinerjanya dengan melihat struktur modal perusahaan tersebut dan investor akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang porsi hutangnya besar. Karena penisahaan yang kurang bagus kinerjanya sulit meniru dengan meningkatkan porsi hutang maka titik keseimbangan akan cenderung stabil.

Secara intuitif model *signaling* ini cukup menarik namun model ini sangat buruk jika digunakan untuk memprediksi pola struktur modal yang senyatanya ditemui di perusahaan. Temuan bahwa *leverage ratio* berkorelasi terbalik dengan profitabilitas bertentangan dengan prediksi dari model signaling. Model *signaling* memprediski perusahaan yang tinggi profitabilitasnya akan memberi sinyal dengan memakai porsi hutang yang besar, berarti korelasi antara *debt ratio* dan profitabilitas adalah positif. Disamping itu, model signaling memprediksi bahwa perusahaan di industri yang tinggi tingkat pertumbuhannya dan lebih banyak memiliki *intangible assets* akan memakai hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang sudah dalam tahap dewasa dan menggunakan lebih banyak *tangible assets.* Perusahaan yang pertama memiliki masalah *asymmetric information* yang lebih besar sehingga lebih membutuhkan untuk memberi sinyal. Namun pola struktur modal yang ditemui adalah perusahaan yang memiliki lebih banyak *tangible assets* justru memiliki porsi hutang yang lebih besar.

Namun demikian, model signaling telah memberikan penjelasan yang cukup baik berkaitan dengan perbedaan respon pasar atas berbedanya tipe sekuritas yang diterbit-kan perusahaan. Penerbitan hutang merupakan sinyal adanya *‘good news’* yaitu berupa manajer yang lebih yakin atas kinerja perusahaan di masa yang akan datang sehingga harga saham meningkat dengan adanya pengumuman kenaikan hutang. Sementara itu penerbitan saham dianggap sebagai *‘bad news*’ yaitu berupa kemungkinan turunnya *earning* di masa yang akan datang sehingga harga saham menurun dengan adanya pengumuman penerbitan saham baru. Kedepan, model *signaling* memang masih perlu diperbaiki. Untuk saat ini, nampaknya kita masih lebih yakin pada penjelasan-penje-lasan yang diberikan oleh dua teori yang lain yaitu *Agency cost/Tax Shield Trade-Off* dan *Pecking Order.*

1. Contoh Topik Teori Struktur Modal : Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi di BEI tahun 2002 – 2011

*Latarbelakang*

Yoshendy*, et al* (2015) dalam risetnya tentang faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal perusahaan menyatakan bahwa struktur modal merupakan salah satu topik penting di dalam literatur manajemen keuangan dan pembelanjaan perusahaan. Brealey *et.al.* (2011) menyatakan bahwa struktur modal merupakan satu dari tujuh topik yang paling penting di dalam ilmu pembelanjaan perusahaan. Struktur modal perusahaan terdiri dari hutang dan ekuitas (modal sendiri). Tujuan dari penentuan struktur modal adalah untuk memastikan biaya modal *(cost of capital*) yang paling rendah dan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Jadi struktur modal bertujuan mencari kombinasi yang optimal dari unsur modal yang harus ada untuk mencapai pengembalian (return) yang maksimal bagi pemegang saham. Pada praktek di perusahaan, struktur modal dapat diukur dari rasio hutang dengan ekuitas (*debt to equity ratio atau DER*). Nilai DER berbeda-beda di antara perusahaan dan jenis industri, sehingga DER dapat menjadi ukuran tingkat resiko perusahaan.

Penelitian pada jurnal ini mengaitkan struktur modal perusahaan dengan keadaan perekonomian Indonesia sesudah krisis ekonomi 1998, yaitu periode pemulihan sampai dengan kurun waktu krisis finansial Eropa -AS tahun 2008. Indeks harga saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 secara konstan mengalami kenaikan tiap tahun sebesar 8% sampai tertinggi 63%, sehingga pada 9 Januari 2008 IHSG mencapai titik tertinggi sebesar 2830.26. Sesudah itu IHSG mengalami penurunan (60% sejak Januari 2008 sampai dengan rebound akhir tahun 2008), sebagian terindikasi karena adanya krisis finansial di Eropa-AS. Seluruh sektor industri di BEI pada periode tersebut mengalami penurunan, yang terbesar adalah sektor pertanian dengan penurunan sebesar 79% dan yang terendah adalah sektor barang konsumsi dengan penurunan hanya 46%. Tingkat penurunan pada sektor barang konsumsi yang rendah ini menarik sebagai bahan kajian dikaitkan dengan struktur modal.

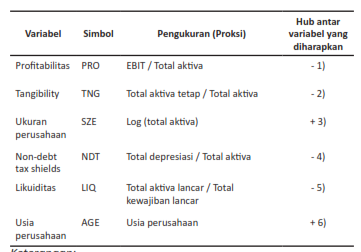
Penelitian ini menjawab pertanyaan-pertanyaan berikut ini: (1) Bagaimana karakteristik struktur modal pada perusahaan barang konsumsi, yaitu perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2002– 2011?. (2) Bagaimana pengaruh variabel profitabilitas, tangibilitas, ukuran perusahaan, NDTS, likuiditas dan usia perusahaan pada struktur modal perusahaan barang konsumsi di BEI tahun 2002 -2011, baik dilihat dari kewajiban total, kewajiban jangka pendek dan kewajiban jangka panjang?. (3) Apakah teori struktur modal *peck ing order* atau *trade-off* juga berlaku bagi perusahaan barang konsumsi di BEI tahun 2002-2011?.

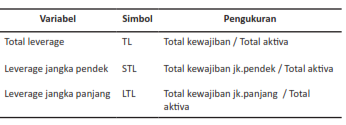
*Metodologi*

Data yang digunakan dalam penelitian ini memakai data sekunder, yaitu laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdaftar menurut klasifikasi industri Jakarta Industrial Classification (JASICA) Sektor 5 yang berisikan Industri Barang Konsumsi pada tahun 2002 sampai dengan 2011. Pengambilan sampel dan pemilihan perusahaan dalam penelitian ini dilakukan dengan melakukan metode purposive sampling hingga erpilih perusahaan yang memenuhi syarat sebanyak total 29 perusahaan yang terdiri dari 11 perusahaan makanan dan minuman, 3 perusahaan rokok, 9 perusahaan farmasi, 3 perusahaan kebutuhan personal dan 3 perusahaan barang rumahtangga.

Variabel yang digunakan mengacu penelitian sebelumnya, untuk penelitian ini akan digunakan enam faktor yang merupakan variabel independen, yang memiliki pengaruh terhadap struktur modal

Tabel 4.1. Variabel Independen dan Variabel Dependen Penelitian



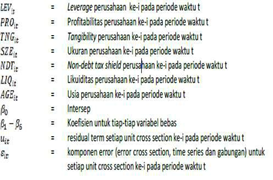


Sumber : Yoshendy*, et al* (2015)

Metode Penelitian. Penelitian ini menggunakan prosedur analisa regresi data panel karena sampel yang dipilih mengandung data-data periode antar waktu dan antar perusahaan. Model statistisnya adalah:



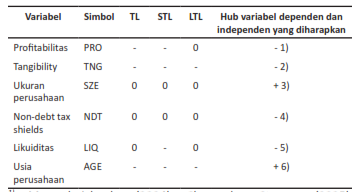
*Keterangan:*

**

*Hasil*

Yoshendy*, et al* (2015) sesuai model statistis menggunakan tiga ukuran *leverage* yaitu total *leverage*, *leverage* jangka pendek dan *leverage* jangka panjang. Ringkasan hasil pengujian pengaruh keenam faktor terhadap levarge disajikan pada Tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2 Ringkasan Hasil Pengujian



Sumber: Yoshendy (2015)

Secara umum, pengaruh profitabilitas terhadap leverage ini berhubungan negatif. Hubungan negatif ini terjadi karena perusahaan yang memiliki profitabilitas makin tinggi, lebih memilih untuk melakukan pembiayaan yang didanai oleh laba ditahan terlebih dulu, dilanjutkan dengan hutang, dan langkah terakhir jika diperlukan adalah menerbitkan ekuitas. Urutan pembiayan ini sesuai dengan *teori pecking order* namun pengaruh variabel profitabilitas tidak signifikan secara statistik terhadap hutang jangka panjang, sehingga dapat disimpulkan variabel ini tidak berpengaruh pada pertimbangan pembiayaan jangka panjang.

Tangibilitas menunjukkan bahwa hubungan negatif karena tangibilitas berhubungan dengan tingkat aktiva tetap dan investasi yang dibentuk perusahaan pada saat perusahaan akan melakukan perluasan atau penambahan kapasitas. Untuk membiayai investasi perusahaan akan melihat kepada likuiditas yang dimiliki, memakai pendanaan internal terlebih dulu dan perusahaan akan memakai pendanaan dari pinjaman hanya jika dana internal tidak memadai.

Ukuran perusahaan tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan seluruh variabel independen leverage. Untuk membiayai pertumbuhan dan pengembangan perusahaan membutuhkan pinjaman. Tapi tidak bisa ditentukan apakah leverage ini untuk permodalan jangka pendek atau jangka panjang. *Non-debt tax shields* (NDT) juga menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan dengan seluruh variabel leverage. Variabel likuiditas (LIQ) menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan dengan variabel leverage namun berhubungan signifikan negatif dengan leverage STL. Perusahaan yang memiliki likuiditas makin besar maka makin sedikit memiliki pinjaman, dan membayar kewajiban jangka pendek dengan likuiditas yang dimilikinya. Usia perusahaan (AGE) menunjukkan arah hubungan memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan variabel leverage jangka pendek, jangka panjang, dan total. Semakin lama usia perusahaan, maka tingkat leverage perusahaan makin menurun, di mana perusahaan makin mengandalkan pembiayaan dari akumulasi modal.

*Simpulan*

Hasil pengujian faktor yang mempengaruhi struktur modal pada umumnya terlihat bahwa perusahaan barang konsumsi selama tahun 2002 – 2011 memakai teori pecking order. Hal ini sejalan dengan literatur dan hasil penelitian terdahulu atas perusahaan manufaktur barang konsumsi. Sedangkan analisis pengaruh struktur modal terhadap leverage jangka panjang (LTL) memberikan hasil sedikit berbeda. Hal ini menunjukkan bahwa variabel struktur modal lebih mempengaruhi leverage jangka pendek dibandingkan dengan leverage jangka panjang. Leverage jangka panjang pada perusahaan barang konsumsi tidak terlalu dipengaruhi oleh sebagian besar variabel struktur modal yang digunakan pada penelitian ini.

1. **Rangkuman**

.*Irrelevance theory* dari Modigliani dan Miller (1958) merupakan landasan semua teori struktur modal. Penjelasan Modigliani dan Miller (1958) tentang ketidakrelevanan struktur modal merupakan landasan dari semua teori struktur modal yang ada sekarang ini. Proposisi I yang dinyatakan MM adalah bahwa nilai pasar suatu perusahaan tergantung pada nilai kapitalisasi (present value) dari ekspektasi return pada tingkat p yang sesuai dengan kelasnya dan bukan tergantung pada struktur modal perusahaan. Proposisi II sebenarnya menyatakan bahwa required return pada *levered equity* haruslah yang membuat total nilai pasar perusahaan tidak berubah dengan benibahnya struktur modal. Supaya nilai pasar tidak berubah maka overall cost of capital haruslah tidak berubah. Supaya *overall cost of capital* berubah maka kenaikan hutang di dalam struktur modal harus diikuti dengan kenaikan biaya ekuitas secara liniear proporsional.

Terdapat tiga teori utama yang selama ini telah dikembangkan untuk menjelaskan fenomena pendanaan perusahan. Kesatu, teori struktur modal berkaitan dengan biaya agensi (*agency cost*) sebenarnya hanya merujuk pada teori agensi yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Dalam teori agensi, manajer dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu perlu ada mekanisme agar manajer mau bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Salah satu mekanisme yang diusulkan oleh Jensen dan Meckling (1976) adalah dengan menambah porsi hutang

Kedua, Pecking Order Hypothesis yang dijelaskan oleh Myers (1984). Teori ini dibangun berdasarkan asumsi dan temuan empiris tentang perilaku keuangan perusahaan bahwa perusahaan lebih menyukai sumber dana internal (laba ditahan dan depresiasi) dibandingkan dengan sumber dana ekstemal (hutang dan ekuitas). Jika harus memakai sumber dana eksternal maka perusahaan akan memilih sekuritas yang teraman. Ketika kebutuhan dana eksternal cukup besar maka perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas menurut urutan; hutang yang paling aman, kemudian hutang yang berisiko tinggi, convertible securities, preferred stock, dan terakhir saliam biasa. Model *pecking order* ini lebih menekankan pada motivasi manajer dibandingkan dengan pada prinsip-prinsip penilaian pasar.

Ketiga, Teori *Signaling* dan *Model Asymmetric Information* yang Lain. Model *signaling* untuk struktur modal perusahaan berlandaskan masalah *asymmetric information* antara manajer yang *well-informed* dan investor luar yang *poorly-informed*. Salah satu solusi yang dapat dipakai oleh manajer yang memang benar-benar memiliki informasi yang bagus tentang perusahaannya adalah dengan memberikan sinyal kepada investor dengan melakukan suatu tindakan atau kebijakan yang tidak bisa ditiru oleh perusahaan yang tidak memiliki informasi sebagus informasi perusahaan tersebut. Ross (1977) menunjukkan bahwa perusahaan yang bagus kinerjanya dapat memberi sinyal berupa porsi hutang yang tinggi pada struktur modainya. Dengan memakai asumsi tersebut maka akan muncul *separating equilibrium*. Investor akan dapat membedakan mana perusahaan yang bagus kinerjanya dan mana yang kurang bagus kinerjanya dengan melihat struktur modal perusahaan tersebut dan investor akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang porsi hutangnya besar.

1. **SOAL DAN LATIHAN**
2. Jelaskan *Relevance and Irrelevance Theories* dari Struktur Modal
3. Jelaskan ketiga teori utama dalam menjelaskan struktur modal perusahan
4. Carilah dan lakukan telaah akademik atas riset-riset keuangan empiris yang menjelaskan masing-masing teori struktur modal tersebut
5. Lakukan pengumpulan data sekunder untuk mengukur varoabel-variabel yang dibutuhkan dalam penelitian struktur modal
6. Lakukan pengukuran dan analisis statistik untuk menguji hubungan kausal antar varoabel yang diteliti sebagaimana dilakukan dalam penelitian terdahulu yang dipilih sebagai riset acuan.

**DAFTAR PUSTAKA**

Arifin, Z. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Yogyakarta: Ekonisia.

DeAngelo, Harry, and Ronald W. Masulis. "Optimal capital structure under corporate and personal taxation." *Journal of financial economics* 8.1 (1980): 3-29

Jensen, Michael C. "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." *The American economic review* 76.2 (1986): 323-329.

Jensen MC, Meckling WH. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* **3**(4): 305-360.

Megginson, W. L. (1997). Corporate finance theory. Addison-Wesley.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” American Economic Review 48 (3): 261–97.

Myers, S. C. (1984) The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, 39(3), 574-592.

Ross S. The determination of financial structure: the incentive-signaling Approach, Bell Journal of Economics. 1977; 8:23-40.

Yoshendy, Andi; Achsani, A. Noer dan Maulana, A. N. TB. 2015. “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi di BEI tahun 2002 – 2011”. Jurnal Bisnis & Manajemen. Vol. 16, No. 1, pp. 47-59.

**BAB V**

**DIVIDEN**

1. **PENDAHULUAN**

Perkembangan teori-teori keuangan dan riset keuangan tidak hanya mampu memberikan petunjuk praktikal atas isu-isu maupun tantangan-tantangan besar bidang keuangan, yang sangat berguna bagi pengambil keputusan perusahaan, namun sangat berguna bagi kamajuan displin teori keuangan itu sendiri. Bab ini menjelaskan topik-topik riset bidang keuangan yang disertai contoh-contoh riset-riset keuangan empirisnya untuk mengkonfirmasi suatu teori yang dapat digunakan oleh mahasiswa sebagai langkah awal dalam memulai prosedur risetnya secara ilmiah.

Topik kebijakan dividen merupakan topik yang menjelaskan dampak kebijakan dividen bagi kinerja perusahaan dan berbagai dasar pertimbangan bagi perusahaan dalam mengambil kebijakan dividennya.

1. **TUJUAN PEMBELAJARAN**

Setelah membaca bab ini Anda diharapkan dapat:

1. Menjelaskan konsep dari topik riset keuangan teori dividen
2. Menjelaskan contoh-contoh penggunaan konsep dividen dalam riset-riset keuangan
3. **PENYAJIAN**

Kebijakan dividen *(dividend policy)* merupakan keputusan perusahaan mengenai berapa besar dividen kas *(cash dividends)* yang harus dibayarkan dan berapa kali dividen tersebut akan dibayarkan dalam satu tahun serta menyangkut keputusan yang lebih beragam seperti:

* Apakah kas akan didistribusikan dengan cara *share repurchases* (pembelian kembali saham) atau lewat dividen kas?
* Apakah perusahaan lebih mementingkan kenaikan harga saham dengan cara menahan laba lebih banyak atau membagikan dividen yang lebih besar?
* Bagaimana menjaga keseimbangan antara kepentingan investor individual yang pajak atas dividennya tinggi dan investor institusional yang pajak atas dividennya rendah?
* Apakah dividends per share (DPS) pada periode yang lain tetap dipertahankan atau harus diubah? Jika DPS dinatkkan apakah perusahaan akan dapat mempertahankannya pada tahun-tahun yang akan datang?
* Bagaimana pasar modal bereaksi atas pengumuman perubahan besar DPS?
* Apakah investor lebih suka DPS yang stabil atau DPS yang berfluktuasi sesuai laba perusahaan?
* Apakah perusahaan lebih mementingkan keinginan investor tua yang menghendaki dividen besar atau justru mengikuti keinginan investor muda yang lebih suka laba diinvesiasikan kembali dari pada dibagikan sebagai dividen?

Teori tentang kebijakan dividen Modigliani dan Miller (1961) mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Pada pasar modal yang sempurna, perusahaan akan dapat dengan cepat dan murah untuk menerbitkan saham baru kapanpun diperlukan, sehingga ketika perusahaan kekurangan dana untuk investasi karena perusahaan tersebut telah menggunakan sebagian labanya untuk membayar dividen maka perusahaan tersebut dapat mencari pengganti dana tersebut di pasar modal. Faktanya, pola pembayaran dividen di lapangan bertentangan dengan teori tersebut.

Investor bertransaksi pada pasar modal yang tidak sempurna, ada biaya transaksi, biaya pajak dan lain sebagainya. Dengan melepas satu per satu asumsi yang melandasi proposisi ketidakrelevanan dividen diharap dapat menentukan bagaimana agar kebijakan dividen perusahaan menjadi optimal dalam arti dapat memaksimumkan nilai perusahaan.

**Pengaruh Pajak Pendapatan Individu.** Jika dalam model Modigliani dan Miller dimasukkan variabel pajak pendapatan atas dividen maka kesimpulannya adalah perusahaan harus menahan semua laba dan investor mengambil returnnya dari peningkatan harga saham. Bagaimana jika pendapatan atas *capital gain* juga dipajaki dengan tarif yang sama? Meskipun *capital gain* dipajaki dengan tarif yang sama dengan tarif atas dividen namun pembayaran pajak atas *capital gain* baru dilakukan ketika investor merealisasikan *gain-nya* tersebut (ketika saham dijual). Karena pajak atas *capita! gain* dapat ditunda sampai dengan *gain* direalisasikan maka investor akan lebih memilih *capital gain* dari pada penerimaan dividen.

Ada dua metodologi yang selama ini digunakan untuk menguji pengaruh pajak.

1. Metodologi pertama, menggunakan model CAPM yang dikembangkan untuk mengetahui apakah investor meminta return *(pre-tax return)* yang lebih tinggi atas saham yang membayarkan dividen lebih besar seperti diperkirakan karena investor membayar tingkat pajak efektif atas dividen yang lebih besar dari pada atas *capital gain.* Sebagian besar penelitian menemukan adanya hubungan yang positif antara *dividend yield* dan return saham, namun tidak ada kesepakatan tentang apakah penyebabnya adalah pajak atau faktor yang lain.
2. Metodologi kedua untuk menguji pengaruh pajak adalah dengan mencermati rata-rata perubahan harga saham pada hari *ex-dividend.* Sebelum hari *ex-dividend,* investor yang membeli saham akan berhak menerima dividen yang akan dibayarkan. Observasi empiris yang menemukan bahwa penurunan harga saham saat *ex-dividend* yang signifikan lebih kecil dibandingkan dengan jumlah dividen yang dibayarkan (berkisar antara 60-70% dari besar dividen) sering diinterpretasikan sebagai adanya pengaruh pajak pada pcnilaian dividen. Selisih ini sebagai kompensasi karena investor yang menerima d:viden akan langsung kena pajak.

**Pengaruh Biaya Transaksi.** Pengaruh biaya transaksi terhadap kebijakan dividen dapat dilihat dari dua sisi yang nampak saling bertentangan.

1. Pertama, biaya transaksi dilihat dari sudut investor. Jika investor merasa menjual saham dalam jumlah kecil secara rutin akan menimbulkan biaya transaksi yang cukup besar maka pembayaran dividen akan lebih menarik bagi investor untuk menjaga likuiditasnya. Penerimaan dividen secara reguler tidak akan menimbulkan biaya transaksi dan uang yang diterima dari dividen dapat digunakan untuk konsumsi. atau untuk menyusun ulang portfolio. Jika biaya transaksi membuat investor memilih pembayaran dividen mestinya pasar modal-pasar modal yang belum maju akan membayar dividen lebih besar karena biaya transaksi di pasar-pasar tersebut lebih tinggi. Kenyataannya justru sebaliknya, pembayar dividen paling besar adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa-bursa negara maju yang justru paling rendah biaya transaksinya.
2. Biaya transaksi dari sudut pandang perusahaan yang membayarkan dividen. Argumentasi Modigliani dan Miller bahwa dividen tidak relevan memakai asumsi bahwa jika perusahaan harus menerbitkan saham baru sebagai pengganti laba yang dibagikan sebagai dividen maka tidak ada biaya transaksi atas penerbitan saham baru tersebut. Jika biaya emisi saham baru cukup besar maka perusahaan akan memilih menahan seluruh laba sehingga biaya modal akan lebih rendah.

**Teori Residual.** Menurut teori ini dividen hanya merupakan kebijakan residual dalam arti dividen hanya akan dibayarkan jika masih ada uang tersisa setelah semua investasi yang mengasilkan NPV positif telah didanai. Menjadikan dividen sebagai residual merupakan strategi yang rasional untuk memaksimumkan nilai perusa­haan dan dapat digunakan untuk

1. Teori residual menjelaskan mengapa perusahaan pada industri yang tingkat pertumbuhannya tinggi akan menahan hampir seluruh labanya sementara perusahaan di industri yang sudah kurang berkembang cenderung membayarkan dividen yang tinggi. \
2. Teori residual ini juga dapat menjelaskan adanya pola *‘life-cycle’* pembayaran dividen pada setiap perusahaan. Ketika sebuah perusahaan masih muda dia cenderung membagikan dividen dalam jumlah kecil namun ketika perusahaan sudah mencapai tahap dewasa dan tingkat pertumbuhannya menurun maka *dividend payoutnya* akan meningkat.
3. Penjelasan lain berkaitan dengan kebijakan residual atas dividen adalah karena perusahaan lebih mementingkan kebijakan struktur modalnya dari pada kebijakan dividen. Dengan demikian, kebijakan residual atas dividen berarti perusahaan akan mendanai semua kesempatan investasi yang menghasilkan NPV positif, berusaha menjaga struktur modal pada target tertentu, menahan laba untuk menjaga target struktur modal, dan jika masih tersisa uang dari laba yang dipakai untuk menjaga target struktur modal maka uang tersebut dibayarkan sebagai dividen.

**Dividen Sebagai Penyampai Informasi.** Dalam pasar modal yang bercirikan adanya *asymmetric information* antara pemegang saham dan orang dalam perusahaan (manajer), pembayaran dividen dapat menjadi penyampai informasi yang terpercaya dan sulit ditiru oleh perusahaan yang kinerjanya lemah.

1. Setiap kebijakan dividen dapat menjadi bahan penilaian oleh investor (pihak yang tidak memiliki informasi lengkap mengenai perusahaan) tentang kinerja perusahaan. Ketika perusahaan membayar dividen untuk pertama kalinya, investor dapat menginterpretasikan bahwa saat ini manajer yakin. bahwa profitabilitas perusahaan tidak hanya cukup untuk membiayai kesempatan investasi tetapi juga dapat untuk membayarkan dividen.
2. Logika yang sama juga dapat dipakai ketika perusahaan menaikkan dividen. Karena semua orang mengerti bahwa penurunan dividen akan sangat dihindari, keputusan manajer menaikkan dividen membuktikan keyakinan manajer bahwa laba perusahaan sudah meningkat ke level baru sehingga dapat untuk mempertahankan tingkat dividen yang baru dengan tetap dapat digunakan untuk membiayai kesempatan investasi. Logika ini juga dapat digunakan ketika perusahaan menurunkan dividennya atau malah tidak membayarkannya sama sekali. Karena semua orang menganggap penurunan dividen sebagai berita buruk, maka manajer hanya akan menurunkan dividen ketika mereka sudah tidak memiliki pilihan lain karena kesehatan perusahaan sedang menurun dan belum jelas kapan menjadi sehat kembali. Banyak bukti empiris yang mendukung pendapat bahwa dividen merupakan penyampai informasi. Lintner (1956), Fama dan Babiak (1968) serta Aharony dan Swary (1980)

**Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen**. Stuktur kepemilikan mempengaruhi besar pembayaran dividen dari dua sisi.

1. Pertama, ketika kepemilikan perusahaan terkonsentrasi (hanya ada beberapa pemilik), *asymmetric information* antara orang dalam dan orang luar perusahaan relatif kecil sehingga manajer tidak perlu menggunakan dividen untuk menyam­paikan informasi. Hal ini terlihat dari kecil dan jarangnya dividen pada perusahaan keluarga dimana pemilik utama merupakan manajer dari perusahaan tersebut, serta pada perusahaan besar yang dikontrol oleh bank atau kelompok industri. Pada kedua kasus tersebut, komunikasi antar pemilik perusahaan dapat dilakukan dengan relatif cepat dan akurat.
2. Alasan kedua adalah adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol yang memunculkan masalah agensi. Masalah agensi akan semakin besar ketika kepemilikan perusahaan terlalu menyebar karena pada pola seperti itu insentif pemilik untuk mengontrol manajer akan rendah. Masalah agensi akan semakin membesar jika pada saat yang sama perusahaan memiliki banyak *free cash flows.* Salah satu cara untuk mengurangi masalah agensi karena menyebarnya kepemilikan perusahaan dan besarnya *free cash flows* adalah dengan melakukan pembayaran dividen. Mengurangi masalah agensi dengan cara membayar dividen dalam jumlah besar merupakan metode *bonding.*. Mekanisme *bonding* dengan meningkatkan jumlah dividen merupakan mekanisme yang efektif karena pasar akan menghukum perusahaan ketika dividen perusahaan pada periode yang akan datang mengalami penurunan.
3. Argumentasi lain tentang adanya pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen dapat dilihat dari fenomena semakin besarnya porsi kepemilikan institusi keuangan seperti lembaga dana pensiun, perusahaan asuransi, dan reksa dana. Institusi keuangan memiliki preferensi yang kadang berbeda dengan keinginan investor umum.. Investasi secara umum berjangka panjang sehingga mestinya lebih menyukai perusahaan yang menginvestasikan kembali labanya dari pada perusahaan yang membayarkan sebagian besar labanya untuk dividen serta mencari perusahaan yang profitabilitasnya bagus untuk menanamkan dana yang mereka peroleh dari premi atau pungutan dana pensiun. Investor institusional. Biaya transaksi per sahamnya pemegang saham institusional relatif kecil sehingga alasan menerima dividen untuk menghemat biaya transaksi menjadi kurang berarti.

Terdapat dua teori utama yang dapat digunakan untuk menjelaskan temuan pola kebijakan dividen.

1. Pertama adalah *Agency cost/Contracting Model of Dividends* (atau cukup *Agency cost* Model) merupakan teori yang banyak dianut ilmuan keuangan saat ini *(mainstream).* Model ini berasumsi bahwa pembayaran dividen didorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi yang muncul karena di pemisahaan ada pemisahan antara pemilik dan manajer. Pada perusahaan privat yang kepemilikannya hanya terdiri dari beberapa orang masalah agensi tidak banyak muncul sehingga dividen menjadi kurang penting. Ketika pemilik penisahaan semakin banyak seperti pada perusahaan yang *go public* maka hanya beberapa saja pemegang saham yang punya insentif dan kemampuan untuk mengontrol dan memonitor keputusan dan aktivitas manajemen. Pada saat itu masaiah agensi akan muncul dan di sini dividen menjadi penting. Masalah agensi menjadi semakin besar ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah sedangkan jumlah *free* *cash flows-nya* tinggi. Jika kondisi ini muncul manajer cenderung akan membelanjakan *free cash flows* tersebut (dengan dalih investasi) dan bukannya membagikannya kepada pemegang saham. Investor memahami adanya insentif seperti ini, maka mereka akan menilai rendah perusahaan yang manajemya banyak mcnyimpan kas dan memberi nilai tinggi perusahaan berusaha memperkecil jumlah kas yang ada di perusahaan. Itulah mengapa harga saham meningkat ketika ada inisiasi dividen atau ada dividen yang meningkat karena keduanya mengurangi *free cashflows.* Model *agency cost* merupakan model yang saat ini menjadi *mainstream* untuk menjelaskan fakta pembayaran dividen. Model ini memodifikasi model *irrelevance-nys* Modigliani dan Miller dengan memasukkan unsur ketidak­sempumaan pasar. Secara teori model *agency cost* memberikan penjelasan yang masuk akal dan dapat dipercaya berkaitan dengan mengapa ada pembayaran dividen serta mengapa pembayaran dividen memiliki pola berbeda-beda pada pengamatan *coss-sectional.*

Pembayaran dividen dilakukan karena manajer ingin memaksimumkan nilai perusahaan dengan cara mengurangi biaya yang muncul akibat konflik agensi antara manajer dan pemegang saham karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontroldi perusahaan-perusahaan besar. Faktor lain yang juga berpengaruh terhadap pembayaran dividen adalah tingginya biaya transaksi berkaitan dengan pembelian, penjualan, dan penerbitan sekuritas, perlakuan pajak atas pendapatan *capital gain* dan pendapatan dividen, tingkat kepemilikan institusi keuangan dalam struktur kepemilikan perusahaan, peraturan dan tradisi dalam *corporate governance,* banyaknya informasi yang wajib *didisclose,* dan relatif pentingnya pasar modal sebagai sumber dana perusahaan dibandingkan dengan perbankan. Dengan banyaknya faktor yang mempengaruhi dividen, manajer harus dapat menganalisis kebijakan apa yang lebih disukai investor. Manajer yang kebijakan dividennya sesuai dengan kepentingan investor akan dihargai dengan meningkatnya harga saham serta dipersepsi sebagai manajer yang professional.

Prediksi model *agency cost* tentang hubungan antara variabel-variabel pada tingkat perusahaan dan ekspektasi pembayaran dividen oleh Megginson (1997) diringkas sebagai berikut:

| Meningkatnya Variabei Berikut | Pengaruhnya terhadap Pembayaran Dividen adalah |
| --- | --- |
| **Variabei level perusahaan**  Tingkat pertumbuhan asset  Kesempatan investasi dengan NPV positif  Intensitas modal dalam proses produksi  *Free cash flows* yang dihasilkan  Jumlah pemegang saham individual  Relatif terkonsentrasinya kepemilikan  Kepemilikan pemegang saham terbesar | Menurun  Menurun  Meningkat  Meningkat  Meningkat  Menurun  Menurun |
| **Variabel-variabel makro**  Biaya transaksi perdagangan sekuritas  Tingkat pajak individu atas pendapatan dividen  Tingkat pajak individu atas capital gain  Pentingnya investor institusional  Peran investor institusional *corporate governance*  Relatif pentingnya pasar modal dibandingkan bank  Jumlah informasi perusahaan yg di*disclose* | Meningkat  Menurun  Meningkat  Menurun  Menurun  Meningkat  Menurun |

1. Teori kedua adalah *Dividend Signaling Model* yang berasumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang *well-informed* ke pemegang saham yang *poorly-informed.* Munculnya manajer yang *well-informed* dan pemegang saham yang *poorly-informed* merupakan fenomena pasar modal modern yang ditengarai dengan adanya *asymmetric information.* Pembayaran dividen merupakan sesuatu yang memberatkan perusahaan. Ini berarti bahwa hanya perusahaan yang benar-benar menguntungkan yang berani mem­bayarkan dividen karena perusahaan tersebut mampu menanggung biaya atas berkurangnya dana untuk investasi. Perusahaan yang lemah tidak akan mampu meniru *(mimic)* dengan membayar dividen seperti yang dilakukan oleh perusahaan yang benar-benar menguntungkan tadi. Akibatnya akan muncul suatu ekuilibrium yang terpisah *(separating equilibrium)* antara perusahaan yang benar-benar menguntungkan (yaitu yang membayarkan dividen) dan perusahaan yang kurang menguntungkan (yaitu yang tidak mampu membayarkan /mempertahankan dividen).

Model *signaling* dibangun sebagai upaya memaksimumkan nilai perusahaan lewat pembayaran dividen dengan asumsi ada *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham. Model ini muncul berdasarkan pada ide bahwa manajer perusahaan yang prospek keuangannya ber.ar benar bagus tidak dapat menyampaikan informasi yang handal kepada *uninformed investors* dengan ‘tanpa biaya’, karena penyampaian informasi tanpa biaya dari peaisahaan bagus akan dapat ditiru oleh perusahaan yang prospeknya tidak bagus.

Tindakan perusahaan memberikan sinyal dengan pembayaran dividen sesung-guhnya sebuah tindakan penghamburan *(burning money),* namun perusahaan yang bagus prospeknya akan dapat menutup biaya sinyal ini di kemudian hari karena dapat menjual saham bam dengan harga yang lebih tinggi sedangkan perusahaan yang buruk prospeknya tidak dapat melakukan hal tersebut. Banyak model sudah dikembangkan berkaitan dengan sinyal dividen ini. Bhattacharya (1979). Miller dan Rock (1985) dan John dan Williams (1985) Model-n.odel tersebut memiliki ide dasar yang sama yaitu bahwa dividen merupakan sinyal yang membebani nilai perusahaan yang berada dalam pasar modal yang bercirikan *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham, namun mereka tetap bertahan hidup karena ini merupakan cara yang paling murah untuk membangun kredi-bililas di mata investor yang kurang informasi *(uninformed).*

Model *signaling* konsisten dengan observasi bahwa *dividend payout* berhubungan erat dengan profitabilitas dan perusahaan yang memiliki *free cash flows* besar membayarkan dividen dalam jumlah besar. Model *signaling* juga konsisten dengan observasi bahwa pasar merespon dengan harga yang meningkat signifikan pada saat ada inisiasi dan peningkatan dividen serta menurun dalam jumlah besar saat ada pemotongan dividen.

2. Contoh Topik Kebijakan Dividen :

*Latarbelakang*

**Yuliani dan Artini (2015)** meneliti pengaruh kebjakan dividen terhadap return saham. Dalam risetnya dinyatakan bahwa investor selaku pihak yang mempercayakan dananya untuk dikelola perusahaan perlu terlebih dahulu menilai perusahaan, agar dana yang ditanamkan diperusahaan benar-benar menguntungkan bagi investor. Dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, investor sangat membutuhkan informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan tersebut.

Salah satu informasi yang paling besar mendapatkan respon dari masyarakat adalah pengumuman dividen. Informasi dari pengumuman jumlah dividen yang meningkat cenderung dianggap sebagai suatu *good news* oleh pasar, sedangkan pengumuman dividen yang menurun cenderung dianggap sebagai suatu *bad news*. Suatu *good news* dan *bad news* ini tentunya akan mendapatkan reaksi atau tanggapan yang berbeda dari pasar.

Pengumuman kenaikan dividen merupakan sinyal bahwa manajemen telah menaikkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Oleh karena itu, pengumuman kenaikan dividen merupakan suatu *good news* bagi para investor dan pada gilirannya akan menaikkan ekspektasi mereka mengenai pendapatan masa depan perusahaan. Satu implikasi dari pengumuman dividen akan menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan dan pengumuman penurunan dividen akan menyebabkan penurunan harga saham perusahaan.

Penelitian ini menggunakan pendekatan komparatif, karena bersifat membandingkan dan membedakan dua atau lebih sifat-sifat dan fakta-fakta objek yang diteliti berdasarkan penelitian tertentu. Penelitian ini, terlebih dahulu memilih populasi yang akan digunakan untuk melakukan analisis terhadap perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang membagikan dividen pada periode 2014.

*Metodologi Penelitian*

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah daftar harga saham dan laporan *closing price* saham LQ45 yang dipublikasikan oleh masing-masing perusahaan yang masuk dalam indeks IDX yang didapat dari Bursa Efek Indonesia, yang melakukan pembayaran dividen pada tahun 2014.Data yang digunakan adalah data sekunder menggunakan data indeks IDX yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tergabung dalam LQ45 dalam Bursa Efek Indonesia, namun yang memenuhi kriteria sample adalah sebanyak 44 emiten.

Penelitian ini menggunakan studi peristiwa (*event study*), teknik analisis data yang digunakan untuk menganalisis pengaruh *abnormal return* pada pengumuman dividen adalah Uji t (*t-test*) dengan uji beda dua rata-rata untuk mengukur signifikansi perbedaan antara 2 kelompok data. Uji ini digunakan untuk mengetahui perbedaan signifikansi *abnormal return* pada pengumuman dividen.

*Hasil*

Pengujian hipotesis menggunakan uji *t-test*. Berdasarkan hasil pengolahan yang diperlihatkan pada Tabel 4.3 menunjukan rata rata hasil pengujian -2,010< t hitung <2,010. Hasil pengujian menggunakan t hitung ini menunjukkan hasil yang signifikan dan tidak signifikan.

**Tabel 4.1**

**Uji t**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **No** | **t** | ***At*** | **S** | **t hitung** | **Sign** |
| 1 | -5 | -0,0919 | 0,0932 | -0,9861 |  |
| 2 | -4 | 0,0043 | 0,0588 | 0,0731 |  |
| 3 | -3 | 0,0363 | 0,0167 | 2,1737 | \* |
| 4 | -2 | -0,0928 | 0,0342 | -2,7135 | \* |
| 5 | -1 | -0,0531 | 0,0257 | -2,0661 | \* |
| 6 | 0 | 0,1293 | 0,1642 | 0,7875 |  |
| 7 | 1 | -0,0548 | 0,0647 | -0,8470 |  |
| 8 | 2 | -0,2082 | 0,0645 | -3,2279 | \* |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 9 | 3 | -0,0261 | 0,0311 | -0,8392 |  |
| 10 | 4 | -0,0882 | 0,0266 | -3,3158 | \* |
| 11 | 5 | -0,0632 | 0,0315 | -2,0063 | \* |

Sumber: **Yuliani dan Artini (2015)**

Berdasarkan distribusi t tersebut, diketahui bahwa observasi hari ke -3, -2, - 1, 2, 4, dan 5 terbukti lebih besar dari t tabel. Observasi hari ke -3 bertolak belakang dengan prediksi *Dividend Signaling Model,* sedangkan observasi yang memberikan hasil signifikan lainya sesuai dengan prediksi *Dividend Signaling Model*.

Berdasarkan hasil Uji t bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen, sehingga hipotesis penelitian ini diterima. Menurut Jogiyanto (2010), suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar, sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Pengujian pada dampak pengumuman dividen terhadap *abnormal return*, mendapatkan hasil bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen, yang artinya pengumuman pembayaran dividen menunjukkan reaksi pasar dan informasi tersebut merupakan *good news* yang kemungkinan besar akan memberikan keuntungan bagi investor*.* Disimpulkan bahwa pembayaran dividen dianggap sebagai sinyal positif sehingga akan menaikkan harga saham dan akan mendapatkan *abnormal return*.

*Simpulan*

Hasil pengujian data menggunakan uji *t-test* menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi di dalam pengumuman dividen. Hasil pengujian menunjukkan hasil bahwa terdapat 6 peristiwa yang menunjukkan nilai signifikan yang mengindentifikasikan bahwa pasar beraksi pada saat pengumuman dividen dan setelah pengumuman.

Observasi hari ke -3 bertolak belakang dengan prediksi teori *signaling*, sedangkan observasi yang memberikan hasil signifikan lainya sesuai dengan prediksi teori signaling. pasar kurang mendukung efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Idealnya, respon pasar bersifat simultan dan tidak terjadi *time lag* antar pelaku pasar.

Investor beranggapan bahwa pengumuman dividen membawa sinyal yang positif atau membawa informasi yang baik (*good news*) yang dapat memberikan prospek perusahaan yang baik di masa mendatang. Hal ini membuat para investor yakin bahwa dividen akan memberikan kinerja yang baik bagi perusahaan kedepannya.

1. **Rangkuman**

Terdapat dua teori utama yang dapat digunakan untuk menjelaskan temuan pola kebijakan dividen. Pertama adalah *Agency cost/Contracting Model of Dividends* (atau cukup *Agency cost Model*). Model ini berasumsi bahwa pembayaran dividen didorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi yang muncul karena di pemisahaan ada pemisahan antara pemilik dan manajer. Investor akan menilai rendah perusahaan yang manajemya banyak menyimpan kas dan memberi nilai tinggi perusahaan berusaha memperkecil jumlah kas yang ada di perusahaan. Itulah mengapa harga saham meningkat ketika ada inisiasi dividen atau ada dividen yang meningkat karena keduanya mengurangi *free cashflows*. Faktor lain yang juga berpengaruh terhadap pembayaran dividen adalah tingginya biaya transaksi berkaitan dengan pembelian, penjualan, dan penerbitan sekuritas, perlakuan pajak atas pendapatan capital gain dan pendapatan dividen, tingkat kepemilikan institusi keuangan dalam struktur kepemilikan perusahaan, peraturan dan tradisi dalam corporate governance, banyaknya informasi yang wajib didisclose, dan relatif pentingnya pasar modal sebagai sumber dana perusahaan dibandingkan dengan perbankan. Manajer harus dapat menganalisis kebijakan apa yang lebih disukai investor. Manajer yang kebijakan dividennya sesuai dengan kepentingan investor akan dihargai dengan meningkatnya harga saham serta dipersepsi sebagai manajer yang professional.

Kedua adalah *Dividend Signaling Model* yang berasumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang *well-informed* ke pemegang saham yang *poorly-informed*. Model signaling dibangun sebagai upaya memaksimumkan nilai perusahaan lewat pembayaran dividen dengan asumsi ada *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham. Tindakan perusahaan memberikan sinyal dengan pembayaran dividen sesungguhnya sebuah tindakan penghamburan (*burning money*), namun perusahaan yang bagus prospeknya akan dapat menutup biaya sinyal ini di kemudian hari karena dapat menjual saham bam dengan harga yang lebih tinggi sedangkan perusahaan yang buruk prospeknya tidak dapat melakukan hal tersebut. Dividen merupakan sinyal yang membebani nilai perusahaan yang berada dalam pasar modal yang bercirikan *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham, namun mereka tetap bertahan hidup karena ini merupakan cara yang paling murah untuk membangun kredi-bililas di mata investor yang kurang informasi (*uninformed*). Model signaling juga konsisten dengan observasi bahwa pasar merespon dengan harga yang meningkat signifikan pada saat ada inisiasi dan peningkatan dividen serta menurun dalam jumlah besar saat ada pemotongan dividen.

1. **SOAL DAN LATIHAN**
2. Jelaskan beberapa teori yang melonggarkan asumsi irrelevance dividend theory Miller dan Modigliani (1961)
3. Jelaskan dua teori mainstream dalam teori dividend
4. Siapakah tokoh yang mengembangkan teori dividend?
5. Carilah dan lakukan telaah akademik atas riset-riset keuangan empiris yang menjelaskan masing-masing teori struktur modal tersebut

**DAFTAR PUSTAKA**

Arifin, Z. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Yogyakarta: Ekonisia.

Megginson, W. L. (1997). Corporate finance theory. Addison-Wesley.

Miller, Merton H., and Franco Modigliani. (1961"Dividend policy, growth, and the valuation of shares." the Journal of Business 34.4): 411-433.

Yulia, A. A. G. I dan Artini, S. G. L. 2015. “Dampak Pengumuman Dividen Terhadap Abnormal Return Pada Perusahaan Lq45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia”. E-Jurnal Manajemen Unud. Vol.4, No.12, pp. 4449-4476.

**BAB VI**

**MASALAH KEAGENAN DAN *CORPORATE GOVERNANCE***

1. **PENDAHULUAN**

Perkembangan teori-teori keuangan dan riset keuangan tidak hanya mampu memberikan petunjuk praktikal atas isu-isu maupun tantangan-tantangan besar bidang keuangan, yang sangat berguna bagi pengambil keputusan perusahaan, namun sangat berguna bagi kamajuan displin teori keuangan itu sendiri. Bab ini menjelaskan topik-topik riset bidang keuangan yang disertai contoh-contoh riset-riset keuangan empirisnya untuk mengkonfirmasi suatu teori yang dapat digunakan oleh mahasiswa sebagai langkah awal dalam memulai prosedur risetnya secara ilmiah.

Topik masalah keagenan dan *corporate governance* merupakan topik yang emnejelaskan cara untuk mengetahui jenis-jenis masalah keagenan pada perusahaan, dampak masalah keagenan terhadap kinerja perusahaan serta bagaiamana upaya perusahaan mengatasi masalah keagenan tersebut melalui peran *coporate governance* baik *corporate governance* internal maupun eksternal.

1. **TUJUAN PEMBELAJARAN**

Setelah membaca bab ini, Anda diharapkan dapat:

1. Menjelaskan konsep dari topik riset keuangan masalah keagenan
2. Menjelaskan konsep dari topik riset keuangan *corporate governance*
3. Menjelaskan contoh-contoh penggunaan konsep masalah keagenan dan *corporate governance* dalam riset-riset keuangan
4. **PENYAJIAN**
5. **masalah KEAGENAN dan Teori KEAGENAN**

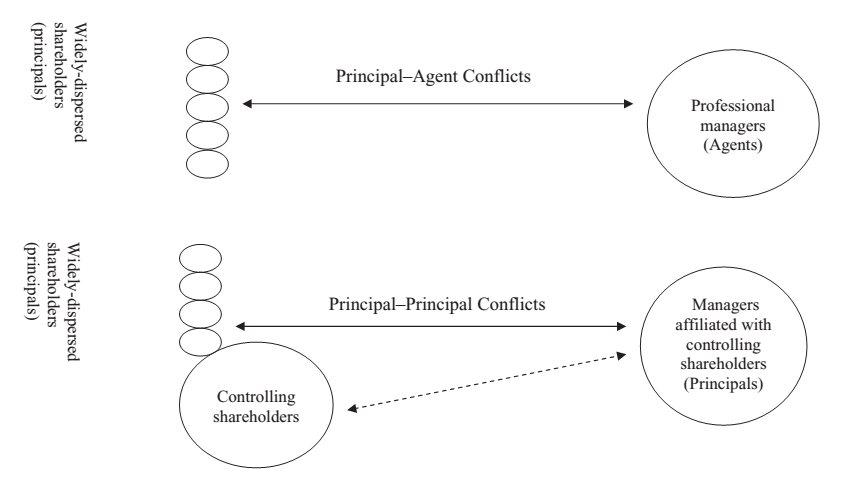
Jensen (1983) mengidentifikasi adanya dua pendekatan dalam pengembangan teori agensi yang disebut *“positive theory of agency”* dan *“principal-agent literatures”.* Istilah *principal-agent problem* dikemukakan pertarna kali oleh Ross (1973). Masalah ini muncul ketika terdapat *asymmetric information* baik berkaitan dengan kegiatan maupun infomiasi yang dimiliki oleh seorang agen. Masalah yang pertarna biasa dinamakan *hidden action* sedangkan yang kedua dinamakan *hidden information. Hidden, action* akan memunculkan *moral hazard* dan *hidden information* akan memunculkan *adverse selection.*

Masalah keagenan ada tiga. Pertama adalah masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (masalah keagenan tipe 1). Shleifer dan Vishny (1997) menjelaskan bahwa manajer mengendalikan perusahaan, sehingga hubungan keagenan ini mengakibatkan dua permasalahan. (a) Terjadinya informasi asimetris (information asymmetry), dimana manajemen secara umum memiliki lebih banyak informasi mengenai posisi keuangan yang sebenarya dan posisi operasi entitas dari pemilik (b) Terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat ketidak samaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Masalah keagenan tipe 1 manajer cenderung melakukan ekspropriasi dalam bentuk aset misallocation.

Kedua, masalah keagenan juga terjadi dalam hubungan keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali (masalah keagenan tipe 2). Pemegang saham pengendali memiliki insentif yang kuat untuk mengawasi manajer agar menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan terbaik pemegang saham pengendali, namun dapat merugikan kepentingan pemegang saham non pengendali karena pemegang saham pengendali berperan langsung dan mengelola langsung perusahaan, sehingga pemegang saham pengendali memiliki alasan yang kuat untuk bertindak tidak untuk kepentingan pemegang saham non pengendali dengan misalnya melakukan ekspropriasi dalam bentuk asset redistribution, dimana aset perusahaan hanya didistribusikan kepada pemegang saham pengendali dan tidak distribusikan kepada pemegang saham non pengendali.

Ketiga, masalah keagenan antara kreditur dan manajer (Jerzemowska, 2006). Manajer yang menggunakan utang menyepakati atas beban yang harus ditanggungnya. Peningkatan utang secara langsung berkaitan dengan peningkatan risiko, khususnya risiko kebangkrutan. Utang tidak hanya mengurangi arus kas bebas, namun juga meningkatkan peluang kebangkrutan. Menurut Masulis (1988), manajer tidak dapat memboroskan sumber daya yang terbatas ketika memiliki beban utang yang berat. Jensen (1986) menyatakan bahwa peningkatan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, selama biaya kebangkrutan selalu terjaga pada tingkat yang rendah.

Gambar 6.1 menunjukkan tipe konflik prinsipal dengan agen dan tipe konflik antar pemegang saham.

Gambar 6.1 Konflik Prinsipal-Agen versus Prinsipal-Prinsipal (Young, et al., 2008,

h. 200).

Teori keagenan adalah hubungan atau kontrak antara principal (pemilik) dan *agent* (pengelola). Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa hubungan principal-agent dapat memunculkan *agency problem* dalam perusahaan. Pemegang saham (*principals*) akan menyewa orang lain atau manajer (*agents*) untuk mengelola perusahaan. Pemisahan antara pemilik dengan pengelolah dapat terjadi perbedaan kepentingan diantara dua belah pihak. Pihak pengelolah dapat bertindak sesuatu yang dapat menguntungkan dirinya sendiri dalam mengelolah perusahaan dan mengapaikan kepentingan pemilik, hal tersebut dapat memicu terjadinya *agency problem* antara dewan dan pemegang saham di mana dewan akan memainkan peran sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*”. Pemegang saham berkontribusi dalam modal dan mempertahankan kepemilikan. Manajemen membuat keputusan sesuai dengan operasional perusahaan, termasuk perencanaan strategis, manajemen risiko, dan laporan keuangan. Sedangkan dewan yang mengawasi kinerja manjemen atas nama para pemegang saham, dan intervensi untuk memperbaiki inefisiensi dalam operasionalnya.

1. ***Corporate Governance***

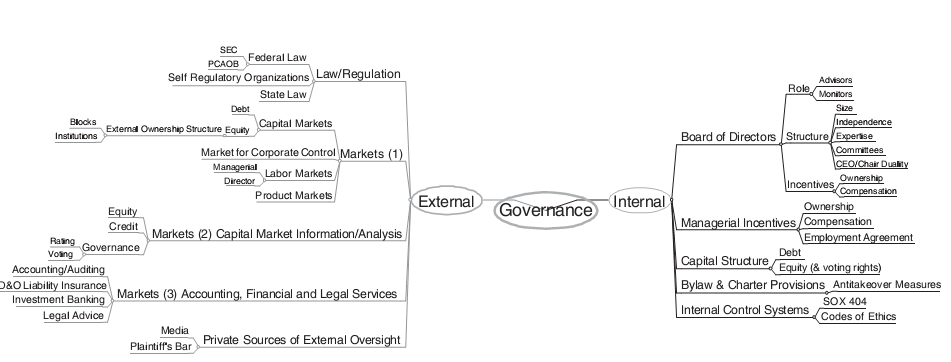
Upaya-upaya mengatasi atau mengurangi masalah keagenan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung baik oleh prinsipal maupun agen. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan ini *menjadi monitoring cost, bonding cost dan residual loss.* *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh prinsipal untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agen. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditangung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi peran yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan prinsipal. Selanjutnya *residual loss* merupakan pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran prinsipal sebagai akibat dari perbedaan keputusan agen dan keputusan prinsipal.

*Corporate governance* memiliki definisi yang berbeda-beda tergantung dari sudut pandangnya. OECD (2004:11) mendefinisikan *corporate governance* sebagai salah satu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi, pertumbuhan ekonomi dan kepercayaan investor. Yang menunjukkan sekumpulan hubungan antara pihak manajemen perusahaan, dewan perusahaan dan pemegang saham dan pihak lain yang mempunyai kepentingan dengan perusahaan. Good corporate governance juga mensyaratkan adanya struktur, perangkat untuk mencapai tujuan dan pengawasan atas kinerja. Prinsip dari corporate governance yaitu *fairness* (keadilan). *transparency* (transparansi), *accountability* (akuntabilias), *responsibility* (responsibilitas), dan *indepedency* (independen).

Menurut Cadbury Committee (1996) *corporate governance* adalah sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Jika ditinjau dari sudut pandang yang luas *corporate governance* didefinisikan sebagai serangkaian pembatasan yang komplek yang akan membentuk posisi tawar atas rente semu yang dihasilkan oleh perusahaan “…..*governance systems as the complex set of constraints that shape the ex post bargaining over the quasi-rents generated by the firm*” (Zingales, 1998). *Corporate governance* merupakan serangkaian peran yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas (outsider investor atau minority shareholders) dari ekspropriasi yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali dengan penekanan pada peran legal (Shleifer dan Vishny, 1997). Mereka mendefinisikan *corporate governance* sebagai peran yang menjadikan para pemasok modal perusahaan memiliki keyakinan mendapatkan hasil dari investasinya. Gillan dan Starks (1998) mengambil sudut pandang yang lebih luas dengan mendefinisikan bahwa corporate governance merupakan sistem hukum, aturan dan faktor-faktor yang mengendalikan operasi perusahaan.

Model konseptual *corporate governance* dapat ditinjau dari perspektif teori keagenan. Perspektif teori keagenan mengarah pada pemisahan kepemilikan dan kendali. Menurut perspektif ini, masalah mendasar corporate governance berkaitan dengan bagaimana prinsipal dapat mencegah agen melakukan tindakan memaksimisasi kepentingan agen sendiri (Jensen dan Meckling 1976; Fama dan Jensen 1983). Penyelesaian masalah keagenan dilakukan dengan membangun nexus kontrak eksplisit dan implisit antara prinsipal dan agen. Kontrak-kontrak ini dikenal sebagai aturan main internal yang mengidentifikasi hak agen dalam organisasi, kriteria kinerja terhadap apa yang dievaluasi. Masalah mendasar yang lainnya yang berkaitan dengan masalah keagenan yang harus dijawab oleh sistem *corporate governance* adalah bagaimana meyakinkan para pemasok dana untuk mendapatkan return atas investasi keuangan mereka di perusahaan (Shleifer dan Vishny 1997). Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami corporate governance. Konsep corporate governance timbul sebagai upaya untuk mengendalikan atau mengatasi perilaku pihak pengendali perusahaan yang mementingkan diri sendiri terutama yang terkait dengan hak pengendali residual *(residual control right*).

Perkembangan *corporate governance* yang dipetakan oleh Gillan (2006) mengelompokkan corporate governance menjadi corporate governance internal dan orporate governance eksternal, seperti tersaji pada Gambar 6.1 berikut:

Gambar 6.1 Mekanisme Corporate Governance Internal dan Eksternal (Gillan, 2006)

Gillan (2006) menunjukkan bahwa terdapat dua peran *corporate governance*, yaitu peran mekanisme internal spesifik perusahaan (*firm-specific internal mechanism*) dan peran mekanisme eksternal spesifik perusahaan (*firm-specific external mechanism*).

Lins dan Warnock (2004) mengklasifikasi peran *corporate governance* ke dalam dua kelompok. Pertama, peran mekanisme internal spesifik perusahaan (firm-specific internal mechanism) terdiri dari struktur kepemilikan perusahaan dan struktur pengendalian perusahaan. Kedua, peran eksternal spesifik perusahaan (*country-specific external mechanisms*), yang terdiri atas hak pemegang saham luar, aturan hukum dan pasar pengendalian korporasi. Pendapat Shleifer dan Vishny (1997) dalam kaitannya dengan peran *corporate governance eksternal* spesifik perusahaan mendefinisikan *corporate governance sebagai economic and legal institutions* yang dapat diubah melalui proses politik. Menurut sudut pandang ini, *corporate governance* lebih ditekankan pada berbagai aspek yang berhubungan dengan peraturan dan kebijakan serta institusi yang mengatur tentang pengelolaan perusahaan.

* 1. **Mekanisme Untuk Mengurangi Masalah Keagenan**

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua cara untuk mengurangi kesempatan manajer meiakukan tindakan yang merugikan investor, yaitu (1) investor luar melakukan pengawasan *(monitoring)* dan (2) manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya *(bonding).* Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi yang lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa calon investor akan mengantisipasi adanya kedua biaya tersebut ditambah dengan kerugian yang masih muncul meskipun sudah ada *monitoring* dan *bonding,* yang disebut *residual loss.* Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya agensi *(agency cost)* ini nampak pada harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

Ada beberapa mekanisme untuk mengurangi biaya agensi. Berikut adalah mekanisme-mekanisme kontrol yang dapat dipakai untuk mengurangi masalah agensi.

***a. Pembentukan Dewan Komisaris***

Pembentukan dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Namun demikian penelitian Mace (1986) menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap mana-jemen pada umumnya tidak efektif. Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisaris yang kurang demokratis dimana kandidat dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap manajemen. Namun jika dewan didominasi oleh anggota dari luar *(independent board of director)* maka *monitoring* dewan komisaris terhadap manajer menjadi efektif seperti ditemukan oleh Weisbach (1988).

Morck, Shleifer, dan Vishny (1989) menemukan bahwa manajer puncak cenderung diganti ketika kinerjanya jauh dibawah kinerja industri namun tidak diganti jika kinerja industri juga buruk. Temuan ini mereka tafsirkan bahwa dewan komisaris mendorong terjadinya pergantian manajer puncak ketika kinerja buruk perusahaan memang merupakan kesaiahan manajemen. Dengan demikian, *monitoring* oleh dewan komisaris tidak sepenuhnya iidak efektif.

1. ***Pasar Corporate Control***

Mekanisme yang lebih efektif dibandingkan dengan pembentukan dewan komisaris adalah melalui pasar *corporate control,* yaitu *takeover* (pengambil-alihan). Manne (1965) menyatakan bahwa adanya pasar untuk *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil alih oleh perusahaan lain, merupakan meka­nisme yang lebih bagus sehingga masalah agensi dapat dikurangi.

Secara empiris banyak yang mendukung efektifitas pasar *corporate control* ini dalam mengurangi masalah agensi. Jensen dan Ruback (1983) misalnya menemukan bahwa nilai gabungan antara perusahaan yang menga-kuisisi dan yang diakuisisi meningkat setelah adanya akusisi. Disamping itu Palepu (1985) menemukan bahwa perusahaan yang diakuisisi pada umum­nya memang perusahaan yang buruk kinerjanya. Easterbrook dan Fischel (1991) juga menyatakan bahwa *takeover* merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting di Amerika Serikat dimana tanpa adanya meka­nisme ini maka kebebasan manajer *(managerial discretion)* akan sangat sulit dikontrol secara efektif.

Keefektifan mekanisme pasar *corporate control* masih mengundang beberapa pertanyaan. Pertama. biaya *takeover* relatif mahal sehingga hanya perusahaan yang sudah benar-benar tidak terkelola dengan baik yang layak untuk diambilalih. Tingginya biaya *takeover* ini menurut Grossman dan Hart (1980) karena si pengambilalih tidak sekedar hanya membayar atas kondisi perusahaan pada Saat ini namun juga membayar kenaikan laba yang akan diperoleh ketika pengambilalihan tersebut nantinya sukses. Hal ini sesuai dengan Morck, Shleifer, dan Vishny (1989) yang menemukan bahwa *take­over* merupakan cara efektif untuk mengontrol manajemen namiin biayanya mahal. Kedua, akusisi sebenamya justru meningkatkan biaya agensi jika perusahaan yang mengambil alih membayar terlalu tinggi. Seperti yang dikemukakan oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (1990), dalam banyak kasus, munculnya *takeover* justru merupakan bukti adanya masalah agensi pada perusahaan yang mclakukan *takeover* karena manajernya ingin meningkat­kan ukuran perusahaan sehingga kekuasaan mereka juga meningkat. Jensen (1993) juga mencatat bahwa hanya sedikit dari aktivitas akuisisi di Amerika Serikat pada tahun 80-an yang memang merupakan upaya untuk mendi-siplinkan manajer. Ketiga, pengambilalihan membutuhkan adanya pasar modal yang likuid yang memungkinkan pengakuisisi memperoleh dana banyak dalam waktu singkat. Maka kemudian muncullah *junk bond* yang digunakan untuk membiayai akuisisi. Banyak perusahaan yang bangkrut akibat pendanaan dengan *junk bond* tersebut dan hal inilah yang menjadi salah satu sebab mengapa geloinbang aktivitas akuisisi di Amerika Serikat berhenti.

1. ***Pemegang Saham Besar***

Mekanisme yang juga banyak dipakai untuk mengawasi manajemen adalah melalui pemegang saham besar *(large outside shareholder)* yang biasanya merupakan lembaga keuangan seperti *investment banking,* perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, perusahaan reksa dana, dan bank. Model pengurangan masalah agensi yang dibuat Jensen dan Meckling (1976) mengasumsikan bahwa pemegang saham terdiri dari investor-investor kecil. Oleh karena itu biaya *monitoring* terhadap manajemen oleh para investor tersebut akan sangat besar sehingga mereka cenderung tidak melakukan *monitoring*.

Shleifer dan Vishny (1986) membuat model dengan memasukkan adanya pemegang saham besar. Dari model tersebut ditemukan bahwa pemegang saham besar layak mclakukan pengawasan yang lebih teliti, yang tentu saja terkait dengan bertambah besamya dana pengawasan yang disediakan, karena manfaat yang akan mereka peroleh juga besar. Penelitian Mc Connell dan Servaes (1990) menguatkan pendapat tersebut dengan ditemukannya hubungan positif signifikan antara *Tobin’s q* dengan kepemilikan institusional.

Di Amerika Serikat, kepemilikan dalam jumlah besar terutama yang mencapai mayoritas (di atas 50%) sangat jarang ditemui. Meskipun demikian kepemilikan saham di Amerika pada saat ini tidak sepenuhnya menyebar. Shliefer dan Vishny (1986), misalnya menemukan bahwa banyak keluarga atau investor kaya yang memiliki porsi saham yang cukup signifi-kan dan bahkan Holderness dan Sheehan (1988) menemukan ratusan peru­sahaan publik di Amerika Serikat yang salah satu investomya menguasai lebih dari 50% saham. Temuan-temuan ini merupakan bukti bahwa pemegang saham besar memang dapat digunakan untuk mengontrol manajer agar masalah agensi menjadi minimal.

Di Inggris dan luar Amerika Serikat, kepemilikan saham dalam jumlah besar merupakan hal biasa. Di .lerman, bank-bank besar banyak yang mengontrol hak suara di perusahaan-perusahaan meialui *proxy voting arrangements.* Di samping itu Gorton dan Schmid (1996) juga memper-kirakan sekitar 80% perusahaan besar di Jerman memiliki pemegang saham non bank yang menguasai lebih dari 25%) porsi kepemilikan. Pada perusahaan yang relatif kecil, keluarga yang biasanya menjadi pemilik mayoritas dengan mekanisme piramid. Dengan mekanisme piramid maka pemegang saham pengendali akhir *(ultimate shareholder)* dapat mengontrol banyak perusahaan dengan modal yang minimal. Di Jepang kepemilikan bank yang tinggi di perusahaan juga ditemukan meskipun tidak setinggi kepemilikan bank di Jerman. Di Perancis kepemilikan dalam jumlah besar umum terjadi (OECD (1995)) dan di negara-negara lain perusahaan-penjsahaan juga pada umumnya ada pemilik utamanya baik berbeniuk mayoritas atau tidak mayoritas. Pemilik utama tersebut pada beberapa negara Asia dan Amerika Latin adalah pendiri perusahaan atau anak cucunya.

Konsisten dengan temuan Mc Connell dan Servaes (1990) bahwa adanya pemegang saham besar akan meningkatkan kinerja perusahaan di Amerika Serikat, Gorton dan Schmid (1996) menemukan bahwa ke­pemilikan besar oleh bank maupun non bank di Jerman juga meningkatkan kinerja perusahaan. Sementara itu Kaplan dan Minton (1994) menemukan bahwa di Jepang, perusahaan yang ada pemegang saham besarnya memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk mengganti manajer ketika kinerja perusahaan memburuk. Temuan-temuan ini membuktikan bahwa pemegang saham besar memang cfektif sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi.

Pemegang saham besar memang efektif mengurangi masalah agensi namun mekanisme ini juga menimbulkan biaya. Biaya yang jelas muncul adalah karena pemegang saham besar terbatas kesempatannya untuk mela-kukan diversifikasi sehingga dia menanggung risiko yang lebih besar. Namun, jika melihat banyaknya perusahaan di dunia ini yang dimiliki oleh pemegang sahanr besar, keterbatasan melakukan diversifikasi nampaknya tidak menjadi penghalang yang berarti untuk memiliki saham perusahaan dalam jumlah besar. Permasalahan yang lebih menonjol justru terletak pada adanya kekuasaan pemegang saham besar yang cukup berpengaruh sehingga sangat mungkin digunakan untuk memutuskan sesuatu yang menguntungkan kepentingan pribadinya dan kepentingan tersebut bertentangan dengan kepentingan investor atau stakeholders yang lain. Karena memiliki kontrol yang kuat, pemegang saham besar mungkin saja membuat keputusan untuk membagikan dividen hanya pada dirinya sendiri dan pemegang saham minoritas yang lain tidak mendapat dividen tersebut.

Bukti pemanfaatan hak kontrol pemegang saham besar dapat dilihat dari adanya premium yang besar pada harga saham yang dibeli dalam jumlah besar dibandingkan dengan harga saham ketika dibeli dalam jumlah kec’il. Zingales (1994) misalnya menemukan adanya premium yang cukup signifikan pada penjualan saham dalam jumlah besar di Itali. Sementara itu Barclay dan Holderness (1992) tidak menemukan premium yang signifikan di Amerika Serikat. Temuan ini mungkin dapat ditafsirkan bahwa kemung-kinan pemegang saham besar melakukan tindakan yang merugikan pe­megang saham minoritas adalah lebih besar di Itali dibandingkan dengan kemungkinan dilakukannya oleh pemegang saham besar di Amerika Serikat.

Bukti kemungkinan adanya tindakan yang merugikan pemegang saham minoritas juga dapat dilihat dari studi tentang struktur kepemilikan. Morck, Shleifer, dan Vishny (1989) misalnya menemukan bahwa ketika kepe­milikan seseorang masih di bawah 10%, maka kenaikan kepemilikan akan meningkatkan laba perusahaan namun setelah kepemilikannya di atas 10% maka meningkatnya kepemilikan justru akan menurunkan laba perusahaan. Temuan ini dapat ditafsirkan bahwa ketika kepemilikan seorang pemegang saham masih kecil maka peningkatan kepemilikan tersebut akan mengurangi masalah agensi karena hak kontrol dapat dilakukan dengan efisien. Namun ketika kepemilikan seseorang sudah cukup untuk melakukan kontrol dengan efisien dan kepemilikan tersebut ditambah maka dia akan memiliki kemam-puan kontrol yang beriebihan. Kemampuan kontrol yang berlebihan ini akan memunculkan masalah agensi baru yaitu berupa peluang untuk mengambil tindakan yang menguntungkan diri sendiri dan merugikan investor yang lain.

1. ***Kepemilikan Terkonsentrasi***

Mekanisme pengurangan biaya agensi yang agak mirip dengan meka­nisme pemegang saham besar adalah mekanisme lewat kepemilikan yang lebih terkonsentrasi. Kepemilikan dikatakan lebih terkonsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Shleifer dan Vishny (1997) mengemukakan bahwa jika kontrol dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan. Dibandingkan dengan mekanisme pemegang saham besar, kepemilikan terkonsentrasi memiliki kekuatan kontrol yang lebih rendah karena mereka tetap harus melakukan koordinasi untuk menjalankan hak kontrolnya. Namun pada sisi yang lain mekanisme kepemilikan terkonsentrasi juga memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk munculnya peluang bagi kelompok investor yang terkonsentrasi untuk mengambil tindakan yang merugikan investor yang lain.

1. ***Pasar Manajer***

Fama (1980) menyatakan bahwa masalah agensi akan sangat berkurang dengan seridirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan sendiri maupun yang berasal dari luar perusahaan. Lapisan manajer atas akan digantikan oleh manajer lapisan di bawahnya jika kinerjanya kurang memuaskan. Persaingan di pasar manajer ini akan memaksa manajer bertindak sebaik mungkin untuk kemajuan perusahaan. Namun mekanisme pasar manajer ini tidak dapat sepenuhnya berjalan karena pasar manajer bukan merupakan pasar yang sempurna. Kelangkaan tenaga manajer dan sikap perlawanan dari pihak manajer agar posisinya tidak diganti adalah faktor-faktor yang menghambat diterapkannya mekanisme pasar manajer untuk kepentingan pengurangan masalah agensi.

1. **Mekanisme Kontrol Dengan Peningkatan Kepemilikan Manajer**

Teori struktur kepemilikan Jensen dan Meckling (1976) mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan manajer (a) dengan nilai perusahaan. Namun, uji empiris yang dilakukan oleh Demsetz dan Lehn (1985) tidak menemukan adanya hubungan positif antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan yang *diproxy* dengan laba akuntansi. Penyebabnya kemungkinan besar adalah karena pola hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusa­haan tidak merupakan hubungan linear sederhana.

Stulz (1988) mengembangkan teori struktur kepemilikan dan mendapatkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan adalah *non­monotonic.* Pada tingkat a yang rendah, nilai perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya a karena pada saat itu insentif manajer untuk bertindak ‘konsumtif menurun. Pada level a yang tinggi, nilai perusahaan justru rnenurun ketika a meningkat karena adanya pengaruh *management entrenchment,* yaitu suatu posisi kepemilikan dimana manajer dapat dengan bebas memaksimumkan utilitasnya tanpa takut adanya *hostile takeover,* perlawanan dari dewan komi-saris, maupun *proxy fight* oleh investor besar.

Teori struktur kepcmilikan dari Stulz (1988) ini didukung oleh beberapa penelitian empiris. Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) menemukan bahwa *Tobin ‘s q* pada awalnya meningkat dengan meningkatnya a, namun kemudian menurun ketika ada penambahan a lagi setelah a mencapai tingkat 5%. Tingkat titik balik a dapat berbeda dengan berbedanya karakteristik sampel terbukti McConnell dan Servaes (1990) menemukan bahwa Tobin’s q tetap meningkat sampai dengan level a antara 40 - 50 %.

1. **Mekanisme Kontrol Dengan *Bonding*.**

Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan ‘konsumtif. Dana tersebut adalah *free cash flows* yaitu kelebihan dana yang ada di perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Jika biaya agensi ingin dikurangi maka *free cash flows* harus dikurangi terlebih dahulu. Dengan kata lain manajer harus menunjukkan kepada pemegang saham bahwa dia telah melakukan upaya mcnahan diri *(bonding)* untuk tidak mencip-takan peiuang melakukan penyimpangan-penyimpangan dengan cara memper-kecil dana yang dapat disimpangkan, *yaitu free cashflows.*

1. ***Bonding Dengan Meningkatkan Hutang***

Cara *bonding* yang disarankan oieh Jensen, (1986) adalah dengan meningkatkan jumlah hutang. Semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran dengan demikian akan mengurangi jumlah dana kas yang disimpan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) juga menyarankan memakai peningkatan hutang untuk mengurangi biaya agensi meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu supaya *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik antara investor luar dan manajemen tidak meningkat.

Uji empiris *bonding* dengan menaikkan hutang sebenarnya mengacu pada hasil penelitian empiris tentang struktur modal. Beberapa penelitian seperti dhangkum oleh Harris dan Raviv (1991) menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif antara jumlah hutang dengan nilai perusahaan. Dalam konteks teori agensi, hasil korelasi positif antara jumlah hutang dan nilai perusahaan diinterpretasikan sebagai adanya pengurangan masalah agensi ketika hutang perusahaan meningkat.

1. ***Bonding Dengan Meningkatkan Dividen***

Disamping meningkatkan hutang, *free cash flow* juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen tunai. Semakin besar dividen yang ditetapkan oleh perusahaan maka perusahaan harus mengeluarkan dana kas yang semakin besar sehingga yang tersisa di perusahaan menjadi kecil. Dengan alasan yang’berbeda, Rozeff (1982) juga menyarankan peningkatan dividen untuk mengurangi biaya agensi karena meningkatnya dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar (bukan dari dana internal) sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru.

Seperti uji empiris terhadap *bonding* hutang, uji *bonding* dengan menaikkan dividen juga mengacu pada hasil penelitian yang sudah ada sebe-lumnya tentang pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan yang kemudian dijelaskan menurut teori agensi. Hasil uji empiris pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan beragam, ada yang berpengaruh positif ada yang tidak berpengaruh, seperti dirangkum oleh Copeland dan Weston (1992)

Pelaksanaan *good corporate governance* diharapkan mampu menghindari adanya praktek tidak terpuji yang dilakukan manajemen maupun pihak-pihak lain yang punya hubungan atau kepentingan dalam perusahaan. Corporate governance merupakan pedoman bagi manajer untuk mengelola perusahaan secara best practice. Manajer akan membuat keputusan keuangan yang dapat menguntungkan semua pihak (*stakeholder*). Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Usaha tersebut diharapkan menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Investor akan memperoleh pendapatan (return) sesuai dengan harapan. Laba per saham meningkat sehingga saham perusahaan banyak diminati oleh investor. Hal ini akan mengakibatkan nilai perusahaan meningkat. *Corporate governance* yang sesuai adalah *corporate governance* yang ditentukan menurut negara dan karaketristik perusahaan, sehingga tidak ada corporate governance yang berlaku secara universal.

Perusahaan-perusahaan di Indonesia yang berada dalam lingkungan institusional yang masih lemah, dapat beradaptasi dengan cara mengadopsi *corporate governance* secara sukarela (Claessens dan Yurtoglu, 2012), sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Keuntungan perusahaan melakukan corporate governance yang baik adalah perusahaan dapat beroperasi dengan lebih baik melalui pengalokasian sumber daya yang lebih baik dan pengelolaan yang lebih baik. Hal ini yang dapat menciptakan nilai bagi perusahaan secara umum. Studi *corporate governance* *level* negara maupun level perusahaan menyatakan bahwa *corporate governance* yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dua kekuatan yang bekerja. Pertama, praktik *corporate governance* yang baik dapat meningkatkan keefisienan perusahaan dalam berinvestasi, sehingga arus kas yang akan datang dari perusahaan menjadi lebih baik yang selanjutnya akan didistribusikan kepada pemegang saham. Saluran kedua adalah melalui pengurangan biaya modal yang digunakan untuk mendiskonto arus kas ekspektasi. *Corporate governance* yang baik juga dapat mengurangi risiko keagenan dan keinginan untuk mengeskpropriasi pemegang saham minoritas dan selanjutnya mengarah pada kenaikan dividen.

Peran *corporate governance* yang dapat dilakukan oleh perusahaan antara lain dengan mengatur komposisi dewan komisaris. Perusahaan juga dapat menerbitkan surat berharga di luar negeri atau mencatatkan sahamnya di luar negeri, sehingga memacu perusahaan untuk mengadopsi praktek corporate governance yang levelnya tinggi serta mengalihkan corporate governance kepada kreditur melalui utang.

1. Contoh Topik Masalah Keagenan dan *Corporate Governance* dalam Riset: Struktur Kepemilikan Dan Struktur Dewan Perusahaan

*Latarbelakang*

Budiarti (2014) membahas tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur dewan perusahaan yang diukur dengan ukuran dewan dan Komisaris Independen. Peneliti mengawali riset dengan menjelaskan bahwa *corporate governance* menjadi hal penting, terutama saat terjadi krisis ekonomi global yang melanda hampir di seluruh dunia.

Sistem *corporate governance* dapat mempengaruhi pembentukan sistem tata kelola perusahaan di negara-negara yang berbeda, seperti peraturan, struktur kepemilikan, budaya dan lingkungan ekonomi. Pada umumnya pemegang saham atau pemilik menginginkan agar perusahaan bisa tetap eksis dan substain dalam persaingan industri dan terhindar dari agency problem yang tinggi, sehingga pemegang saham memilih agen yang dapat mengkoordinasikan perusahaan dengan tata kelola yang baik. Jansen (1993) menjelaskan bahwa struktur dewan perusahaan dianggap sebagai instrument pengawasan yang baik bagi para pemegang saham.

Peranan dewan sangat penting untuk memonitor manajemen agar sesuai dengan standar yang berlaku dan mencegah terjadinya praktek kecurangan dan meningkatkan nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976), mengungkapkan bahwa ukuran dewan direksi yang lebih besar dapat mengurangi keefektifan pengawasan karena komunikasi dan koordinasi serta kemampuan dewan dalam mengendalikan manajemen dapat menimbulkan masalah keagenan. Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa outside director akan lebih efektif dalam memonitor manajemen selain itu outsider juga lebih banyak memberikan *expert knowledge* dan nilai tambah bagi perusahaan.

*Corporate board structure* di Indonesia menganut *two-tier system* yang dikarakteristikkan sebagai management board dan supervisory board. Dalam sistem dua tingkat *(two-tiers),* Pemegang saham akan menunjuk sekelompok pengelola operasi perusahaan (management) dan juga pengawas dan penasihat manajemen yang disebut komisaris (*Commissioners*). Keduanya bertanggug jawab, diangkat dan di berhentikan oleh RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Struktur dewan perusahaan di Indonesia terdiri dari dewan direksi, dewan komisaris, dan komisaris independen yang merupakan pihak yang melakukan monitoring secara independen dan tidak memiliki hubungan sama sekali dengan perusahaan dan pemegang saham.

Struktur dewan perusahaan merupakan hasil dari menyeimbangkan kepentingan dari stakeholder yang berbeda termasuk pemilik. Artinya pemilik yang berbeda mungkin menunjukkan ciri-ciri yang berbeda dari perilaku dan pilihan untuk tata kelola perusahaan yang cenderung mempengaruhi struktur dewan.

Pertanyaan penelitan riset Budiarti (2013) adalah:

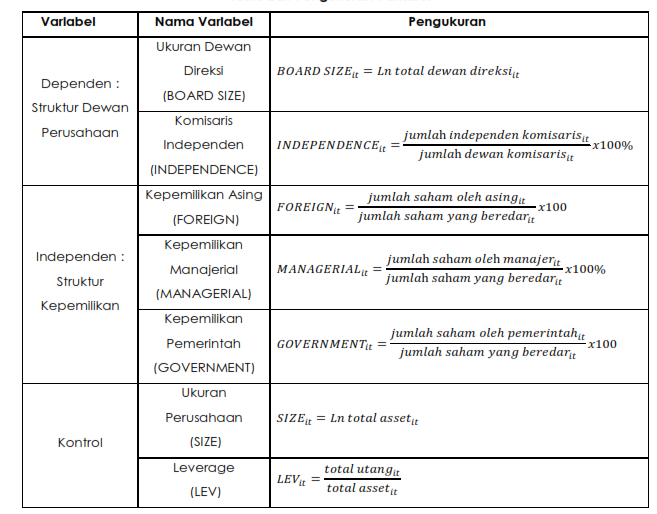
1. Apakah kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap struktur ukuran dewan direksi?
2. Apakah kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap porsi komisaris independen?
3. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur ukuran dewan direksi?
4. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap porsi komisaris independen?
5. Apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap porsi komisaris independen?
6. Apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap ukuran dewan direksi

*Metodologi*

Penelitian ini menggunakan populasi dari seluruh perusahaan non keuangan yang go public dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2010-2013. Teknik Penentuan sampel dalam penelitian ini adalah dengan metode purposive sampling, yaitu suatu metode yang digunakan untuk memilih populasi yang akan dijadikan sampel dengan menggunakan pertimbangan dan batasan tertentu sehingga sampel yang dipilih relevan dengan tujuan penelitian. Berdasarkan obyek penelitian, maka penulis menetapkan kriteria pemilihan sampel yang diteliti sebagai berikut : (a) Perusahaan sampel adalah perusahaan non keuangan yang go public, yaitu pada tahun 2010-2013 masih tercatat di BEI. (b) Perusahaan sampel menerbitkan laporan keuangan tahunan perusahaan non keuangan berturut-turut pada tahun 2010-2013. (d) Perusahaan sampel yang memiliki kepemilikan saham mayoritas baik oleh institusi oleh asing, manajerial, dan pemerintah selama periode penelitian.

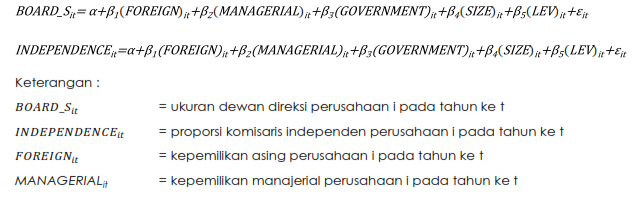
*Jenis dan Pengukuran Variabel*

Tabel 6.1. Pengukuran Variabel



*Model Statistis Penelitian*

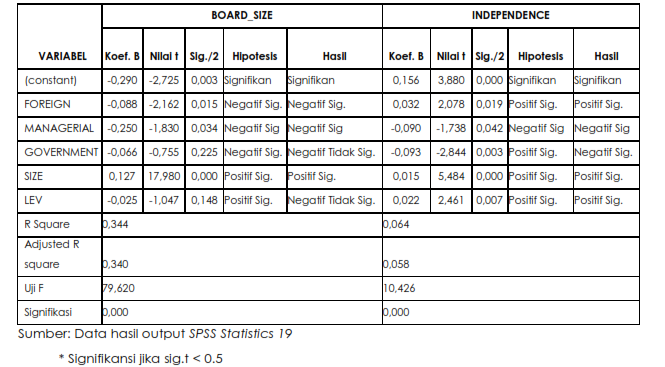
Teknis analisis yang digunakan pada penelitian ini adalaha analisis regresi linier berganda dengan tingkat signifikansi (α = 5%). Analisis linier berganda digunakan untuk menjawab hipotesis yang telah diajukan. Adapun model persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:



*Hasil*

**Tabel 6.2**

**Hasil uji t**



Hasil uji Signifikansi t untuk variabel independen *kepemilikan asing (FOREIGN)* nilai *p-value* adalah sebesar 0,003. Nilai *p-value* tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif signifikan terhadap dewan direksi yang diukur berdasarkan ukuran dewan direksi. Sedangkan nilai *p-value* variabel kepemilikan manajerial (MANAGERIAL) nilai tersebut menunjukan bahwa *variabel tersebut* berpengaruh negatif terhadap ukuran dewan direksi . Kepemilikan pemerintah (GOVERNMENT) memiliki nilai *p-value* adalah sebesar 0,225. Nilai *p-value* tersebut lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap dewan direksi.

Hasil uji Signifikansi t untuk variabel independen *kepemilikan asing (FOREIGN)* nilai *p-value* adalah sebesar 0,000. Nilai *p-value* tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif signifikan terhadap porsi komisaris independen. Sedangkan nilai *p-value* variabel kepemilikan manajerial (MANAGERIAL) nilai tersebut menunjukan bahwa *variabel tersebut* berpengaruh negatif signifikan terhadap porsi komisaris independen. Kepemilikan pemerintah (GOVERNMENT) memiliki nilai *p-value* adalah sebesar 0,003. Nilai *p-value* tersebut kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap porsi dewan komisaris

*Simpulan*

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa :

1. Kepemilikan asing di Indonesia berpengaruh negatif signifikan terhadap ukuran dewan direksi perusahaan dan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap proporsi komisaris independen.
2. Kepemilikan manajerial di Indonesia berpengaruh negatif signifikan terhadap ukuran dewan direksi perusahaan dan proporsi komisaris independen.
3. Kepemilikan pemerintah di Indonesia berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap ukuran dewan direksi perusahaan dan negative signifikan terhadap proporsi komisaris independen.

Dengan demikian, kesimpulan secara umum bahwa kepemilikan yang berdampak pada penyelarasan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham, akan berperan dalam meningkatkan tata kelola dewan direksi.

1. **Rangkuman**

Teori keagenan adalah hubungan atau kontrak antara principal (pemilik) dan agent (pengelola). Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa hubungan principal-agent dapat memunculkan agency problem dalam perusahaan. Pemegang saham (principals) akan menyewa orang lain atau manajer (agents) untuk mengelola perusahaan. Pemisahan antara pemilik dengan pengelolah dapat terjadi perbedaan kepentingan diantara dua belah pihak. Pihak pengelolah dapat bertindak sesuatu yang dapat menguntungkan dirinya sendiri dalam mengelolah perusahaan dan mengapaikan kepentingan pemilik, hal tersebut dapat memicu terjadinya *agency problem*.

Pemegang saham berkontribusi dalam modal dan mempertahankan kepemilikan. Manajemen membuat keputusan sesuai dengan operasional perusahaan, termasuk perencanaan strategis, manajemen risiko, dan laporan keuangan. Sedangkan dewan yang mengawasi kinerja manjemen atas nama para pemegang saham, dan intervensi untuk memperbaiki inefisiensi dalam operasionalnya.

*Corporate Governance* didefinisikan sebagai salah satu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi, pertumbuhan ekonomi dan kepercayaan investor. Yang menunjukkan sekumpulan hubungan antara pihak manajemen perusahaan, dewan perusahaan dan pemegang saham dan pihak lain yang mempunyai kepentingan dengan perusahaan. *Good corporate governance* juga mensyaratkan adanya struktur, perangkat untuk mencapai tujuan dan pengawasan atas kinerja. Prinsip dari *corporate governance* yaitu *fairness* (keadilan). *transparency* (transparansi), *accountability* (akuntabilias), *responsibility* (responsibilitas), *dan indepedency* (independen).

1. **SOAL DAN LATIHAN**
2. Jelaskan mengenai masalah keagenan dalam perusahaan.
3. Jelaskan jenis-jenis masalah keagenan
4. Jelaskan teori *corporate governance*
5. Jelaskan bentuk-bentuk tata kelola internal dan eksternal yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk melindungi kepentingan investor perusahaan
6. Carilah dan lakukan telaah akademik atas riset-riset keuangan empiris yang menjelaskan masing-masing teori keagenan dan teori corporate governance.

**DAFTAR PUSTAKA**

Arifin, Z. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Yogyakarta: Ekonisia.

Budiarti, Ella dan Sulistyowati, Chorry. 2014. “Struktur Kepemilikan Dan Struktur Dewan Perusahaan”. Jurnal Manajemen Teori dan Terapan. Vol. 7. No. 3, pp. 1-17.

Claessens, S. dan B. Yurtoglu (2012). "Corporate governance in emerging markets: A survey." Emerging Markets Review.

Copeland, T. E., & Weston, J. F. (1992). Financial Theory and Corporate Policy (3rd ed.). Boston: Addison-Wesley, Pearson.

Gillan, Stuart, and Laura T Starks. (1998)."A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence." Contemporary Finance Digest 2, no. 3: 10-34.

Hendrawaty, Ernie (2015). Mekanisme Corporate Governance dalam Mngendalikan Masalah Keagenan Excess Cash Holdings. Disertasi.Universitas Gadjah Mada.

Jensen MC, Meckling WH. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* **3**(4): 305-360.

Lins, K. V. dan F. E. Warnock (2004). Corporate governance and the shareholder base, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Megginson, W. L. (1997). Corporate finance theory. Addison-Wesley.

Young, M. N., M.W. Peng, dan D. Ahlstrom (2008). "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective." *Journal of Management Studies* 45(1): 196-220

Shleifer, A. dan R. W.Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance,* 52,

**BAB VII**

**HIPOTESIS PASAR MODAL EFISIEN**

1. **PENDAHULUAN**

Perkembangan teori-teori keuangan dan riset keuangan tidak hanya mampu memberikan petunjuk praktikal atas isu-isu maupun tantangan-tantangan besar bidang keuangan, yang sangat berguna bagi pengambil keputusan perusahaan, namun sangat berguna bagi kamajuan displin teori keuangan itu sendiri. Bab ini menjelaskan topik-topik riset bidang keuangan yang disertai contoh-contoh riset-riset keuangan empirisnya untuk mengkonfirmasi suatu teori yang dapat digunakan oleh mahasiswa sebagai langkah awal dalam memulai prosedur risetnya secara ilmiah.

Topik hipotesis pasar modal efisien merupakan topik yang menjelaskan dan menguji keefisienan pasar modal apakah pasar modal efisien bentuk lemah, bentuk setengah kuat atau bentuk kuat.

1. **TUJUAN PEMBELAJARAN**

Setelah membaca bab ini Anda diharapkan dapat:

1. Menjelaskan konsep dari topik riset keuangan hipotesis pasar moda efisien
2. Menjelaskan contoh-contoh penggunaan konsep hipotesis pasar efisien dalam riset-riset keuangan
3. **PENYAJIAN**
4. **HIPOTESIS Pasar Modal Efisien**

Fama (1970) menulis artikel yang berkaitan dengan konsep pasar modal efisien *(efficient capital market).* Efisien pada pasar modal dia definisikan sebagai kecepatan dan kelengkapan suatu harga sekiiritas dalam merespon informasi yang relevan. Dalam pasar modal yang efisien, harga suatu saham pasti telah mencerminkan seluruh informasi yang berkaitan dengan aktivitas manajemen dan prospek perusahaan di masa yang akan datang, dan ketika muncul informasi baru tentang perusahaan tersebut maka harga saham akan spontan berubah mencerminkan adanya informasi baru tersebut.

Menurut Fama (1970) bentuk efisien pasar dapat dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*).

Ketiga bentuk efisien pasar dimaksud adalah :

1. Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), Pasar efisien bentuk lemah adalah pasar dimana harga-harga dari sekuritasnya hanya mencerminkan informasi masa lalu saja.Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi.Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah terjadi, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang.
2. Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi- strong form of the efficient market hypothesis*), Pasar bentuk setengah kuat terjadi pada saat harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan untuk umum. Jika suatu pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.
3. Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat apabila harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi, termasuk informasi privat. Artinya, semua informasi yang ada telah mencerminkan semua informasi (*fully reflect*) yang tersedia. Oleh karena itu tidak ada informasi privat yang dimiliki oleh individu tertentu, khususnya orang-orang dalam perusahaan tersebut.

Tujuan membedakan kedalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar (Fama, 1970). Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.

Pasar efisienPasar efisien bentuk kuat bentuk kuat

Pasar efisien bentuk setengah kuat

Pasar efisien bentuk setengah kuat

Pasar efisien bentuk lemah

GAMBAR 7.1 TINGKATAN KUMULATIF DARI TIGA

BENTUK PASAR EFISIEN

Fama (1970) memberikan beberapa syarat yang harus dipenuhi agar kondisi pasar modal yang efisien dapat dicapai, yaitu:

1. Tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas.
2. Seluruh informasi yang tersedia dapat diakses oleh semua pelaku pasar secara cuma-cuma.
3. Semua pelaku pasar sepakat dengan implikasi informasi baru, terhadap
4. harga dan distribusi harga di masa mendatang.

Hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) yang dikemukakan oleh Fama telah mengubah cara pandang kita tentang bagaimana cara kerja pasar modal. Persaingan antar investor yang sangat ketat menyebabkan harga saham telah secara akurat merefleksikan seluruh informasi yang relevan, sehingga investor dapat mempercayai bahwa harga tersebut adalah harga yang *fair.* Pada pasar modal yang efisien, investor keci! tidak perlu khawatir akan pecundangi oleh investor besar yang memiliki informasi lebih baik dan perusahaan dapat menerbitkan saham baru tanpa khawatir harga sahamnya akan dihargai secara tidak rasional (terlalu rendah) oleh investor.

1. Contoh Topik Hipotesis Pasar Efisien: Pengaruh Perombakan (*Reshuffle)* Kabinet erja terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Event study pada saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia).

*Latarbelakang*

Sari (2017) menguji efisiensi pasar dengan menggunakan peristiwa politik pada saham-saham LQ45 Peristiwa-peristiwa politik merupakan salah satu bagian dari lingkungan non ekonomi yang dapat berpengaruh pada kondisi pasar modal. Kondisi politik yang stabil cenderung meningkatkan kinerja ekonomi negara. Hal ini disebabkan rendahnya risiko kerugian yang diakibatkan oleh faktor non ekonomi. Stabilitas politik yang diikuti dengan kondisi ekonomi, akan membuat para investor merasa aman untuk menginvestasikan dananya di pasar modal. Oleh karena itulah, investor umumnya akan menaruh ekspektasi terhadap setiap peristiwa politik yang terjadi dan ekspektasi mereka akan tercermin pada fluktuasi harga ataupun aktivitas volume perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia.

Salah satu peristiwa politik yang diuji kandungan informasinya terhadap aktivitas dipasar modal Indonesia adalah peristiwa perombakan (*reshuffle*) Kabinet Kerja oleh Presiden Jokowi pada tanggal 12 Agustus 2015. Penelitian ini akan membahas lebih dalam mengenai efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form)*. Pengujian yang digunakan untuk bentuk setengah kuat adalah dengan studi peristiwa (*event study*). *Event study* merupakan suatu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa atau informasi yang dipublikasikan. Tujuan *event study* adalah untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman.

*Metodologi Penelitian*

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data-data perdagangan saham harian pada 5 saham LQ45 yang memiliki kapitalisasi terbesar, yaitu BBCA, UNVR, TLKM, ASII, dan BBRI dari tanggal 05 Agustus 2015 s.d 19 Agustus 2015, Indeks Harga Saham harian, Indeks LQ45, jumlah volume saham yang beredar, jumlah saham yang diperdagangkan, dan tanggal pengumuman peristiwa politik. Menurut klasifikasi pengumpulan, jenis data penelitian adalah data *time series*, yaitu data yang dikumpulkan dari beberapa tahapan waktu atau kronologis.

Penelitian ini menganalisis mengenai peristiwa sebelum dan sesudah perombakan (*reshuffle)* kabinet Kerja. Populasi pada penelitian ini adalah 45 perusahaan yang termasuk dalam saham LQ45 selama periode penelitian, sedangkan sample dalam penelitian ini adalah 5 saham LQ45 yang memiliki kapitalisasi terbesar, yaitu Bank Central Asia Tbk (BBCA), Unilever Indonesia Tbk (UNVR), Telekomunikasi Indonesia Tbk (TLKM), Astra Internasional Tbk (ASII), dan Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI). Sample ini dipilih dengan metode *purposive judgement sampling.*

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian *event study*. Periode peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 11 hari bursa yaitu 5 hari sebelum peristiwa, 1 hari saat peristiwa, dan 5 hari setelah peristiwa perombakan (*reshuffle)* kabinet Kerja. Pengambilan periode ini dilakukan untuk menghindari *confounding effect* dari adanya peristiwa lain, seperti *right issue, warrant, additional shores,* pengumuman dividen, saham bonus, *merger* dan lain-lain.

*Hasil*

Pengujian hipotesis menggunakan uji *t-test*. Berdasarkan hasil pengolahan yang diperlihatkan pada Tabel Hasil Uji-T *Signifikansi Abnormal Return.*

Tabel 7.1 berikut ini menyajikan hasil perhitungan *t-test* yaitu *one sample t-test* dan rata-rata *abnormal return* (AAR) selama 11 hari periode peristiwa.

Tabel 7.1 Hasil uji*signifikansi abnormal return*pada periode peristiwa

| Hari ke | AAR | T-hitung | |
| --- | --- | --- | --- |
| -5 | 0,02699 | 8,449 | \* |
| -4 | -0,00461 | -0,231 |  |
| -3 | -0,00597 | -0,348 |  |
| -2 | -0,00135 | 0,580 |  |
| -1 | -0,02993 | -3,605 | \* |
| 0 | -0,03522 | -5,450 | \* |
| +1 | 0,02787 | 3,392 | \* |
| +2 | 0,00782 | 2,312 |  |
| +3 | 0,00037 | 18,978 | \* |
| +4 | -0,02083 | -1,988 |  |
| +5 | -0,00531 | -0,276 |  |

* Signifikan pada level 0,05 (t > 2,776) atau pada level 0,05 (t > -2,776)

Sumber: Sari (2017)

Pada Tabel 7.1 terlihat bahwa rata-rata *abnormal return* (AAR) positif signifikan pada level 5% terjadi pada sebelum dan sesudah peristiwa dengan hari peristiwa yang berbeda-beda. Perubahan rata-rata abnormal return (AAR) sebelum terjadi peristiwa terdapat penurunan harga yang ekstrim pada umumnya negatif dan signifikan pada beberapa hari menjelang peristiwa. Pembalikan return yang positif dan signifikan langsung terjadi pada hari berikutnya yaitu pada t= +1. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa perombakan *(reshuffle*) kabinet Kerja sebagai peristiwa yang memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor.

**METODE PENELITIAN EVENT STUDY**

**Defenisi *event study***

Studi kejadian (*event study)* pada dasarnya adalah suatu bentuk metodologi dalam penelitian keuangan atau pasar modal, khususnya mengenai reaksi pasar modal (yang tercermin dalam harga saham) atas suatu kejadian atau *event*. Menurut Gershgoren (2006), *An event study - in finance, economics or accounting research - is an analysis of whether there is a statistically significant reaction in financial markets to past occurrences of a given type of event (information) that is hypothesized to affectpublic firms' market values*.

Defenisi dari Gershgoren (2006), pada dasarnya menekankan pada aspek reaksi pasar modal / keuangan atas suatu kejadian masa lalu dalam bentuk informasi yang memberikan dampak atau pengaruh pada nilai pasar perusahaan. Nilai pasar perusahaan merupakan hal yang penting bagi perusahaan (teristimewa yang telah go public) karena mencerminkan tanggapan pasar (investor) atas apa yang telah dilakukan perusahaan. Nilai pasar dalam konteks teori keuangan merepresentasikan nilai kapitalisasi pasar yang terbentuk dari perkalian harga pasar dengan jumlah saham beredar (outstanding share) untuk menentukan nilai pasar saham. Dalam proxy yang lain ditambahkan unsur nilai pasar saham preferent dan hutang. Nilai pasar ini menjadi hal utama karena salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Defenisi dari Gershgoren (2006), yang menekankan pada terminologi “reaksi pasar” sebenarnya identik dengan terminologi “effect” yang ada dalam defenisi dari Kothari and Warner (2004), *Thus, event studies focusing on announcement effects for a short-horizon around an event provide evidence relevant for understanding corporate policy decisions*.

Defenisi dari Kothari and Warner (2004), pada dasarnya menyatakan event study berfokus pada pengaruh atau efek dari suatu “pengumuman” dalam jangka pendek untuk memberikan pemahaman yang relevan atas keputusan / kebijakan perusahaan. Menurut mereka,  event study mencerminkan dampak  atas pengumuman dari suatu kebijakan atau keputusan perusahaan. Dalam literature manajemen keuangan, kebijakan perusahaan dapat dibagi menjadi 3 (tiga) keputusan penting yaitu keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pembiayaan (*financing decision*) dan keputusan deviden (*dividend decision*).

Ketika  suatu event terjadi maka para peserta yang ada di pasar (investor) akan merevisi nilai atas suatu sekuritas yang menyebabkan pergeseran dalam proses penciptaan return. Solibakke (2002), *when the event occurs, the market participants revise their value of the security, causing a shift in the return generating process.* Proses penciptaan return akibat adanya suatu event menunjukkan akan betapa pentingnya dampak dari terjadinya suatu event.

Selanjutnya return yang dihasilkan akibat pengumuman suatu event akan memberikan dampak “abnormal” yaitu tingkat return yang lebih tinggi (positip) disbanding dengan kondisi normal.  Solibakke (2002), *we structure the hypothesis in terms of the event’s impact on the rate of return process for the corporation’s securities. This hypothesis translates into the hypothesis that the rate of return earned on that security over an interval spanning the first public announcement of the event is more positive than normal.*

Thompson (1985),*empirical investigations into the codetermination of security prices and economic events are called event studies.* Thompson (1985) menyebut event study  berfokus pada dua hal yaitu harga saham dan kejadian ekonomi. Konsep kejadian ekonomi bisa bermakna semua kejadian yang penting sehingga layak untuk dianalisis dampaknya atas harga saham. Artinya pasar memberikan respon atas kejadian tersebut.

Jika Thompson (1985) menekankan pada harga saham maka  Kothari and Warner (2004) menekankan pada return saham untuk menganalisis dampak suatu event pada saham. Menurut Kothari and Warner (2004),

*“An event study typically tries to examine return behavior for a sample of firms experiencing a common type of event (e.g., a stock split). The event might take place at different points in calendar time or it might be clustered at a particular date (e.g., a regulatory event affecting an industry or a subset of the population of firms).”*

Namun pendapat Kothari and Warner (2004), ini menambahkan unsur time*dimension / horizon*(dimensi waktu). Dalam hal ini menurut waktu kalender maupun clustered date. Konsep waktu ini sangat penting karena akan menentukan “jendela waktu” untuk analisis. Disamping itu dimensi waktu dalam event study akan menunjukkan apakah event study tersebut bersifat jangka pendek (short term) atau jangka panjang (long term). Selanjutnya Kothari and Warner (2004), juga menyatakan:

*“* In the event study literature, the focus almost always is on the mean of the distribution of abnormal returns. ….An event study seeks to establish whether the cross-sectional distribution of returns at the time of an event is abnormal (i.e., systematically different from predicted).”

Pendapat lanjut dari Kothari and Warner (2004), sudah memasukkan konsep *abnormal return* dalam konteks ini adalah distribusi rata-rata atas *abnormal return*. *Abnormal return* adalah selisih atau range antara *expected return* dengan*actual* *return*. Dan *abnormal return* inilah kemudian menjadi dasar kajian untuk melihat apakah suatu event mendapat respon di pasar modal atau tidak.

Secara statistic, proses pengujian dampak atau effect dari suatu event, dapat dilihat dari apakah ada perbedaan atas mean dari *abnormal return* dengan actual return. Sehingga untuk hipotesis nol (H0) bunyinya menjadi tidak ada beda*abnormal return* dengan *actual return* pada periode waktu analisis atas dampak pengumuman suatu event. Kothari and Warner (2004), *Typically, the specific null hypothesis to be tested is whether the mean abnormal return (sometimes referred to as the average residual, AR) at time t is equal to zero.*

Secara lebih dalam Kothari and Warner (2004), menambahkan *The focus on mean effects, i.e., the first moment of the return distribution, makes sense if one wants to understand whether the event is, on average, associated with a change in security holder wealth, and if one is testing economic models and alternative hypotheses that predict the sign of the average effect*. Inti dari pendapat Kothari and Warner (2004), adalah analisis event study diadasari pada *mean effect*. Dengan konsep uji beda *mean* maka dapat diakomodasi tujuan analisis yang melihat keterkaitan dampak suatu kejadian atas perubahan dalam kekayaan pemilik saham juga arah dari *mean effect* tersebut. Dampak pada perubahan kekayaan pemilik saham menunjukkan bahwa suatu kejadian (*event*) itu penting sedangkan arah menunjukkan perubahan kekayaan mana yang lebih besar, apakah sebelum atau setelah periode analisis (*windows period*).

Konsep *abnormal return dan mean effect* pada dasarnya merupakan konsep *residual return*, sehingga ada yang menyatakan event study adalah analisis residual. Thompson (1985),*it has been general practice to first translate variables into rate of return, then out general market movements, and finally, examine the relationship between residual return and events. The methodology in all of its variants fall under rubric of “residual analysis”.*

**Kegunaan dan tujuan Event Study**

*Event study* (studi atau riset atas suatu kejadian) memegang peranan penting dalam  metodologi penelitian, khususnya dalam penelitian dibidang keuangan pasar modal. Apa hubungannya *event study* dengan kebijakan atau keputusan keuangan perusahaan ? dalam teori signaling, setiap keputusan perusahaan yang diumumkan ke public (informasi) akan membawa signal ke pasar. Signal ini dapat menghasilkan respon yang positip maupun negative. Suatu respon atas signal yang positip menunjukkan bahwa suatu pengumuman atau informasi itu, menghasilkan pergeseran yang positip atas kekayaan pemegang saham (ada kenaikan harga saham yang konsekuensinya menaikkan kekayaan pemegang saham).

Demikian juga sebaliknya, suatu respon atas signal yang negatif menunjukkan bahwa suatu pengumuman atau informasi itu, menghasilkan pergeseran yang negatif atas kekayaan pemegang saham (ada penurunan harga saham yang konsekuensinya menurunkan kekayaan pemegang saham). Jadi signal dari suatu event atau kejadian, akan  membawa (convey) suatu informasi ke pasar. Metodologi penelitian yang cocok untuk menganalisis dampak suatu kejadian (pengumumam) ini adalah event study (studi kejadian).  Hu (2004), *event study has become a frequently employed tool to study security price reaction to some announcement or event.*

Pendapat yang hampir sama dengan pendapat Hu (2004), dikemukakan oleh  Solibakke (2002), *in event studies, the objective is to examine the market’s response through the observation of security price around such events.* Kesamaan kedua pendapat ini terletak pada tujuan dari suatu *event study* yaitu melihat reaksi harga saham akibat suatu kejadian atau pengumuman, yang terjadi di pasar (reaksi pasar). Defenisi ini juga sama dengan Kothari and Warner (2004), *Event studies examine the behavior of firms’ stock prices around corporate events*.

Metodologi event study ini sangat bermanfaat atas disiplin ilmu keuangan, ekonomi dan akuntansi. Gershgoren (2006), *Unexpectedly*, *the event study methodology has become an important part of financial economics and has been widely used in accounting and economics, as well as finance*. Demikian juga pendapat dari  Kothari and Warner (2004), *A vast event vast literature written over the past several decades has become an important part of financial economics.*

Sebagai contoh : event study ini dapat digunakan untuk menganalisis tingkat efisiensi pasar dalam konteks teori portofolio. Menurut Kothari and Warner (2004),

*Event studies also serve an important purpose in capital market research as the principle means of testing market efficiency. Systematically nonzero abnormal security returns that persist after a particular type of corporate event are inconsistent with market efficiency. Accordingly, event studies focusing on long-horizons following an event can provide key evidence on market efficiency*.

Demikian juga pendapat dari  Gershgoren (2006),

*In a corporate context, the usefulness of event studies arises from the fact that the magnitude of abnormal performance at the time of an event provides a measure of the (unanticipated) impact of the event (information) on the wealth of the firms’ shareholders, which is relevant for corporate policy decisions. Event studies also playing an important role in research on efficiency of capital markets. Abnormal returns that persist for some time after an event areinconsistent with market efficiency (Brown and Warner, 1980, and Fama, 1991*).

Demikian juga dengan pendapat lanjutan  dari Kothari and Warner (2004), yang menyatakan:

*It is also of interest to examine whether mean abnormal returns for periods around the event are equal to zero. First, if the event is partially anticipated, some of the abnormal return behavior related to the event should show up in the pre-event period. Second, in testing market efficiency, the speed of adjustment to the information revealed at the time of the event is an empirical question. Thus, examination of post-event returns provides information on market efficiency.*

Dari sisi akuntansi, contoh terapan dari event study adalah melihat dampak suatu pengumuman (announcement ) misalnya : pengumuman laba, revisi laporan keuangan / laba, kondisi status laporan keuangan, laporan corporate social responsibility dan aspek lainnya. Kothari and Warner (2004) :

*Beyond financial economics, event studies are useful in related areas. For example, in the accounting literature, the effect of earnings announcements on stock prices has received much attention. In the field of law and economics, event studies are used to examine the effect of regulation, as well as to assess damages in legal liability cases*.

Semua argument dari pentingnya, kegunaan dan tujuan event study bermuara pada dampak event study tersebut pada kekayaan pemegang saham.Kothari and Warner (2004), *In a corporate context, the usefulness of event studies arises from the fact that the magnitude of abnormal performance at the time of an event provides a measure of the (unanticipated) impact of this type of event on the wealth of the firms’ claimholders*. Proses pembentukan kekayaan pemegang saham ini tentunya diawali dengan konsekuensi suatu kejadian atas perubahan dalam return saham akibat perubahan harga saham. Perubahan harga saham ini terkait dengan reaksi pasar atas event tersebut. Solibakke (2002), *the economic implication is that events is that events may influence the return generating process other than through a shift in the level of security prices.*

Kegunaan lebih lanjut atas event study disampaikan oleh Kothari and Warner (2004),

*For the interested reader, the following are some examples of event study surveys. MacKinlay (1997) and Campbell, Lo, and MacKinlay (1997) document the origins and breadth of event studies. The relation of event studies to tests of market efficiency receives considerable attention in Fama (1991), and in recent summaries of long-horizon tests in Kothari and Warner (1997) and Fama (1998). Smith (1986) presents reviews of event studies of financing decisions. Jensen and Ruback (1983), Jensen and Warner (1988) and Jarrell, Brickley and Netter (1988) survey corporate control events. Recently, Kothari (2001) reviews event studies in the accounting literature.*

Event study juga dapat dibagi menjadi event study jangka pendek maupun event study jangka panjang. Untuk kegunaan event study jangka pendek kegunaanya menurut Gershgoren (2006) adalah

*“ Short-run event studies are used to evaluate the short-term effect of newinformation on a firm’s return. The effect of the arrival of new information on a firm’s return may be interpreted as a change in the moments of the firm’s return distribution over the event period, which in a short-run event study lasts at most a few days. With standard event study methodology, the test is focused only on the change in the mean of the firm’s return distribution: only the change in average returns is investigated. However, the change in the mean of the distribution may also be accompanied by a change in higher moments of the distribution. For example, on average, the arrival of new information may or may not have affect on a firm’s average return, but the firm’s average event-day release of information may increase the returns dispersion. Indeed, many studies document an increase in return variance on (or around) an event, a phenomenon known as event-induced variance. Patell and Wolfson (1979), Kalay and Lowenstein (1985), Rosenstein and Wyatt (1990), Boehmer and Musumeci (1991) all describe a significant increase in return’s variance around an event: in some cases thevariance increases to more than a three and a half times the variance on the estimation period (see Dann, 1981*).

Argumen lainnya atas pentingnya event study, juga dapat dilihat pada jumlah artikel tentang event study yang dimuat dalam jurnal-jurnal keuangan penting di dunia. Hasil eksplorasi dari Kothari and Warner (2004) menunjukkan artikel tentang event study selang periode 1974 sampai 2000, untuk beberapa jurnal keuangan terkemuka didunia berjumlah 565.

*The results for the years 1974 through 2000. The total number of papers reporting event study results is 565. Since many academic and practitioner-oriented journals are excluded, these figures provide a lower bound on the size of the literature. The number of papers published per year increased in the 1980’s, and the flow of papers has since been stable. The peak years are 1983 (38 papers), 1990 (37 papers), and 2000 (37 papers). All five journals have significant representation. The JFE (journal of financial economics) and JF(journal of finance) lead, with over 200 papers each.*

**Kelemahan Event Study**

Event studi sebagai suatu metode penelitian, disamping memiliki kegunaan atau manfaat, juga memiliki kelemahan. Ada dua problem utama dalam event study yaitu masalah windows period dan sampel. Kothari and Warner (2004), *We present new evidence that properties of event study methods can vary by calendar time period and can depend on event sample firm characteristics such as volatility.*

Problem pertama menyangkut waktu kalender yang akan menentukan windows period. Selanjutnya masalah kedua menyangkut perusahaan sampel. Masalah sampel menjadi penting jika analisis dampak dari suatu event melibatkan banyak perusahaan atau industry atau portofolio. Semakin banyak perusahaan maka semakin banyak perbedaan dalam karaktristiknya. Kondisi ini dapat memicu bias dalam proses analisisnya.

Pendapat selanjutnya dari Kothari and Warner (2004), menegaskan bahwa:

*Collectively, our results illustrate that power against alternative hypotheses can be sensitive to calendar time period and sample firm characteristics, and highlight the importance already recognized in the profession of studying test statistic properties for nonrandom samples. A complete analysis of these issues would focus on abnormal return (rather than return) volatility, and study how specification (and abnormal return distributional properties such as skewness) varies across time and firm characteristics.*

Jika Kothari and Warner (2004) menekankan pada aspek Waktu dan sampel maka  Gershgoren (2006) lebih menekankan pada perangkat statistiknya:

*In the event–induced variance literature, the possibility that a change inreturn variance in the event period can cause a standard t-test to be misspecified is recognized. Proposed remedies deal with correcting the standard t-test, rather than testing also for a change in return variance. The correction been done by using cross-sectional (Charest, 1978) or standardized cross-sectional (Boehmer, Musumeci, and Poulsen, 1991) estimates for the returns variance on the event day. Unfortunately, using these cross-sectional estimates also presents difficulties. For example, the cross-sectional estimate is appropriate only under the assumption that the cross-sectional abnormal returns on the event day come from the same distribution. The standardized cross-sectional estimate is better because it controls for differences in normal return volatilities across assets, but it is still valid only when the shift in a firm’s returns variance on the event day is proportional to the variance of the idiosyncratic component of the firm’s in the estimation period.*

Aspek dari penambahan informasi selang periode analisis juga dapat meningkatkan variance seperti yang diungkapkan oleh Gershgoren (2006),

*To see this, think of an event as the arrival of new information. Thisinformation may on average be positive (good news) or negative (bad news). There could instead just be “more” information on the event day, and this additional information could increase return variance. Finally, both mean returns and variance could be affected.*

Hasil analisis event study juga akan berbeda ketika penelitian dilakukan pada kondisi pasar yang bear dan bull market. Klein and Rosenfeld (1987) berpendapat :

*this paper evidence that the mean-adjusted returns and raw-market returns models are misspecified when the event under investigation occurs during either bull or bear market.  When the event occurs during a bull (bear) market , both the mean-adjusted and raw market return models produce upwardly (downwardly) biased positive (negative) abnormal return.*

Hal senada juga disampaikan oleh Klein and Rosenfeld (1987), *these findings suggest that for events such as new equity offerings and mergers, which tend to be concentrated in bull market periods, the performance measuring techniques should be restricted to the more traditional market-adjusted methods.*

**Struktur Studi Peristiwa**

Struktur studi peristiwa menunjukkan bentuk dari studi peristiwanya. Stuktur studi peristiwa terdiri dari perioda jendela *(window period)* yaitu perioda terjadinya peristiwa dan pengaruhnya, dan perioda estimasi *(estimation period)* untuk mengestimasi return ekspektasian.

**Perioda Jendela**

Perioda jendela *(window period)* atau jendela peristiwa *(event window)* atau perioda peristiwa *(event period)* merupa-kan perioda terjadinya peristiwa dan pengaruhnya.

Perioda Jendela

**t0 t1 t2**

**Perioda jendela atau perioda peristiwa atau**

**jendela peristiwa**

Disebut dengan jendela *(window)* karena seperti halnya jendela rumah, suatu peristiwa yang sedang terjadi dan efek dari peristiwa dapat diamati lewat jendela yang ada. Pericda jendela harus sependek mungkin. Beberapa penelitian menunjukkan, terganrung dari peristiwanya, perioda jendela yang pendek lebih mampu menangkap efek signifikan dari peristiwanya (Ryngaert dan Netter, 1990). Penelitian Da, Mayers dan Raab (1997) misalnya menemukan bahwa pasar bereaksi dalam waktu 15 menit dari peristiwa pengumuman informasi spesifik perusahaan. Penelitian Micthell dan Netter (1989) menunjukkan bahwa pasar bereaksi dalam waktu 90 menit dari berita pengusulan-aturan pajak federal yang baru. Peristiwa-peristiwa ini menunjukkan perioda jendela yang pendek.

Perioda jendela yang pendek juga mempunyai konse-kuensi. Perioda jendela yang terlalu pendek kemungkinan tidak akan dapat menangkap peristiwanya secara utuh. Perioda jendela harus cukup panjang sehingga peristiwa yang terjadi dan efeknya dapat ditangkap di dalam jendela. Jika perioda jendela terlalu pendek, peristiwa yang terjadi memang dapat ditangkap, tetapi pengaruh atau efeknya mungkin tidak dapat ditangkap semuanya. Perioda jendela yang terlalu panjang juga tidak baik, karena peristiwa laiya yang mengganggu dapat tertangkap di jendela. Peristiwa-peristiwa laiya yang mengganggu disebut dengan peristiwa-peristiwa pengganggu *(confounding events).* Peristiwa-peristiwa pengganggu ini harus dikeluarkan dari sampel atau pengaruhnya harus diatasi supaya tidak meng­ganggu pengaruh seharusnya dari peristiwa yang diteliti.

Perioda jendela yang panjang juga dapat bermasalah jika model return ekspektasinya adalah model pasar *(market model).* Dengan model pasar ini, maka a dan (3 diasumsikan konstan s.elama perioda jendela. Asumsi ini akan semakin bermasalah dengan semakin panjangnya perioda jendela. Oleh karena itu jika memang perioda jendela harus panjang, maka metoda dengan a dan (3 yang konstan perlu diper-timbangkan.

Tabel Kelebihan dan kekurangan jendela pendek dan panjang

|  | Jendela pendek | Jendela panjang |
| --- | --- | --- |
| Kelebihan | Jika peristiwanya masih di dalam jendelanya, mampu menangkap efek peristiwanya lebih signifikan | Dapat menangkap secara utuh peristiwa dan efeknya |
| Kekurangan | Dapat tidak menangkap peristiwa atau efeknya secara utuh jika peristi­wa atau efeknya terjadi di luar jendelanya | * Peristiwa-peristiwa pengganggu dapat terja­di di jendela * Untuk model pasar yang memberikan α dan β yang konstan, jendela panjang akan memberi­kan hasil yang bias ka-rena seharusnya α dan β tidak konstan sepanjang jendelanya |

Panjang dari jendela ini juga bervariasi. Panjang dari jendela yang umum digunakan berkisar 3 hari sampai dengan 250 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai dengan 121 bulan untuk data bulanan. McWilliams dan Siegel (1997) mengumpulkan beberapa penelitian studi peristiwa di bidang manajemen dan menemukan panjang jendela yang bervariasi dengan panjang jendela terpendek adalah 3 hari, yaitu 1 hari sebelum peristiwanya, hari peristiwanya, dan sehari setelah peristiwanya yang biasanya ditulis sebagai (-1, +1) dan yang terpanjang adalah 181 hari (-90, +90) seperti tampak di Tabel 2.2

Di Gambar 2.1. panjang perioda jendela adalah dari waktu t1 sampai waktu *ti.* Sebagai contoh adalah jika digunakan data harian dengan panjang perioda jendela selama 7 hari (3 hari sebelum hari peristiwa, 1 hari peristiwa dan 3 hari setelah hari peristiwa) dapat digambarkan sebagai berikut ini.

**Perioda Jendela**

-3 0 +3

**Perioda jendela dengan panjang 7 hari**

Di Gambar 3.3 terlihat bahwa hari 0 merupakan hari terjadinya pengumuman peristiwa. Tujuh hari panjang pe­rioda jendela diambilkan relatif dari tanggal terjadinya pe­ristiwa yaitu mulai dari tiga hari sebelum tanggal peristiwa (hari -3) sampai tiga hari setelah tanggal peristiwa (hari +3).

Tujuh hari peristiwa ini dapat juga dikatakan tiga hari sekitar tanggal peristiwa (yaitu tiga hari sebelum, hari peristiwanya dan tiga hari sesudahnya). Umumnya perioda jendela juga melibatkan hari sebelum tanggal peristiwa untuk mengetahui apakah terjadi kebocoran informasi, yaitu apakah pasar sudah mendengar informasinya sebelum informasi itu sendiri diumumkan. Delattre (2007) mengusulkan untuk melibatkan hari sebelum tanggal peristiwa jika pengumuman peristiwa diperoleh dari surat kabar, karena umumnya informasinya sudah diketahui publik di hari-hari sebelum-nya.

Perioda jendela sebagai perioda pengamatan merupakan perioda di mana nilai-nilai *abnormal return* akan dihitung. Untuk contoh ini, *abnormal return* akan dihitung pada hari -3, -2 dan -1 (untuk mengetahui ada tidaknya kebocoran infor­masi), hari 0 (reaksi pasar pada tanggal pengumuman) dan hari +1, +2, +3 (untuk mengetahui kecepatan reaksi pasar).

**Perioda Estimasi**

Perioda estimasi *(estimation period)* umumnya merupakan perioda sebelum perioda peristiwa walaupun beberapa penelitian menggunakan perioda estimasi dalam perioda jendela bahkan setelah perioda jendela. Perioda estimasi *(estimation period)* dan perioda persitiwa *(event period)* dapat dilihat di Gambar 23.

**Perioda Estimasi Perioda Peristiwa**

t3

**Perioda estimasi dan perioda peristiwa**

Di gambar t3 sampai dengan t1 merupakan panjang perioda estimasi, ti sampai dengan t2 merupakan panjang perioda jendela dan t0 merupakan saat terjadinya peristiwa. Dalam contoh ini, perioda estimasi dibuat sebelum perioda peristiwanya. Sebagai contoh adalah jika digunakan data harian dengan panjang perioda jendela selama 7 hari (3 hari sebelum hari peristiwa, 1 hari peristiwa dan 3 hari setelah hari peristiwa) dan panjang perioda estimasi selama 200 hari, maka dapat digambarkan seperti tampak di Gambar 3.5 berikut ini.

Perioda Estimasi Perioda Jendela

-203 -4 -3 0 +3

**Contoh panjang perioda estimasi dan panjang perioda jendela untuk data harian**

Panjangnya perioda estimasi selama 200 hari ditunjukkan di Gambar 3.5 mulai dari hari -4 sampai hari -203. Tidak ada patokan untuk lamanya panjang perioda estimasi ini.

Panjang perioda estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari 100 hari sampai dengan 250 hari atau selama setahun untuk hari-hari perdagangan dikurangi dengan lamanya perioda jendela8 untuk data harian dan berkisar dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

**Langkah Studi Peristiwa**

Langkah-langkah dalam melakukan *event study* menurut Kritzman (1994) adalah sebagai berikut:

1. Menentukan *event* yang akan menjadi obyek penelitian

*Event* yang akan menjadi objek penelitian dapat berupa *corporate action* seperti merger dan akuisisi, *right issue*, pengumuman laba, pengumuman deviden, *stock split*, ataupun *event* lainnya seperti PEMILU (Pemilihan Umum), serangan teroris, bencana alam, dan lain-lain. Sedangkan *event* dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman deviden.

1. Menentukan periode penelitian dalam suatu *event window*

Berdasarkan peneltian empiris yang telah dilakukan, para peneliti menggunakan periode penelitian yang berbeda-beda. Semakin panjang periode penelitian yang digunakan maka semakin banyak hal yang bisa dilihat namun hasil kesimpulannya dapat menjadi bias karena terpengaruh oleh *event* lainnya seperti *corporate action* yang dilakukan perusahaan, *event* ekonomi ataupun politik yang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham. Oleh sebab itu perlu mengeluarkan sampel-sampel yang melakukan *stock split*, merger dan akuisisi.

1. Menentukan kriteria tertentu yang diperlukan dalam *event study*. Penentuan kriteria tersebut dapat berupa data yang diperlukan serta menentukan sampel yang akan diteliti. Selain itu, jumlah sampel yang akan diteliti juga harus memenuhi standar dimana umumnya sampel penelitian minimal 30. Semakin banyak sampel yang digunakan maka penelitian akan semakin baik.
2. Mendesain pengujian *frame-work*

Dalam hal ini diperlukan penentuan hipotesis yang akan diuji serta teknik pengujian statistik yang diperlukan guna mendapatkan hasil penelitian.

1. Melakukan pengukuran diperlukan untuk dapat menilai pengaruh dari *event*. Pengukuran untuk variabel dependen yang diperlukan dalam penelitian ini adalah menghitung nilai *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*. selain itu dihitung pula nilai *abnormal volume, cumulative abnormal volume,* dan *cumulative frequency* serta nilai rata-rata dari *abnormal return*, volume perdagangan saham,dan frekuensi perdagangan saham untuk melakukan analisis perbandingan sebelum dan setelah *event*. Pengukuran dengan model regresi linier berganda diperlukan untuk dapat menilai pengaruh dari *event*.
2. Melakukan analisis pengaruh *event* yang diteliti

Melakukan pengujian statistik untuk menganalisis pengaruh *event* selama periode penelitian serta menganalisis penyebab pengaruh dari *event* tersebut.

**Simpulan**

Berdasarkan penelitian tentang perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa perombakan (*reshuffle)* kabinet Kerja pada saham LQ45 yang terdapat di bursa efek Indonesia dapat ditarik kesimpulan bahwa Pasar modal Indonesia merespon informasi dari peristiwa perombakan (*reshuffle)* kabinet Kerja sebagai peristiwa yang memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor. Hasil uji-t *signifikansi* menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada rata-rata *abnormal return* saham pada periode sebelum-saat dan saat-sesudah peristiwa, hal ini menandakan bahwa pasar modal Indonesia dapat dikatagorikan belum efisien bentuk setengah kuat

1. **Rangkuman**

Teori efisiensi keuangan menempatkan informasi sebagai kunci di pasar keuangan. Argumen semacam itu sangat masuk akal, bahkan informasi penting untuk kehidupan sehari-hari atau persaingan bisnis lainnya. Teori tersebut selanjutnya mengatakan bahwa investor adalah rasional, karena itu informasi akan dengan cepat tercermin di harga (harga akan dengan cepat menyesuaikan diri terhadap informasi), sedemikian rupa sehingga informasi tersebut tidak bisa digunakan untuk memperoleh keuntungan superior secara konsisten. Implikasi yang terakhir tersebut yang cukup controversial. Tidak semua pihak sependapat dengan implikasi tersebut, khususnya praktisi. Praktisi masuk ke pasar keuangan untuk memperoleh keuntungan. Jika mereka percaya dengan pasar yang efisien, berarti mereka tidak akan memperoleh keuntungan.

Pelajaran dari teori efisiensi pasar, yaitu jika ingin memperoleh keuntungan di pasar keuangan, maka harus mempunyai informasi yang investor lain belum tahu. Kemudian harus bertindak cepat memanfaatkan informasi tersebut untuk memperoleh keuntungan.

1. **SOAL DAN LATIHAN**
2. Apa yang dimaksud dengan pasar modal efisien?
3. Bagaimana caranya agar investor memperoleh keuntungan abnormal pada pasar yang efisien?
4. Carilah dan lakukan telaah akademik atas riset-riset keuangan empiris yang menjelaskan masing-masing teori struktur modal tersebut
5. Lakukan identifikasi persitiwa-peristiwa yang dipublikasikan oleh emiten LQ 45 yang memiliki kandungan informasi bagi investor
6. Lakukan pengumpulan data-data yang diperlukan untuk menghitung abnormal return, sesudah itu praktikan cara menghitung abnormal return tersebut.

**DAFTAR PUSTAKA**

Arifin, Z. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Yogyakarta: Ekonisia.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Vol 25, No 2,p. 383–417.

Hanaﬁ, Mamduh. "Manajemen Keuangan." *Yogyakarta: BPFE, Edisi* 2005 (2004).

Gershgoren, G. G., Hughson. E., & Zender, J. F (2008*), A Simple But Powerful Test Long Run Event Studies*

Kothari, Jonathan Lewellen dan Jerold. B. Warner, 2004, *Stock Return, Aggregate*

*Earning Surprises, and Behaviral Finance*,

Megginson, W. L. (1997). Corporate finance theory. Addison-Wesley.

R. Thompson 1985. [Conditioning the return-generating process of firm specific events: A discussion of event study methods.](https://www.eventstudytools.com/conditioning-return-generating-process-firm-specific-events-discussion-event-study-methods) *Journal of Financial and Quantitative Analysis*

Sari, Yusnia Febrina (2017), PENGARUH PEROMBAKAN (RESHUFFLE) KABINET KERJA TERHADAP REAKSI PASAR MODAL INDONESIA (EVENT STUDY PADA SAHAM LQ45 YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA), Sripsi, Universitas Lampung.

**BAB VIII**

***BEHAVIORAL FINANCE***

1. **PENDAHULUAN**

Perkembangan teori-teori keuangan dan riset keuangan tidak hanya mampu memberikan petunjuk praktikal atas isu-isu maupun tantangan-tantangan besar bidang keuangan, yang sangat berguna bagi pengambil keputusan perusahaan, namun sangat berguna bagi kamajuan displin teori keuangan itu sendiri. Bab ini menjelaskan topik-topik riset bidang keuangan yang disertai contoh-contoh riset-riset keuangan empirisnya untuk mengkonfirmasi suatu teori yang dapat digunakan oleh mahasiswa sebagai langkah awal dalam memulai prosedur risetnya secara ilmiah.

Topik *behavioral finance* merupakan topik yang membahas Ketidakrasionalan manusia, termasuk investor, dalam pengambilan keputusan yang bisa dikelompokkan ke dalam dua tipe bias: (1) *heuristic, dan (2) frame*.

1. **TUJUAN PEMBELAJARAN**

Setelah membaca bab ini Anda diharapkan dapat:

1. Menjelaskan konsep dari topik riset keuangan *behavioral finance*
2. Menjelaskan contoh-contoh penggunaan konsep *behavioral finance* dalam riset-riset keuangan
3. **PENYAJIAN**
4. *Behavioral Finance*: Latar belakang

Alternative dari teori pasar yang efisien, yaitu *behavioral finance*. Pasar yang efisien bisa didefinisikan sebagai kondisi dimana harga mencerminkan informasi yang relevan. Teori efisiensi keuangan dibangun dengan argument berikut ini.

* Pertama, investor individual adalah makhluk rasional. Karena itu pasar akan menjadi rasional.
* Kedua, jika investor perorangan (individual) tidak rasional, perilaku perdagangan individual yang tidak rasional akan saling menghilangkan (mengkompensasi) sehingga pasar secara keseluruhan menjadi rasional. Sebagai contoh, ada investor yang terlalu optimis, tetapi ada yang terlalu pesimis. Jika keduanya digabungkan, maka yang terbentuk adalah pengharapan yang ‘rasional’. Dengan kata lain, perilaku investor individual barangkali tidak rasional, tetap perilaku tersebut akan saling mengkompensasi sehingga hasil akhir adalah terbentuknya perilaku pasar yang ‘rasional’.
* Ketiga, kalaupun ada ketidakrasionalan pasar, maka ada arbitraser yang siap memanfaatkan ketidakseimbangan harga untuk keuntungan mereka. Arbitraser adalah orang yang memanfaatkan ketidakkonsistenan harga dengan tujuan memperoleh keuntungan. Ketiga tahapan argument tersebut akan menjamin terjadinya pasar yang efisien.

.

1. Bentuk-Bentuk Ketidakrasionalan Investor

Ketidakrasionalan manusia, termasuk investor, dalam pengambilan keputusan bisa dikelompokkan ke dalam dua tipe bias: (1) *heuristic*, dan *(2) frame.*

2.1. *Heuristic*

Manusia sering membuat keputusan berdasarkan pedoman-pedoman yang mereka buat, yang tidak selalu rasional (rules of thumb). Heuristics bisa didefinisikan sebagai aturan yang efisien, sederhana, yang dikembangkan melalui proses evolusioner, yang dikembangkan untuk membantu seseorang membuat keputusan, atau memecahkan masalah. Heuristics akan terasa manfaatnya pada saat manusia dihadapkan pada permasalahan yang kompleks atau informasi yang kurang lengkap. Dengan mengembangkan heuristics, seseorang bisa menyederhanakan permasalahan yang kompleks menjadi lebih sederhana. Tetapi *heuristic* tersebut bisa mengakibatkan bias-bias secara sistematis, seperti dalam contoh di atas.

Contoh-contoh yang lebih spesifik mengenai *heuristics* tersebut.

***Representativeness*.** Representativeness adalah pengambilan keputusan yang didasarkan pada stereotype-stereotype tertentu.

**Anchoring, Penyesuaian, dan Konservatisme**. Anchoring (penjangkaran) adalah proses menjadikan nilai tertentu sebagai patokan (pedoman). Jika seseorang melakukan penjangkaran, ada kecenderungan bagi orang tersebut untuk lambat melakukan penyesuaian terhadap informasi baru. Orang tersebut cenderung menjadi konservatif (tidak gampang berubah).

***Overconfidence* (Terlalu Percaya Diri), Diversifikasi, dan Aktivitas Perdagangan.** Orang cenderung percaya diri yang berlebihan. Disatu sisi terlalu percaya diri merupakan hal yang baik, dan biasanya merupakan faktor pendorong seseorang bekerja (khususnya pengusaha), tetapi di sisi lain, terlalu percaya diri bisa mengarah pada keputusan investasi yang kurang optimal. Pria mempunyai kecenderungan percaya diri lebih besar dibandingkan wanita. Percaya diri yang telalu besar tersebut bisa berimplikasi pada perilaku perdagangan: pria lebih sering melakukan perdagangan dibandingkan dengan wanita. Barber dan Odean (2001) menemukan bahwa semakin sering seorang investor melakukan perdagangan, semakin jelek kinerja investor tersebut. Investor pria semakin sering melakukan perdagangan dibandingkan investor wanita. Kinerja investor pria lebih jelek dibandingkan kinerja investor wanita.

* 1. Framing

Cara suatu permasalahan disajikan akan mempengaruhi keputusan yang diambil.

**Framing dan Pengambilan Keputusan**. Amos Tversky and Daniel Kahneman (1981) menunjukkan bahwa pilihan yang diambil seseorang dipengaruhi oleh cara mengemas pertanyaan, sedemikian rupa sehingga orang tidak lagi rasional dalam pengertian rasionalitas klasik. Cara penyampaian yang berbeda tersebut menghasilkan keputusan (pilihan) yang berbeda. Dengan kata lain, responden melakukan keputusan tidak berdasarkan rasionalitas seperti yang dibayangkan oleh rasionalitas klasik.

**Prospect Theory (Teori Prospek).** Teori prospek dikembangkan oleh [Daniel Kahneman](http://en.wikipedia.org/wiki/Daniel_Kahneman) dan [Amos Tversky](http://en.wikipedia.org/wiki/Amos_Tversky) in [1979](http://en.wikipedia.org/wiki/1979) sebagai alternatif teori utilitas yang standar (rasional). Berdasarkan pengamatan, kedua akademisi tersebut mengajukan teori bagaimana manusia mengevaluasi kerugian dan keuntungan. Evaluasi manusia terhadap keuntungan dan kerugian tidak simetris. Teori prospek dalam konteks investasi berimplikasi sebagai berikut ini: *Investor akan cenderung segera menjual saham yang menguntungkan, dan investor akan cenderung menahan saham yang merugi*. Fenomena tidak suka dengan kerugian tersebut dinamakan sebagai *loss aversion*. Fenomena loss aversion (menghindari kerugian, karena kerugian menjadi terlalu menyakitkan) bisa ditunjukkan melalui eksperimen

**Hedonic Editing.** Preferensi risiko manusia nampaknya tidak simetris, tergantung situasi. Beberapa orang nampaknya mempunyai toleransi risiko yang tinggi ektika dihadapkan pada situasi adanya potensi kerugian (prospek merugi). Menurut behavioral finance, preferensi atau toleransi risiko bisa berbeda-beda dipengaruhi oleh banyak faktor, salah satunya adalah pengalaman terbaru yang berkaitan dengan risiko.

**Mental Accounting.** Orang kadang-kadang memisahkan keputusan yang secara prinsip mestinya bisa digabungkan.

1. Contoh Topik *Behavioral Finance*: Apakah Investor Saham Menderita *Myopic Loss Aversion*? Eksperimen Laboratori.

*Latarbelakang*

Wendy (2010) memfokuskan penelitian pada perilaku para investor saham dalam proses pengambilan keputusan investasi berisiko berdasarkan teori myopic loss aversion (MLA) dari Benartzi dan Thaler (1995). MLA menjelaskan kombinasi dua teori perilaku yaitu loss aversion dan mental accounting. Loss aversion mengacu bahwa seseorang akan cenderung lebih sensitif terhadap kerugian dari pada keuntungan. Hal ini tercermin dalam teori prospek (the prospect theory) yang secara empirikal menyatakan bahwa sensitivitas seseorang terhadap kerugian sekitar dua kali lebih besar dari pada sensitivitas terhadap keuntungan (Kahneman dan Tversky, 1979; Kahneman, Knetsch, dan Thaler, 1990; Tversky dan Kahneman, 1992). Mental accounting mengacu pada serangkaian tindakan kognitif yang dilakukan para pelaku ekonomi dalam mengelola, mengevaluasi, dan menjaga aktivitas keuangannya (Thaler, 1999).

Penelitian ini mencoba menguji kembali teori MLA dari Benartzi dan Thaler (1995) dengan melibatkan investor saham sebagai partisipan. Manipulasi eksperimen mengacu pada model tritmen Gneezy dan Potters (1997) serta Haigh dan List (2005) dengan melakukan sejumlah modifikasi. Selain itu, eksperimen ini juga mengontrol variabel gender yang belum dilakukan dalam riset MLA sebelumnya. Temuan empiris dari Watson dan McNaughton (2007) menunjukkan bahwa umumnya perempuan memiliki derajat penghindaran risiko (risk averse) yang lebih tinggi dibandingkan laki-laki.

*Metodologi*

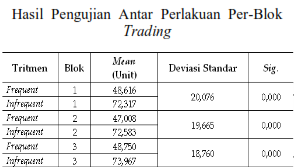
Artikel ini merupakan penelitian eksperimen yang mencoba menguji kembali teori MLA (kuantitatif konfirmatori), dan bersifat eksplanatori. Faktor yang dimanipulasi di sini adalah faktor penyebab (variabel bebas) yaitu myopic loss aversion, sedangkan yang menjadi faktor akibat adalah variabel terikatnya (pengambilan keputusan investasi yang berisiko). Peneliti melakukan manipulasi terhadap dua kondisi eksperimen menggunakan desain within-subject. Populasi dalam eksperimen ini adalah seluruh investor saham di Kalimantan Barat. Penentuan subjek eksperimen didasarkan pada kriteria tertentu (merupakan investor aktif yang tercatat pada perusahaan sekuritas di Kalimantan Barat dan telah memiliki pengalaman trading saham minimal satu tahun) dengan tujuan agar kelompok yang dipilih matching satu sama lain sehingga memenuhi kriteria dalam penelitian eksperimen. Jumlah sampel untuk masing-masing kelompok partisipan meliputi 40 orang investor yang terdiri atas 20 orang pria dan 20 orang wanita.

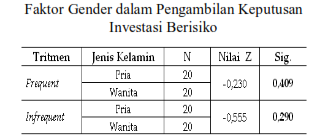
Tritmen yang diberikan dibagi menjadi dua yaitu tritmen F (evaluasi hasil *trading* dilakukan secara periodik/tiap ronde) dan tritmen I (evaluasi hasil *trading* dilakukan dalam perioda waktu yanglebih panjang/per tiga ronde).

Pengujian teori MLA (hipotesis satu) dilakukan dengan *paired-samples t-test.* Selanjutnya, untuk menguji pengaruh variabel gender (hipotesis dua dan tiga), digunakan statistik nonparametrik dengan *mann-whitney* *statistical test*.

*Hasil*

Tabel 8.1





Berdasarkan tabel tersebut terlihat bahwa hasil pengujian pada setiap blok *trading* ternyata semuanya signifikan (pada derajat satu persen). Dengan demikian konsistensi para investor saham terhadap teori MLA sudah ditunjukkan sejak awal eksperimen. Kajian ini mengindikasikan bahwa penggunaan subjek eksperimen berupa pelaku ekonomi yang sesungguhnya (dalam hal ini adalah investor saham) dalam eksperimen mampu memberikan hasil yang optimal.

Untuk menguji hipotesis apakah pria lebih berani mengambil keputusan investasi berisiko dibandingkan wanita, dilakukan pengujian nonparametrik dengan *mann-whitney* *statistical test* sebagai alternatif pengujian dari *independent-samples t-test .* Berdasarkan hasil olah statistik dari tabel tersebut ternyata partisipan pria tidak menunjukkan *risk tolerance* yang lebih besar dibandingkan partisipan wanita pada ke dua jenis tritmen. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa pria lebih *risk-loving* dibandingkan wanita ternyata tidak terdukung dari hasil eksperimen ini. Tidak signifikannya pengujian ini diduga diakibatkan oleh variabel non- eksperimental lain seperti tingkat penghasilan, usia, serta tingkat pendidikan secara tidak langsung juga turut memengaruhi individu dalam mengambil keputusan investasi berisiko.

DESAIN EKSPERIMEN

Penelitian eksperimen merupakan suatu penelitian yang menjawab pertanyaan “jika kita melakukan  sesuatu pada kondisi yang dikontrol secara ketat maka apakah yang akan terjadi?”. Untuk mengetahui apakah ada perubahan atau tidak pada suatu keadaan yang di control secara ketat maka kita memerlukan perlakuan (*treatment*) pada kondisi tersebut dan hal inilah yang dilakukan pada penelitian eksperimen.  Sehingga penelitian eksperimen dapat dikatakan sebagai metode penelitian yang digunakan untuk mencari pengaruh perlakuan tertentu terhadap yang lain dalam kondisi yang terkendalikan (Sugiono, 2010).

Menurut Solso & MacLin (2002), penelitian eksperimen adalah suatu penelitian yang di dalamnya ditemukan minimal satu variabel yang dimanipulasi untuk mempelajari hubungan sebab-akibat. Oleh karena itu, penelitian eksperimen erat kaitanya dalam menguji suatu hipotesis dalam rangka mencari pengaruh, hubungan, maupun perbedaan perubahan terhadap kelompok yang dikenakan perlakuan.

Arikunto (2006) mendefinisikan eksperimen adalah suatu cara untuk mencari hubungan sebab akibat (hubungan kausal) antara dua faktor yang sengaja ditimbulkan oleh peneliti dengan mengeliminasi atau mengurangi atau menyisihkan faktor-faktor lain yang mengganggu.

Jadi, dengan kata lain, suatu penelitian eksperimen pada prinsipnya dapat didefinisikan sebagai metode sistematis guna membangun hubungan yang mengandung fenomena sebab akibat (*causal-effect relationship*). Contoh hubungan sebab akibat dibidang pendidikan misalnya, seorang mahasiswa yang mempunyai nilai matematika tinggi cenderung  berhasil dalam menyelesaikan mata kuliah merencana mesin. Penelitian eksperimen pada umumnya dilakukan oleh peneliti untuk menjawab pertanyaan yang berkaitan dengan sesuatu jika dilakukan pada kondisi yang dikontrol dengan teliti, maka apa yang akan terjadi?. Disamping itu, penelitian eksperimen dilakukan oleh peneliti dengan tujuan mengatur situasi dimana pengaruh beberapa variabel  terhadap satu atau variabel  terikat dapat diidentifikasi.

**KARAKTERISTIK PENELITIAN EKSPERIMEN**

Ciri utama penelitian eksperimen yang membedakannya dengan semua jenis penelitian lainnya adalah perlakuan atau manipulasi ternadap variabel bebas untuk mengetahui efeknya terhadap variabel terikat. Variabel yang dilibatkan, yaitu variabel bebas dan variabel terikat, sudah ditetapkan secara tegas oleh peneliti sejak awal penelitian. Variabel bebas (disebut juga variabel perlakuan, variabel independen, atau variabel penyebab) adalah variabel yang dimanipulasi secara sistematis dalam eksperimen. Contoh variabel bebas adalah metode pembelajaran, ienis-jenis penguatan, frekuensi penguatan media pembelajaran, iingkungan belajar, mater pembelajaran, jumlah kelompok belajar, dan sebagainya. Sedangkan variabel terikat (disebut iuga variabel kriteria atau variabel dependen) adalah variabel yang diukur sebagai akibat adanya perlakuan terhadap variabel bebas. Contoh variabel terikat dalam penelitian pendidikan, antara lain adalah hasil belajar siswa, kesiapan belajar siswa, kemandirian belajar, dan/atau skor tes.

Menurut Christensen (1988), penelitian eksperimen memiliki beberapa ciri khas, yaitu:

1. Variabel penelitian dan situasi perlakuan diatur secara ketat, dengan menetapkan perlakuan, kontrol. dan pengacakan.
2. Adanya kelompok pergendali sebagai pembanding bagi kelompok  eksperimen.
3. Mengendalikan variansi untuk memaksimalkan variansi variabel yang berkaitan dengan hipotesis penelitian, meminimalisir variansi variabel pengganggu yang mungkin mempengaruhi hasil eksperimen. juga meminimalisir variansi kekeliruan. termasuk kekeliruan pengukuran. Pemilihan dan penentuan subyek serta penempatan subyek dalam kelompok perlakuan dan kelompok pengendalian juga dilakukan secara acak.
4. Validitas internal diperlukan pada desain eksperimen guna mengetahui apakah  manipulasi benar-benar berdampak pada perbedaan hasil yang dicapai.
5. Validitas eksternal berkaitan dengan bagaimana keterwakilan populasi dan ketergeneralisasian hasil eksperimen.

Eksperimen dalam bidang keuangan berdasarkan lokasinya dapat dibedakan atas dua bentuk, yaitu eksperimen di laboratorium dan eksperimen di luar laboratorium. Eksperimen di laboratorium dilaksanakan Peneliti dalam sebuah ruangan tertutup atau dalam kondisi tertentu untuk meningkatkan akurasi hasil penelitian. Sedangkan eksperimen di luar laboratorium (juga disebut eksperimen lapangan) biasanya dilakukan oleh peneliti guna mendapatkan hasil eksperimen dalam lingkungan yang sebenamya, misalnya di kelas atau di masyarakat.

Dari kedua bentuk penelitian eksperimen tersebut eksperimen diluar laboratorium adalah bentuk  eksperimen yang paling banyak dilakukan, karena mempunyai beberapa keunggulan, misalnya:

1. lebih mudah dalam pemberian perlakuan;
2. memungkinkan untuk melakukan eksperimen pada kondisi yang sebenarnya;
3. hasil eksperimen lebih sesuai dengan permasalahan yang dihadapi oleh para pendidik. Sedangkan kelemahan utamanya adalah sulit untuk mengendalikan variabel-variabel luar yang mengancam validitas internal dan validitaseksternal hasil eksperimen.

Eksperimen laboratorium memiliki keunggulan utama, yaitu sangat cocok untuk mendalami masalah yang berkaitandengan pengembangan ilmu pengetahuan, termasuk ilmu pendidikan. Dalam pelaksanaan eksperimen ini memungkinkan untuk mengendalikan variabel-variabel luar yang mengancam validitas internal dan validitas eksternal hasil eksperimen. Namun karena ketatnya pengendalian terhadap variabel-variabel luar, sehingga hasil eksperimen iniadakalanya tidak memungkinkan untuk diterapkan pada kondisi yang sebenarnya.

Ada tiga hal yang menjadi karakteristik penelitian eksperimental:

1. Manipulasi, dimana peneliti menjadikan salah satu dari sekian variabel bebas untuk menjadi sesuai dengan apa yang diinginkan oleh peneliti, sehingga variabel lain dipakai sebagai pembanding yang bisa membedakan antara yang memperoleh perlakuan/manipulasi dengan yang tidak memperoleh perlakuan/manipulasi.
2. Pengendalian, dimana peneliti menginginkan variabel yang diukur itu mengalami kesamaan sesuai dengan keinginan peneliti dengan menambahkan faktor lain ke dalam variabel atau membuang faktor lain yang tidak diinginkan peneliti dari variable.
3. Pengamatan, dimana peneliti melakukan suatu kegiatan mengamati untuk mengetahui apakah ada pengaruh manipulasi variabel (bebas) yang telah dilakukannya terhadap variabel lain (terikat) dalam penelitian eksperimental yang dilakukannya.

Danim (2002) menyebutkan beberapa karakteristik penelitian eksperimen, yaitu :

1. Variabel-veniabel penelitian dan kondisi eksperimen diatur secara tertib ketat (rigorous management), baik dengan menetapkan kontrol, memanipulasi langsung, maupun random (acak).
2. Adanya kelompok kontrol sebagai data dasar (base line) untuk dibandingkan dengan kelompok eksperimen.
3. Penelitian ini memusatkan diri pada pengontrolan variansi, untuk memaksimalkan variansi variabel yang berkaitan dengan hipotesis penelitian, meminimalkan variansi variabel pengganggu yang mungkin mempengaruhi hasil eksperimen, tetapi tidak menjadi tujuan penelitian. Di samping itu, penelitian ini meminimalkan variansi kekeliruan, termasuk kekeliruan pengukuran. Untuk itu, sebaiknya pemilihan dan penentuan subjek, serta penempatan subjek dalarn kelompok-kelompok dilakukan secara acak.
4. Validitas internal (internal validity) mutlak diperlukan pada rancangan penelitian eksperimen, untuk mengetahui apakah manipulasi eksperimen yang dilakukan pada saat studi ini memang benar-benar menimbulkan perbedaan.
5. Validitas eksternalnya (external validity) berkaitan dengan bagaimana kerepresentatifan penemuan penelitian dan berkaitan pula dengan menggeneralisasikan pada kondisi yang sama.
6. Semua variabel penting diusahakan konstan, kecuali variabel perlakuan yang secara sengaja dimanipulasikan atau dibiarkan bervariasi.

Selain itu, dalam penelitian eksperimen ada tiga unsur penting yang harus diperhatikan dalam melakukan penelitian ini, yaitu kontrol, manipulasi, dan pengamatan. Variabel kontrol disini adalah inti dari metode eksperimental, karena variabel control inilah yang akan menjadi standar dalam melihat apakah ada perubahan, maupun perbedaan yan terjadi akibat perbedaan perlakuan yang diberikan. Sedangkan manipulasi disini adalah operasi yang sengaja dilakukan dalam penelitian eksperimen. Dalam penelitian ini, yang dimanipulasi adalah variabel independent dengan melibatkan kelompok-kelompok perlakuan yang kondisinya berbeda. Setelah peneliti menerapkan perlakuan eksperimen, ia harus mengamati untuk menentukan apakah hipotesis perubahan telah terjadi (Observasi).

Dari beberapa penjelasan diatas secara garis besar dapat kita simpulkan karakteristik penelitian eksperimen adalah antara lain :

1. Menggunakan kelompok kontrol sebagai garis dasar untuk dibandingkan dengan kelompok yang dikenai perlakuan eksperimental.
2. Menggunakan sedikitnya dua kelompok
3. Harus mempertimbangkan kesahihan ke dalam (internal validity).
4. Harus mempertimbangkan kesahihan keluar (external validity).

**PENGENDALIAN VALIDITAS INTERNAL DAN VALIDITAS EKSTERNAL TERHADAP PENELITIAN EKSPERIMEN**

Suatu eksperimen dikatakan valid jika hasil yang diperoleh hanya disebabkan oleh variabel bebas yang dimanipulasi, dan jika hasil tersebut dapat digeneralisasikan pada situasi di luar setting eksperimental (Emzir:2009) Sehingga ada dua kondisi yang harus diterima yakni faktor internal dan eksternal.

Untuk meyakinkan bahwa desain penelitian eksperimen layak untuk pengujian hipotesis penelitian, maka dilakukan pengendalian terhadap validitas internal dan validitas eksternal.

**Validitas Internal**

Pengendalian terhadap validitas internal dimaksudkan agar hasil penelitian yang diperoleh dapat mencerminkan hasil pelakuan yang  diberikan dan dapat digeneralisasikan ke populasi pensampelan.

Pengendalian validitas internal darisuatu desain penelitian sangat dibutuhkan agar hasil penelitian yang diperoleh benar-benar rnerupakan akibat dari pelakuan yang diberikan. Beberapa variabel yang mengancam validitas internal sehingga harus dikendalikan dalam penelitian eksperimen adalah:

1. ***Ciri khas subyek****.* Beberapa ciri khas subyek yang mempengaruhi hasil eksperimen adalah: umur, jenis kelamin, kecakapan. intelegensi, status sosial ekonomi, agama, kemampuan membaca. kematangan, dan lain-lain. pada suatu eksperimen mungkin saja  kelompok-kelompok subjek yang dikenal perlakuan kebetulan, mempunyai ciri khas yang berbeda, sehingga hasil yang dicapai menjadi berbeda yang disebabkan oleh ciri khas yang berbeda tersebut, bukan karena hasil perlakuan. Ciri khas responden dapat dikendalikan melalui pemilihan secara acak, melalui pengunaan kelompok yang setara, dan/atau melalui pemilihan kelas paralel yang mempunvai ciri khas yang sama sebagai kelompok eksperimen dan kelompok kontrol.
2. ***Lokasi*.** Ancaman lokasi penelitian terjadi karena pemilihan lokasi penelitian yang berbeda, baik dari segi ketersediaan fasilitas belajar, kemampuan mengajar guru tingkat kecerdasan siswa, ataupun faktor-faktor lain yang mempengaruhi hasil belajar siswa. Pengaruh lokasi penelitian antara lain dapat dikendalikan melalui pemilihan sekolah-sekolah yang memiliki kualifikasi yang sama, kelas yang memiliki fasilitas dan kondisi ruang belajar yang sama, dan kelas yang memiliki siswa yang memiliki kemampuan yang setara
3. ***Instrumentasi*.** Penggunaan instrumen penelitian ada kalanya juga dapat mengancam validitas internal hasil perlakuan. Beberapa ancaman yang terkait dengan instrumentasi, antara lain: penggunaan instrumen yang tidak valid dan tidak reliabel, penggunaan instrumen, yang berbeda pada kelompok-kelompok subyek penelitian, pengujian yang dilakukan pada waktu yang berbeda, penskoran yang tidak obyektif. perbedaan kecemasan subyek terhadap tes, dan/atau pengumpul data yang berpihak pada kelompok tertentu. Pengaruh instrumentasi dikendalikan dengan cara menggunakan instrumen yang valid dan reliabel, penggunaan instrumen yang sama pada   kelompok -  kelompok subyek penelitian, pengujian dilakukan bersamaan pada kelompok-kelompoksubyek  penelitian, penskoran secara obyektif, dan/atau penggunaan pelaksana eksperimen yang tidak berpihak pada kelompok-kelompok tertentu.
4. ***Pengujian*.** Dalam penelitian eksperimen ada kalanya dilakukan dua kali tes, yaitu tes awal dan tes akhir. Pemberian tes awal ini mungkin akan mendorong siswa untuk lebih berhati-hati, lebih responsif terhadap perlakuan, lebih termotivasi untuk belajar, atau sebagian subyek yang kuat ingatannya mungkin masih tetap mengingat  jawabannya pada tes awal terutama pada penggunaan tes awal dan tes akhir yang sama, akibatnya akan mempengaruhi hasil yang dicapai pada tes akhir, apapun jenis perlakuan yang diberikan.
5. ***Sejarah***. Hal ini dimaksudkan sebagai semua kejadian di luar perlakuan yang muncul bersamaan dengan pelaksanaan eksperimen sehingga sangat mungkin hasil eksperimen akan terganggu atau terkotori oleh adanya kejadian tersebut. Pengaruh sejarah dikontrol melalui pengacakan dan melalui pemberian perlakuan dalam jangka waktu yang sama.
6. ***Kematangan***. Manusia pada umumnya selalu rnengalami perubahan. Perubahan itu berkaitan dengan proses kematangan, baik biologis maupun psikologis. Dengan bertambahnva kematangan pada subjek ini akan berpengaruh terhadap variabel terikat. Dengan demikian, maka perubahan yang terjadi pada variabel terikat bukan saja karena adanya eksperimen, tetapi juga disebabkan proses kematangan pada subjek yang mendapatkan perlakuan. Variabel ini dapat dikendalikan antara lain dengan cara pengacakan subyek dan/atau melalui pemberian perlakuan dalam jangka waktu yang tidak terlalu lama, namun masih memenuhi persyaratan penelitian, sehingga subyek penelitian tidak sampai mengalami perubahan fisik dan mental yang dapat mempengaruhi hasil perlakuan.
7. ***Sikap subyek***. Cara subyek dalam menanggapi dan terlibat dalam penelitian akan dapat mengancam validitas internal hasil perlakuan. Hal ini biasa dikenal dengan pengaruh "*hawthome*". Jika suatu kelompok subyek mengetahui statusnya sebagai kelompok eksperimen maka mungkin mereka akan berusaha semaksimal mungkin untuk mencapai hasil yang lebih baik, atau sebaliknya mungkin akan besikap tidak perduli terhadap        perlakuan itu sehingga hasil yang dicapai tidak sesuai dengan kemampuan mereka  yang sebenarnya. Akibatnya hasil yang dicapai dalarn kondisi seperti ini tidak akan valid secara internal. Pengaruh hawthome ini dikontrol dengan tidak memberitahukan status subyek sebagai kelompok eksperimen, melaksanakan eksperimen sesuai dengan kondisi apa adanya, dan/atau dengan menggunakan guru yang sudah dikenal siswa sehingga pembelajaran tetap berjalan sebagaimana mestinya.
8. ***Kehilangan subyek***. Ancaman ini terjadi apabila dalam proses pelaksanaan eksperimen beberapa anggota kelompok keluar karena alasan-alasan tertentu, misalnya: sakit, pindah sekolah, tidak mengikuti tes akhir, dan/atau tidak menjawab instrumen pengukuran. Keluarnya anggota kelompok ini mungkin akan mempengaruhi hasil eksperimen. Misalkan subyek yang keluar pada kelompok eksperimen memiliki skor rendah pada tes awalmaka pada tes akhir rata-rata kelompok eksperimen akan meningkat bukan karena hasil perlakuan tetap; karena keluamya beberapa subyek yang mempunyai skor rendah.
9. ***Regresi******statistik.*** Regresi statistik disebut juga menurun ke rata-rata adalah suatu fenomena yang kadang-kadang terjadi sebagai akibat dari penetapan subyek eksperimen berdasarkan skor tertinggi dan skor terendah pada tes awal. Pada kenyataannva, subyek yang memperoleh skor tertinggi pada tes awal akan cenderung menurun. (mendekati rata-rata) pada tes akhir, sebaliknya subvek yang memperoleh skor terendah pada tes awal akan cenderung meningkat (mendekati rata-rata) pada tes akhir. Peningkatan atau penurunan skor ini mungkin disebabkan oleh antara lain: kesalahan pemilihan subyek, penggunaan instrumen yarg berbeda antara tes awal dan tes atau tes akhir, dan/atau penggunaan instrumen yang tidak valid dan tidak reliabel. untuk mengatasi masalah ini maka peneliti perlu berhati-hati dalam memillki subyek penelitian serta menggunakan instrumen yang yang valid dan relabel, baik pada tes oval ataupun pada tes akhir.
10. ***Harapan pelaksana eksperimen****.* Karena satu dan lain hal, pelaksana          eksperimen, secara sadar atau tidak sadar sangat mungkin, mempunyai               pengharapan tertentu atas   berhasilnya eksperimen. Akibat dari adanya harapan ini sangat mungkin tanpa sadar yang bersangkutan memberikan kunci- kunci  keberhasilan   kepada   subjek   eksperimen.  Akibatnya,  hasil   eksperimen  akan dikotori oleh pengaruh harapan pelaksana eksperimen tersebut. Cara mengatasinya adalah menggunakan pelaksana eksperimen yang tidak tahu atau tidak sadar kalau dia sedang melakukan eksperimen.
11. ***Pemilihan subyek.*** Dalam pemilihan subyek penelitian mungkin terjadi kesalahan. Kemampuan awal kelompok yang satu mungkin berbeda dengan kemampuan awal kelompok lainnya. Akibatnya, validitas internal hasil eksperimen akan terancam akibat dari perbedaan kemampuan awal tersebut. Ancaman ini dapat diatasidengan pemilihan subyek yang benar-benar setara, misalnya pemilihan subyek secara acak atau melalui penggunaan kelompok yang sepadan.
12. ***Interaksi kematangan dan seleksi****.* Ancaman ini sering terjadi pada desain eksperimen semu, dimana kelompok-kelompok yang diteliti diambil apa adanya tanpa melalui pengacakan (misalnya kelas yang sudah terbentuk disekolah). Kendatipun pada tes awal beberapa kelas yang dibandingkan mempunyai rata-rata kemampuan yang setara, namun jika tingkat kematangan suatu kelas lebih cepat dari kelas lainnya maka hal ini kemungkinan akan menyebabkan perbedaan hasil akhir perlakuan. Jika hal ini tidak dikendalikan maka hasil penelitian ini menjadi tidak valid secara internal.

**Validitas Eksternal**

Validitas ini mengacu pada kemampuan generalisasi suatu penelitian. Dimana dibutuhkan kemampuan suatu sampel populasi yang benar-benar bisa digeneralisasikan ke populasi yang lain pada waktu dan kondisi yang lain.  
Campbell dan Stanley dalam Gay (1981) yang dikutip Emzir (2009) mengidentifikasi beberapa ancaman terhadap validitas eksternal, diantaranya:

1. Interaksi Prates-Perlakuan, dimana biasanya sering muncul bila respons subjek berbeda pada setiap perlakuan karena mengikuti prates.
2. Interaksi Seleksi-Perlakuan, dimana akibat yang muncul bila subjek tidak dipilih secara acak sehingga seleksi subjek yang berbeda diasosiasikan dengan ketidakvalidan internal.
3. Spesifisitas Variabel, adalah suatu ancaman terhadap yang tidak mengindahkan generalisabilitas dari desain eksperimental yang digunakan.
4. Pengaturan Reaktif, mengacu pada faktor-faktor yang diasosiasikan dengan cara bagaimana penelitian dilakukan dan perasaan serta sikap subjek yang dilibatkan.
5. Interferensi Perlakuan Jamak, biasanya sering muncul bila subjek yang sama menerima lebih dari satu perlakuan dalam pergantian.
6. Kontaminasi dan Bias Pelaku Eksperimen, sering muncul bila keakraban subjek dan peneliti mempengaruhi hasil penelitian.

Pengendalian terhadap validitas eksternal dimaksudkan agar hasil penelitian dapat digeneralisasikan atau diberlakukan ke situasi lain yang belum diteliti. Validitas eksternal ini terdiri atas validitas populasi dan validitas ekologis. Validitas populasi berarti suatu hasil penelitian dapat digeneralisasikan kepada populasi pensampelan atau kepada populasi lain yang memiliki ciri khas yang sama meskipun populasi itu belum diteliti. Validitas ekologis berarti suatu hasil peneliti harus menguraikan secara lengkap tentang kondisi pelaksanaan eksperimen itu, sehingga para pembaca dapat menilai sejauh mana hasil eksperimen itu dapat diterapkan ke situasi lain.

Pengendalian terhadap validitas ekologis meliputi:

1. Pengaruh perlakuan ganda, dikontrol dengan memberikan perlakuan yang sama atau hanya dengan memberi satu perlakuan kepada masing-masing kelompok subyek;
2. pelaksana dan subyek yang mengetahui status mereka dalam eksperimen *(hawthome effect);*dikontrol dengan tidak memberitahukan keterlibatan pelaksana dan subyek dalam eksperimen dan/atau pelaksanaan eksperimen disesuaikan dengan kondisi yang sebenamya,
3. pengaruh ciri khas pelaksana eksperimen dikendalikan dengan menggunakan pelaksana yang sama atau yangmemiliki kemampuan yang setara sebagai pelaksana eksperimen, baik pada kelompok eksperimen, ataupun pada kelompok kontrol;
4. pengaruh tes awal dikendalikan dengan cara memberikan tes awal yang sama antara Kelompok eksperimen dan kelompok kontrol dan/atau jika memungkinkan tidak memberikan tes awal,
5. pengaruh ujian akhir dikendalikan dengan menggunakan instrumen, yang benar-benar mewakili materi ajar dan ujian itu sendiri dilaksanakan sesegera mungkin setelah menberikan perlakuan.

Untuk memastikan bahwa penelitian menghasilkan laporan yang valid, maka keseluruhan ancaman validitas di atas harus dikendalikan oleh peneliti. Teknik yang dilakukan sangat beragam, tergantung kebutuhan dan jenis ancaman yang muncul. Bila ancaman-ancaman ini diabaikan, sangat mungkin hasil penelitian tidak valid dan tidak memberikan kesimpulan yang berarti.

Metode penelitian eksperimen merupakan bagian dari berbagai metode penelitian yang dapat digunakan untuk menjawab pertanyan penelitian sakaligus mencapai tujuan penelitian yang ditetapkan dalam suatu penelitian oleh peneliti, selain metode survey, eksplorasi, dan lainnya. Namun berbeda dengan metode penelitian lainnya, metode penelitian eksperimen memiliki bahasa sendiri yang digunakan dalam menjabarkan prosedur penelitiannya. Sehingga defenisi umum atas istilah teknis pada metode penelitian, memiliki makna berbeda dalam penelitian eksperimen. Dalam penelitian eksperimen, kasus ataupun orang-orang yang terlibat dalam penelitian yang sekaligus menjadi orang yang diperlakukan dalam mengukura variabel yang diteliti disebut dengan subjek ataupun partisipan, sementara dalam penelitian survey, dikenal dengan istilah responden.

Selain istilah partisipan, penelitian eksperimen juga memiliki 7 bagian spesifik dalam metode-nya. Bagian tersebut dalam eksperimen kadangkala tidak digunakan semuanya, namun dalam penelitian eksperimen lainnya seluruh komponen digunakan dan ditambah dengan bagian lainnya yang dibutuhkan dalam penelitian tersebut. Tujuh bagian tersebut adalah:

1. Treatment (perlakuan) atau variabel independen

2. Variabel dependen

3. Pretest

4. Posttest

5. Kelompok eksperimen

6. Kelompok control

7. Randomisasi subjek / partisipan

Disamping ke tujuh bagian tersebut, eksperimen juga perlu mempertimbangkan bagian atau elemen lainnya, yaitu:

1. Tugas partisipan (Task)
2. Prosedur eksperimen
3. Menentukan variabel luar biasa (extraneous variable) atau variabel pengganggu.
4. Penentuan jumlah partisipan per sel desain, metode treatmen atas partisipan

Tugas Partisipan.

Tugas partisipan dalam suatu eksperimen merupakan kasus yang diaplikasikan kepada partisipan berdasarkan treatment yang diberikan kepadanya. Berdasarkan contoh di atas, kasus yang diberikan dapat saja berupa pekerjaan administrasi berupa penyusunan laporan keuangan, ataupun penyusunan anggaran perusahaan. Sehingga melalui eksperimen peneliti menjawab suhu dan pencahayaan bagaimana kinerja staff keuangan dapat meningkat melalui pembuatan laporan keuangan perusahaan.

Prosedur eksperimen.

Merupakan tahapan kegiatan yang didesain oleh peneliti yang akan diterapkan kepada partisipan berdasarkan treatmen yang diberikan kepada mereka. Penyusunan prosedur yang baik harus dapat mendukung tercapainya tujuan penelitian, dan dapat mengeliminasi semua bentuk variabel yang berpotensi mengganggu kesimpulan yang dibuat oleh peneliti. Berdasarkan contoh di atas, peneliti harus memberikan deskripsi dan langkah yang harus dilakukan partisipan saat melakukan aktivitas penelitian, seperti ruangan, dimana mereka duduk, bagaimana tugas penelitian diberikan kepada mereka, dan lain sebagainya.

Variabel luar biasa (Extraneous variable)

Variabel ini disebut juga variabel pengganggu (Nuisance variable). Merupakan variabel lain diluar variabel amatan yang berpotensi mengganggu peneliti dalam membuat kesimpulan yang benar. Keberadaan variabel ini berpotensi melemahkan validitas internal penelitian eksperimen.

Penentuan jumlah partisipan per sel desain dan metode treatmen atas partisipan  
Desain eksperimen yang dibangun akan membentuk sel eksperimen. Umumnya tiap sel akan memiliki treatment yang berbeda. Seorang peneliti yang menggunakan eksperimen harus menentukan berapa banyak partisipan akan diletakkan pada tiap sel eksperimen. Jumlah partisipan per sel desain eksperimen akan mempengaruhi kekuatan statistik (statistical power) pengujian yang dilakukan. Seorang partisipan dapat saja berada dalam kelompok eksperimen dan mendapatkan dua kali atau lebih treatmen atau sebaliknya hanya satu kali treatmen saja. Partisipan yang hanya mendapatkan satu treatmen akan berada dalam desain between subject, sementara yang memperoleh lebih dari satu treatmen akan berada dalam desain within subject.

Penelitian dengan metode eksperimen, umumnya membutuhkan biaya yang mahal, terlabih jika peneliti menggunakan partisipan yang sesungguhnya dalam penelitian. Hal ini dikarenakan partisipan sesungguhnya seperti manajer, auditor, dosen ataupun lainnya adalah orang-orang profesional yang membutuhkan insentif agar bersedia terlibat dalam suatu penelitian eksperimen. Insentif diberikan sebagai kompensasi atas waktu dan kesediaan mereka terlibat dalam penelitian eksperimen. Oleh karenanya peneliti, selain dikarenakan alasan pencapaian tujuan penelitian, peneliti juga harus mempertimbangkan biaya dan waktu pelaksanaan, sehingga pada saat eksperimen tersebut benar-benar dilakukan tidak ditemukan kendala yang menyebabkan penelitian tersebut harus diulang. Guna mengatasi hal tersebut peneliti dalam penelitian eksperimen harus memiliki gambaran yang jelas, berkaitan dengan konsep, desain, prosedur, dan tujuan penelitiannya. Untuk mencapai hal tersebut, perlu kiranya dibangun langkah-langkah penelitian eksperimen. Langkah-langkah tersebut disajikan sebagai berikut:

1. Membangun hipotesis yang sesuai dengan metode penelitian eksperimen.
2. Menentukan bentuk desain eksperimen dalam menguji hipotesis penelitian.
3. Membangun treatmen yang digunakan dalam memanipulasi variabel independen.
4. Membangun dan menguji validitas serta reliabilitas pengukuran variabel dependen.
5. Menentukan subjek (partisipan) dan kasus yang akan digunakan.
6. Menguji cobakan desain, indikator, prosedur dan tugas serta treatmen yang  digunakan dalam eksperimen melalui suatu pilot test.
7. Mengalokasikan subjek atau partisipan ke dalam kelompok (kelompok eksperimen dankelompok kontrol), jika randomisasi digunakan dan secara berhati-hati memberikan instruksi yang mudah dipahami.
8. Mendapatkan data pretest, jika desain eksperimen menggunakan pretest atas  seluruh variabel dependen.
9. Menerapkan treatment ke dalam kelompok eksperimen dan memonitor penerapannya.
10. Mendapatkan data posttest untuk seluruh variabel dependen.
11. Melakukan pertemuan ringkas dengan partisipan, sehubungan dengan maksud dan tujuan eksperimen. Hal ini penting artinya, jika penelitian berkaitan dengan kebutuhan kapabilitas tertentu dari partisipan.
12. Menguji data yang telah terkumpul baik dari pretest dan postest untuk dapat   
    diperbandingkan diantara dua kelompok yang dibentuk melalui penelitian (kelompok eksperimen dan kelompok kontrol) menggunakan alat statistik yang sesuai dengan kebutuhan pengujian hipotesis

*Simpulan*

Hasil eksperimen menunjukkan bahwa para partisipan menunjukkan konsistensi terhadap teori MLA, di mana dari sembilan ronde trading, konsistensi terhadap teori MLA telah terjadi sejak eksperimen di mulai. Para partisipan menunjukkan derajat risk aversion (*risk tolerance*) yang lebih tinggi pada saat diberikan perlakuan F (I).

Penelitian ini juga memperhatikan faktor gender. Hasil pengujian menunjukkan bahwa keberanian partisipan pria ternyata tidak berbeda dengan keberanian partisipan wanita dalam mengambil keputusan investasi berisiko.

Eksplorasi terhadap beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa, proses pengambilan keputusan investasi berisiko ternyata bukan hanya dipengaruhi oleh faktor gender saja. Tingkat pendidikan formal, pengalaman trading, tingkat penghasilan, dan usia seseorang ternyata juga menjadi variabel non-eksperimental yang perlu dikontrol.

1. RANGKUMAN

Menurut *behavioral finance*, perilaku investor tidak serasional yang dibayangkan oleh teori pasar yang efisien. Investor, seperti manusia pada umumnya, melakukan bias-bias psikologis yang sistematis (tidak rasional). Bias-bias tersebut akan berdampak terhadap harga, dalam hal ini mengakibatkan harga menjadi tidak efisien (tidak rasional, tidak mencerminkan nilai fundamental). Dengan kata lain, perilaku investor yang tidak rasional menyebabkan pasar menjadi tidak efisien.

Bab ini menjelaskan bias-bias ketidakrasionalan investor. Ketidakrasionalan manusia, termasuk investor, dalam pengambilan keputusan bisa dikelompokkan ke dalam dua tipe bias: (1) *heuristic*, yaitu manusia sering membuat keputusan berdasarkan pedoman-pedoman yang mereka buat, yang tidak selalu rasional (*rules of thumb*). *Heuristic* tersebut bisa mengakibatkan bias-bias secara sistematis, seperti *representativeness, anchoring* dan *overconfidence*. dan (2) *frame,* yaitu cara suatu permasalahan disajikan akan mempengaruhi keputusan yang diambil.

1. SOAL DAN LATIHAN
2. Apa perpedaan antara teori efisiensi pasar dengan teori *behavioral finance*?
3. Jelaskan dua tipe ketidakrasionalan investor
4. Jelaskan bias-bias sistmatis ketidakrasionalan investor dalam behavioral finance
5. Lakukan disaian riset eksperimen untuk menguji bias-bias ketidakrasionalam investor. Anda dapat memilih minimal satu bias ketidakrasionalan tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

Arifin, Z. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Yogyakarta: Ekonisia.

Arikunto S, 2006. Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik, Ed Revisi VI,

Penerbit PT Rineka Cipta, Jakarta

Barberis, Nicholas and Ming Huang. 2001. “Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns”. *The Journal of*  *Finance,* vol. 56, no. 4, pp. 1247-1292.

Christensen, larry B. 1988. Experimental Methodology: 4th edition. USA. Allyn

& Bacon Inc

Danim, Sudarwan. 2002. Menjadi Peneliti kualitatif. Bandung : Pustaka Setia

Emzir. (2009). *Metodologi Penelitian Pendidikan, Kuantitatif dan Kualitatif.* Jakarta: Raja Grafindo Persada.

Hanaﬁ, Mamduh. "Manajemen Keuangan." *Yogyakarta: BPFE, Edisi* 2005 (2004).

Megginson, W. L. (1997). Corporate finance theory. Addison-Wesley.

Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”. Econometrica, vol. 47, pp. 263–291.

Kahneman, Daniel, Jack L. Knetsch, and Richard Thaler. 1990. “Experimental Test of the Endowment Effect and The Coase Theorem”, Journal of Political Economy, XCVIII, pp. 1325-1348

Solso, R.L, Maclin, O.H.M, Kimberly Maclin. 2008. *Psikologi Kognitif Edisi Kedelapan (Terjemahan Mikael Rahardanto dan Kristianto Batuadji).*

Jakarta: Erlangga

Sugiyono. (2010), Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D, Alfabeta, Bandung.

Thaler, Richard H. 1985. “Mental Accounting and Consumer Choice”. Marketing Science, vol. 4, pp. 199–214.

Thaler, Richard H., Amos Tversky, Daniel Kahneman, and Alan Schwartz. 1997. “The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test”. Quarterly Journal of Economics, vol. 112, pp. 647–661.

Thaler, Richard H. 1999. “Mental Accounting Matters”. Journal of Behavioral Decision Making, vol. 12, pp. 183-206.

Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. 1992. “Advances in Prospect Theory Cumulative Representation of Uncertainty”. Journal of Risk and Uncertainty, vol. 5, pp. 297 - 323.

Wendy. 2010. “Apakah Investor Saham Menderita Myopic Loss Aversion? Eksperimen Laboratori”. Jurnal Bisnis dan Ekonomi. Vol. 17, No. 1, pp. 85-96.