

Ramadona Simbolon, S.E., M.Si., Ph.D.

Buku Ajar

MANAJEMEN KEUANGAN MODERN



BUKU AJAR
MANAJEMEN
KEUANGAN MODERN

Ramadona Simbolon, S.E., M.Si., Ph.D.



MANAJEMEN KEUANGAN MODERN

Ditulis oleh:

Ramadona Simbolon, S.E., M.Si., Ph.D.

Hak Cipta dilindungi oleh undang-undang. Dilarang keras memperbanyak, menerjemahkan atau mengutip baik sebagian ataupun keseluruhan isi buku tanpa izin tertulis dari penerbit.



ISBN: 978-634-7305-16-9
XI + 249 hlm; 18,2 x 25,7 cm.
Cetakan I, Juni 2025

Desain Cover dan Tata Letak:
Ajrina Putri Hawari, S.AB.

Diterbitkan, dicetak, dan didistribusikan oleh
PT Media Penerbit Indonesia
Royal Suite No. 6C, Jalan Sedap Malam IX, Sempakata
Kecamatan Medan Selayang, Kota Medan 20131
Telp: 081362150605
Email: ptmediapenerbitindonesia@gmail.com
Web: <https://mediapenerbitindonesia.com>
Anggota IKAPI No.088/SUT/2024

KATA PENGANTAR

Perkembangan dunia bisnis dan ekonomi global yang begitu pesat menuntut adanya pemahaman yang mendalam dan strategis terhadap pengelolaan keuangan dalam organisasi. Manajemen keuangan tidak lagi dipandang sebagai aktivitas administratif semata, melainkan sebagai fungsi vital yang memengaruhi arah, kebijakan, dan keberlangsungan suatu entitas. Dalam konteks ini, manajemen keuangan modern hadir sebagai disiplin ilmu yang tidak hanya mengatur arus keluar-masuknya dana, tetapi juga memberikan kerangka kerja dalam pengambilan keputusan investasi, pembiayaan, dan dividen yang berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang.

Buku ajar ini membahas pengertian, tujuan, dan ruang lingkup manajemen keuangan, peran manajer keuangan, serta pengambilan keputusan investasi, pembiayaan, dan dividen. Selain itu, buku ajar ini membahas analisis laporan keuangan, perencanaan anggaran, manajemen risiko, struktur modal, biaya modal, hingga manajemen keuangan internasional. Di bagian akhir, buku ajar ini juga membahas isu-isu kontemporer seperti ESG, keuangan digital (fintech), dan keberlanjutan keuangan, sehingga menjadi referensi yang relevan dan aplikatif dalam menghadapi dinamika keuangan modern.

Semoga buku ajar ini dapat menginspirasi mahasiswa, dosen, dan praktisi untuk terus mengembangkan ilmu pengetahuan serta menerapkan prinsip-prinsip keuangan yang sehat, strategis, dan berkelanjutan dalam setiap pengambilan keputusan.

Salam Hangat,

Penulis

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	i
DAFTAR ISI	ii
ANALISIS INSTRUKSIONAL.....	vi
BAB I PENDAHULUAN MANAJEMEN KEUANGAN	1
A. Pengertian dan Ruang Lingkup Manajemen Keuangan	1
B. Tujuan Utama Manajemen Keuangan	5
C. Peran Manajer Keuangan dalam Organisasi.....	8
D. Fungsi-Fungsi Utama: Keputusan Investasi, Pembiayaan dan Dividen.....	11
E. Hubungan Manajemen Keuangan dengan Disiplin Lain...	14
F. Soal Latihan.....	17
BAB II LINGKUNGAN DAN KERANGKA TEORITIS KEUANGAN	19
A. Sistem Keuangan dan Pasar Modal	19
B. Lembaga Keuangan dan Instrumen Pasar.....	23
C. Prinsip-Prinsip Keuangan Modern: <i>Time Value Of Money</i>	26
D. Etika dalam Pengambilan Keputusan Keuangan.....	29
E. Teori Keagenan dan Konflik Kepentingan	32
F. Soal Latihan.....	35
BAB III ANALISIS LAPORAN KEUANGAN DAN KINERJA... 37	
A. Laporan Keuangan Dasar (Neraca, Laba Rugi, Arus Kas) .	37
B. Rasio Keuangan: Likuiditas, Solvalibilitas, Rentabilitas ..	40
C. Analisis Tren Benchmarking	43
D. Interpretasi dan Implikasi Terhadap Keputusan Manajerial	45
E. Indikator Analisis Laporan Keuangan dan Kinerja	48
F. Soal Latihan.....	51

BAB IV PERENCANAAN DAN PENGANGGARAN KEUANGAN

.....	53
A. Proses Perencanaan Keuangan Jangka Pendek dan Panjang	53
B. Penyusunan Anggaran Modal.....	56
C. <i>Forecasting</i> dan Proyeksi Keuangan.....	59
D. Pengelolaan Modal Kerja	61
E. Pengelolaan Modal Kerja	64
F. Soal Latihan.....	67

BAB V MANAJEMEN INVESTASI DAN ANALISIS PROYEK 69

A. Konsep Nilai Waktu Uang (TVM) dalam Investasi	69
B. Kriteria Evaluasi Investasi: NPV, IRR, Payback, PI.....	72
C. Risiko dan Ketidakpastian dalam Investasi	75
D. Analisis Sensitivitas dan Simulasi.....	78
E. Studi Kelayakan Investasi (Studi Kasus).....	79
F. Indikator Manajemen Investasi dan Analisis Proyek	82
G. Soal Latihan.....	84

BAB VI STRUKTUR MODAL DAN KEPUTUSAN

PEMBIAYAAN.....	87
A. Teori Struktur Modal: Tradisional, Mm, <i>Pecking Order</i> , <i>Trade-Off</i>	87
B. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	89
C. Sumber Pendanaan: Internal dan Eksternal	91
D. Leverage Operasi dan Leverage Keuangan	92
E. Penentuan Struktur Modal Optimal.....	94
F. Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan.....	96
G. Soal Latihan.....	98

BAB VII BIAYA MODAL (*COST OF CAPITAL*) 99

A. Pengertian dan Komponen <i>Cost Of Capital</i>	99
B. Perhitungan <i>Cost Of Debt</i> , <i>Cost Of Equity</i> , dan WACC .	104
C. Hubungan <i>Cost Of Capital</i> dengan Keputusan Investasi	107
D. Dampak Risiko dan Pajak terhadap <i>Cost Of Capital</i>	110
E. Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan....	112
F. Soal Latihan.....	115

BAB VIII MANAJEMEN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN

DISTRIBUSI LABA	117
A. Kebijakan Dividen: Teori Relevansi dan Irrelevansi.....	117
B. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen..	121
C. Jenis-Jenis Dividen dan Mekanisme Pembayaran.....	124
D. Model-Model Kebijakan Dividen (Lintner, Residual, Dll.)	128
E. Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham.....	132
F. Indikator Manajemen Dividen dan Kebijakan Distribusi Laba	136
G. Soal Latihan.....	138

BAB IX MANAJEMEN MODAL KERJA 139

A. Konsep dan Pentingnya Modal Kerja.....	139
B. Pengelolaan Kas, Piutang, Persediaan	141
C. Siklus Konversi Kas dan Perputaran Modal Kerja.....	144
D. Strategi Pendanaan Modal Kerja	149
E. Indikator Manajemen Modal Kerja	153
F. Soal Latihan.....	158

BAB X RISIKO KEUANGAN DAN MANAJEMEN RISIKO.... 159

A. Jenis Risiko dalam Keuangan Perusahaan.....	159
B. Pengukuran Risiko dan <i>Expected Return</i>	163
C. Diversifikasi dan Portofolio Efisien	166
D. Penggunaan Derivatif untuk Lindungi Nilai (<i>Hedging</i>)..	170
E. <i>Value At Risk</i> (VaR) dan Manajemen Risiko Korporat...	174
F. Indikator Risiko Keuangan dan Manajemen Risiko.....	178
G. Soal Latihan.....	183

BAB XI MANAJEMEN KEUANGAN INTERNASIONAL..... 184

A. Lingkungan Keuangan Global dan Nilai Tukar.....	184
B. Risiko Valuta Asing dan Manajemen Risiko Kurs.....	188
C. Sumber Pendanaan Nasional	192
D. Investasi Lintas Negara dan Multinasional	196
E. <i>Transfer Pricing</i> dan Perpajakan Internasional	199
F. Indikator Manajemen Keuangan Internasional.....	202

G.	Soal Latihan.....	205
----	-------------------	-----

BAB XII ISU KONTEMPORER DALAM MANAJEMEN

KEUANGAN	207
-----------------------	------------

A.	ESG (<i>Environmental, Social, Governance</i>) dalam Keuangan	207
B.	Fintech dan Keuangan Digital	210
C.	<i>Sustainable Finance</i> dan <i>Green Investment</i>	214
D.	<i>Corporate Governance</i> dan Transparansi Keuangan	218
E.	Analisis <i>Big Data</i> dalam Keuangan Modern	221
F.	Indikator Isu Kontemporer dalam Manajemen Keuangan	225
G.	Soal Latihan.....	227

DAFTAR PUSTAKA	229
-----------------------------	------------

GLOSARIUM	243
------------------------	------------

INDEKS	245
---------------------	------------

BIOGRAFI PENULIS.....	249
------------------------------	------------

ANALISIS INSTRUKSIONAL

No	Kemampuan Akhir yang Diharapkan	Indikator
1	Mampu memahami terkait dengan pengertian dan ruang lingkup manajemen keuangan, memahami tujuan utama manajemen keuangan, memahami peran manajer keuangan dalam organisasi, memahami fungsi-fungsi utama: keputusan investasi, pembiayaan dan dividen, serta memahami hubungan manajemen keuangan dengan disiplin lain. Sehingga pembaca dapat memiliki fondasi yang kuat untuk mendalami topik lanjutan dalam manajemen keuangan secara kritis dan aplikatif.	<ul style="list-style-type: none">• Pengertian dan Ruang Lingkup Manajemen Keuangan• Tujuan Utama Manajemen Keuangan• Peran Manajer Keuangan dalam Organisasi• Fungsi-Fungsi Utama: Keputusan Investasi, Pembiayaan dan Dividen• Hubungan Manajemen Keuangan dengan Disiplin Lain
2	Mampu memahami terkait dengan sistem keuangan dan pasar modal, memahami lembaga keuangan dan instrumen pasar, memahami prinsip-prinsip keuangan modern: <i>time value of money</i> , memahami etika dalam pengambilan keputusan keuangan, serta memahami teori keagenan dan konflik kepentingan. Sehingga pembaca dapat memiliki landasan konseptual dan praktis yang kuat dalam mengelola keuangan	<ul style="list-style-type: none">• Sistem Keuangan dan Pasar Modal• Lembaga Keuangan dan Instrumen Pasar• Prinsip-Prinsip Keuangan Modern: <i>Time Value Of Money</i>• Etika dalam Pengambilan Keputusan Keuangan• Teori Keagenan dan Konflik Kepentingan

	secara strategis dan etis dalam dunia bisnis yang dinamis.	
3	Mampu memahami terkait dengan laporan keuangan dasar (neraca, laba rugi, arus kas), memahami rasio keuangan: likuiditas, solvabilitas, rentabilitas, memahami analisis tren benchmarking, memahami interpretasi dan implikasi terhadap keputusan manajerial, serta memahami indikator analisis laporan keuangan dan kinerja. Sehingga pembaca dapat memiliki keterampilan analitis yang kuat dalam membaca, menafsirkan, dan mengevaluasi informasi keuangan secara menyeluruh.	<ul style="list-style-type: none"> • Laporan Keuangan Dasar (Neraca, Laba Rugi, Arus Kas) • Rasio Keuangan: Likuiditas, Solvabilitas, Rentabilitas • Analisis Tren Benchmarking • Interpretasi dan Implikasi Terhadap Keputusan Manajerial • Indikator Analisis Laporan Keuangan dan Kinerja
4	Mampu memahami terkait dengan proses perencanaan keuangan jangka pendek dan panjang, memahami penyusunan anggaran modal, memahami <i>forecasting</i> dan proyeksi keuangan, memahami pengelolaan modal kerja, serta memahami pengelolaan modal kerja. Sehingga pembaca dapat memiliki keterampilan yang komprehensif dalam merencanakan dan mengelola keuangan perusahaan secara optimal, adaptif, dan berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang.	<ul style="list-style-type: none"> • Proses Perencanaan Keuangan Jangka Pendek dan Panjang • Penyusunan Anggaran Modal • <i>Forecasting</i> dan Proyeksi Keuangan • Pengelolaan Modal Kerja • Pengelolaan Modal Kerja
5	Mampu memahami terkait dengan konsep nilai waktu uang (TVM) dalam investasi, memahami kriteria evaluasi investasi: NPV, IRR, payback, PI, memahami risiko dan	<ul style="list-style-type: none"> • Konsep Nilai Waktu Uang (TVM) dalam Investasi • Kriteria Evaluasi Investasi: NPV, IRR, Payback, PI

	<p>ketidakpastian dalam investasi, memahami analisis sensitivitas dan simulasi, memahami studi kelayakan investasi (studi kasus), serta memahami indikator manajemen investasi dan analisis proyek. Sehingga pembaca dapat memiliki kompetensi untuk menilai kelayakan dan keberlanjutan investasi secara objektif, serta menyusun rekomendasi strategis yang berbasis data dan analisis risiko.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Risiko dan Ketidakpastian dalam Investasi • Analisis Sensitivitas dan Simulasi • Studi Kelayakan Investasi (Studi Kasus) • Indikator Manajemen Investasi dan Analisis Proyek
6	<p>Mampu memahami terkait dengan teori struktur modal: tradisional, mm, <i>pecking order</i>, <i>trade-off</i>, memahami pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, memahami sumber pendanaan: internal dan eksternal, memahami leverage operasi dan leverage keuangan, memahami penentuan struktur modal optimal, serta memahami indikator struktur modal dan keputusan pembiayaan. Sehingga pembaca dapat merancang strategi pembiayaan yang tepat dan seimbang, mempertimbangkan teori-teori struktur modal serta kondisi keuangan dan operasional perusahaan.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Teori Struktur Modal: Tradisional, Mm, <i>Pecking Order</i>, <i>Trade-Off</i> • Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan • Sumber Pendanaan: Internal dan Eksternal • Leverage Operasi dan Leverage Keuangan • Penentuan Struktur Modal Optimal • Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan
7	<p>Mampu memahami terkait dengan pengertian dan komponen <i>cost of capital</i>, memahami perhitungan <i>cost of debt</i>, <i>cost of equity</i>, dan WACC, memahami hubungan <i>cost of capital</i> dengan keputusan investasi, memahami dampak risiko dan pajak terhadap <i>cost of capital</i>, serta memahami indikator struktur modal dan</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Pengertian dan Komponen <i>Cost Of Capital</i> • Perhitungan <i>Cost Of Debt</i>, <i>Cost Of Equity</i>, dan WACC • Hubungan <i>Cost Of Capital</i> dengan Keputusan Investasi

	<p>keputusan pembiayaan. Sehingga pembaca dapat memberikan rekomendasi strategi pembiayaan yang tepat, efisien, dan mendukung pencapaian nilai perusahaan yang optimal dalam jangka panjang.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Dampak Risiko dan Pajak terhadap <i>Cost Of Capital</i> • Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan
8	<p>Mampu memahami terkait dengan kebijakan dividen: teori relevansi dan irrelevansi, memahami faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, memahami jenis-jenis dividen dan mekanisme pembayaran, memahami model-model kebijakan dividen (Lintner, residual, dll.), memahami dampak kebijakan dividen terhadap harga saham, serta memahami indikator manajemen dividen dan kebijakan distribusi laba. Sehingga pembaca dapat mampu merancang kebijakan dividen yang seimbang, mempertimbangkan keberlanjutan bisnis, serta menciptakan nilai optimal bagi pemegang saham.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kebijakan Dividen: Teori Relevansi dan Irrelevansi • Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen • Jenis-Jenis Dividen dan Mekanisme Pembayaran • Model-Model Kebijakan Dividen (Lintner, Residual, Dll.) • Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham • Indikator Manajemen Dividen dan Kebijakan Distribusi Laba
9	<p>Mampu memahami terkait dengan konsep dan pentingnya modal kerja, memahami pengelolaan kas, piutang, persediaan, memahami siklus konversi kas dan perputaran modal kerja, memahami strategi pendanaan modal kerja, serta memahami indikator manajemen modal kerja. Sehingga pembaca dapat mampu mengelola modal kerja secara optimal untuk mendukung kelangsungan dan pertumbuhan usaha</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Konsep dan Pentingnya Modal Kerja • Pengelolaan Kas, Piutang, Persediaan • Siklus Konversi Kas dan Perputaran Modal Kerja • Strategi Pendanaan Modal Kerja • Indikator Manajemen Modal Kerja

10	<p>Mampu memahami terkait dengan jenis risiko dalam keuangan perusahaan, memahami pengukuran risiko dan <i>expected return</i>, memahami diversifikasi dan portofolio efisien, memahami penggunaan derivatif untuk lindungi nilai (<i>hedging</i>), memahami <i>value at risk</i> (VaR) dan manajemen risiko korporat, serta memahami indikator risiko keuangan dan manajemen risiko. Sehingga pembaca dapat menilai tingkat risiko perusahaan dan menyusun strategi mitigasi yang sesuai guna menjaga stabilitas dan kelangsungan bisnis secara keseluruhan.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Jenis Risiko dalam Keuangan Perusahaan • Pengukuran Risiko dan <i>Expected Return</i> • Diversifikasi dan Portofolio Efisien • Penggunaan Derivatif untuk Lindungi Nilai (<i>Hedging</i>) • <i>Value At Risk</i> (VaR) dan Manajemen Risiko Korporat • Indikator Risiko Keuangan dan Manajemen Risiko
11	<p>Mampu memahami terkait dengan lingkungan keuangan global dan nilai tukar, memahami risiko valuta asing dan manajemen risiko kurs, memahami sumber pendanaan nasional, memahami investasi lintas negara dan multinasional, memahami <i>transfer pricing</i> dan perpajakan internasional, serta memahami indikator manajemen keuangan internasional. Sehingga pembaca dapat menguasai indikator manajemen keuangan internasional, pembaca dapat mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan global serta mengambil keputusan strategis yang adaptif terhadap dinamika pasar internasional.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Lingkungan Keuangan Global dan Nilai Tukar • Risiko Valuta Asing dan Manajemen Risiko Kurs • Sumber Pendanaan Nasional • Investasi Lintas Negara dan Multinasional • <i>Transfer Pricing</i> dan Perpajakan Internasional • Indikator Manajemen Keuangan Internasional
12	<p>Mampu memahami terkait dengan ESG (<i>environmental, social, governance</i>) dalam keuangan, memahami fintech dan</p>	<ul style="list-style-type: none"> • ESG (<i>Environmental, Social, Governance</i>) dalam Keuangan

<p>keuangan digital, memahami <i>sustainable finance</i> dan <i>green investment</i>, memahami <i>corporate governance</i> dan transparansi keuangan, memahami analisis <i>big data</i> dalam keuangan modern, serta memahami indikator isu kontemporer dalam manajemen keuangan. Sehingga pembaca dapat memiliki wawasan dan keterampilan analitis untuk merespons perkembangan mutakhir dalam dunia keuangan secara adaptif, strategis, dan berkelanjutan.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Fintech dan Keuangan Digital • <i>Sustainable Finance</i> dan <i>Green Investment</i> • <i>Corporate Governance</i> dan Transparansi Keuangan • Analisis <i>Big Data</i> dalam Keuangan Modern • Indikator Isu Kontemporer dalam Manajemen Keuangan
--	---

BAB I

PENDAHULUAN MANAJEMEN KEUANGAN

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan pengertian dan ruang lingkup manajemen keuangan, memahami tujuan utama manajemen keuangan, memahami peran manajer keuangan dalam organisasi, memahami fungsi-fungsi utama: keputusan investasi, pembiayaan dan dividen, serta memahami hubungan manajemen keuangan dengan disiplin lain. Sehingga pembaca dapat memiliki fondasi yang kuat untuk mendalami topik lanjutan dalam manajemen keuangan secara kritis dan aplikatif.

Materi Pembelajaran

- Pengertian dan Ruang Lingkup Manajemen Keuangan
- Tujuan Utama Manajemen Keuangan
- Peran Manajer Keuangan dalam Organisasi
- Fungsi-Fungsi Utama: Keputusan Investasi, Pembiayaan dan Dividen
- Hubungan Manajemen Keuangan dengan Disiplin Lain
- Soal Latihan

A. Pengertian dan Ruang Lingkup Manajemen Keuangan

1. Pengertian Manajemen Keuangan Menurut Para Ahli

Manajemen keuangan secara umum diartikan sebagai proses pengelolaan sumber daya keuangan suatu entitas, baik individu maupun organisasi, untuk mencapai tujuan tertentu secara efisien dan efektif. Dalam kerangka ilmu ekonomi modern, manajemen keuangan bukan hanya aktivitas teknis administratif, tetapi mencakup fungsi-fungsi strategis yang menentukan arah dan keberlanjutan organisasi. Menurut Weston dan Brigham (2010) dalam *Essentials of Managerial Finance*,

manajemen keuangan adalah kegiatan yang berkaitan dengan perencanaan, penganggaran, pemerolehan, pengelolaan, pengendalian, dan penyimpanan dana yang digunakan oleh organisasi, menekankan pentingnya keputusan keuangan dalam menciptakan nilai jangka panjang, terutama melalui alokasi modal, pengelolaan aset, dan pemilihan struktur pembiayaan yang tepat. Fokus utama dari manajemen keuangan modern adalah maksimalisasi nilai perusahaan, bukan sekadar pencapaian laba jangka pendek.

Keown, Martin, Petty, dan Scott (2005) dalam *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management* menekankan tiga keputusan utama dalam manajemen keuangan, yakni keputusan investasi, keputusan pembiayaan, dan keputusan dividen, menjelaskan bahwa manajemen keuangan harus mampu mengidentifikasi dan mengelola risiko, serta menentukan struktur modal yang dapat mendukung strategi pertumbuhan perusahaan. Pengertian ini menegaskan bahwa fungsi keuangan merupakan elemen integral dalam keseluruhan strategi bisnis. Sedangkan Van Horne dan Wachowicz (2009) dalam *Fundamentals of Financial Management* menyatakan bahwa manajemen keuangan merupakan kegiatan yang bertujuan untuk mengelola arus kas masuk dan keluar serta aset perusahaan agar mencapai tujuan utama, yaitu memaksimalkan kekayaan pemilik atau pemegang saham. Menurutnya, manajer keuangan harus mampu membuat keputusan berdasarkan prinsip nilai waktu uang (*time value of money*), hubungan risiko dan imbal hasil, serta pertimbangan nilai tambah dari setiap kegiatan investasi.

2. Ruang Lingkup Manajemen Keuangan

Ruang lingkup manajemen keuangan dapat diklasifikasikan ke dalam tiga kategori utama sebagaimana diuraikan oleh Keown *et al.* (2005) dan diperkuat oleh Brigham dan Houston (2011) dalam *Fundamentals of Financial Management*. Ketiga ruang lingkup ini mencerminkan keseluruhan fungsi utama dalam kegiatan keuangan perusahaan, yakni:

a. Keputusan Investasi (*Capital Budgeting*)

Keputusan investasi berkaitan dengan bagaimana perusahaan mengalokasikan sumber daya ke dalam berbagai proyek atau aset produktif untuk menghasilkan keuntungan di masa depan. Dalam jangka panjang, keputusan ini berpengaruh

signifikan terhadap struktur aset perusahaan dan arus kas yang dihasilkan. Menurut Brigham dan Houston (2011), keputusan investasi melibatkan penilaian atas kelayakan proyek melalui berbagai teknik seperti *Net Present Value* (NPV), *Internal Rate of Return* (IRR), dan analisis arus kas diskonto. Keputusan ini juga harus mempertimbangkan faktor risiko, nilai waktu uang, serta ekspektasi pasar. Van Horne (2009) menekankan bahwa penilaian proyek investasi harus memperhitungkan proyeksi pendapatan, biaya modal, dan umur proyek. Keputusan investasi tidak hanya dilakukan sekali saja, melainkan berkelanjutan dan bersifat strategis dalam pengembangan bisnis perusahaan, termasuk investasi dalam teknologi, aset tetap, atau bahkan akuisisi.

b. Keputusan Pembiayaan (*Financing Decision*)

Keputusan pembiayaan berkenaan dengan bagaimana perusahaan memperoleh dana untuk membiayai aktivitas investasinya. Hal ini menyangkut pemilihan antara sumber dana internal (laba ditahan) dan sumber dana eksternal (utang atau ekuitas). Menurut teori struktur modal yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller dalam jurnal klasik (1958), dalam pasar yang efisien, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Namun, dalam praktiknya, perusahaan harus mempertimbangkan faktor-faktor seperti biaya modal, risiko kebangkrutan, pajak, dan asimetri informasi. Keown *et al.* (2005) menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal akan meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dan memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pemilihan kombinasi antara utang dan ekuitas harus mempertimbangkan fleksibilitas, kontrol, dan kestabilan arus kas perusahaan. Dalam konteks modern, instrumen pembiayaan telah berkembang lebih kompleks, termasuk penerbitan obligasi konversi, *leasing*, *crowdfunding*, serta pembiayaan berbasis ekuitas ventura.

c. Keputusan Dividen (*Dividend Decision*)

Keputusan dividen adalah kebijakan perusahaan terkait dengan distribusi laba kepada pemegang saham, baik dalam bentuk dividen tunai, dividen saham, atau pembelian kembali saham (*buyback*). Keputusan ini penting karena mempengaruhi struktur modal, sinyal pasar, dan persepsi investor. Lintner

(1956) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa perusahaan cenderung mempertahankan tingkat dividen yang stabil dan hanya menaikannya jika laba diyakini akan bertahan. Kebijakan ini dipengaruhi oleh ekspektasi investor, kebutuhan reinvestasi perusahaan, serta kondisi pasar. Van Horne (2009) menjelaskan bahwa kebijakan dividen yang efektif harus mempertimbangkan *trade-off* antara laba yang dibagikan dan laba yang ditahan untuk investasi masa depan. Jika perusahaan terlalu agresif dalam membagikan dividen, bisa mengurangi kemampuan ekspansi. Sebaliknya, jika dividen terlalu kecil, investor mungkin kehilangan kepercayaan. Dalam perspektif keuangan modern, kebijakan dividen juga berperan sebagai alat komunikasi antara manajemen dan investor. Perubahan pola pembayaran dividen sering ditafsirkan sebagai sinyal atas kondisi dan prospek perusahaan.

3. Transformasi Manajemen Keuangan dalam Konteks Global dan Teknologi

Seiring perkembangan globalisasi, deregulasi pasar modal, dan kemajuan teknologi informasi, manajemen keuangan telah mengalami transformasi signifikan dalam dua dekade terakhir. Tidak hanya fungsi dasarnya yang diperluas, tetapi juga pendekatan, instrumen, dan lingkungan operasionalnya. Menurut Gitman dan Zutter (2012) dalam *Principles of Managerial Finance*, pendekatan modern terhadap manajemen keuangan menempatkan perusahaan dalam lingkungan bisnis global yang kompleks, di mana keputusan keuangan harus mempertimbangkan nilai tukar, risiko politik, perbedaan hukum, serta variasi sistem perpajakan. Selain itu, digitalisasi keuangan turut memengaruhi ruang lingkup manajemen keuangan. Otomatisasi laporan keuangan, pemanfaatan *big data* dalam prediksi arus kas, penggunaan *blockchain* dalam pelacakan transaksi, dan pemanfaatan algoritma dalam pengelolaan portofolio adalah beberapa contoh transformasi teknologi yang kini menjadi bagian tak terpisahkan dari praktik manajemen keuangan modern.

Gambar 1. *Big Data*



Sumber: *Dqlab*

Van Horne dan Wachowicz (2009) menegaskan pentingnya adaptasi terhadap perkembangan teknologi dan globalisasi dalam menjaga keunggulan kompetitif perusahaan. Oleh karena itu, peran manajer keuangan kini juga mencakup kemampuan analitis, pemahaman akan teknologi informasi, serta keterampilan komunikasi yang kuat untuk menyampaikan implikasi keputusan keuangan kepada pemangku kepentingan yang lebih luas. Transformasi ini juga membawa tantangan baru, termasuk keamanan data, ketidakpastian geopolitik, dan tekanan terhadap transparansi keuangan yang lebih tinggi. Semua aspek ini memperluas ruang lingkup manajemen keuangan dan menuntut pendekatan yang lebih interdisipliner.

B. Tujuan Utama Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan memiliki peran sentral dalam menentukan arah, strategi, dan keberhasilan suatu organisasi atau perusahaan. Tujuan utama dari manajemen keuangan bukan hanya mengatur keluar-masuknya dana, tetapi lebih jauh menitikberatkan pada bagaimana kegiatan keuangan tersebut menghasilkan nilai yang maksimal bagi perusahaan dan pemiliknya. Dalam konteks modern, tujuan ini dibingkai dalam kerangka nilai jangka panjang dan keberlanjutan.

1. Maksimalisasi Nilai Perusahaan (*Shareholder Wealth Maximization*)

Tujuan paling fundamental dari manajemen keuangan menurut teori modern adalah memaksimalkan nilai perusahaan atau lebih tepatnya memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*shareholder wealth maximization*). Menurut Brigham dan Houston (2011) dalam *Fundamentals of Financial Management*, maksimalisasi nilai saham adalah indikator utama keberhasilan manajemen keuangan, karena nilai saham mencerminkan persepsi pasar atas profitabilitas, risiko, dan prospek perusahaan di masa depan. Berbeda dengan pendekatan lama yang menekankan pada maksimalisasi laba, pendekatan modern lebih memperhatikan arus kas yang dihasilkan, waktu penerimaan kas, dan risiko yang melekat. Laba bisa dimanipulasi secara akuntansi, sedangkan arus kas dan nilai pasar saham lebih mencerminkan kondisi sebenarnya dari kinerja keuangan perusahaan.

Pada kerangka teori Modigliani dan Miller (1958), disebutkan bahwa nilai perusahaan dalam pasar yang sempurna tidak tergantung pada struktur modalnya, tetapi pada profitabilitas proyek dan kemampuan menghasilkan arus kas bersih. Oleh karena itu, fungsi manajer keuangan adalah mengidentifikasi investasi yang menciptakan nilai dan mengelola sumber daya secara efisien untuk mengoptimalkan harga saham di pasar. Van Horne dan Wachowicz (2009) juga menyebut bahwa manajemen keuangan modern memprioritaskan penciptaan nilai jangka panjang daripada sekadar keuntungan sesaat, menekankan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kualitas keputusan manajemen, kestabilan keuangan, manajemen risiko, dan hubungan yang sehat dengan pemangku kepentingan. Lebih lanjut, Keown *et al.* (2005) menegaskan bahwa tujuan maksimalisasi nilai bukanlah tujuan egoistis, melainkan menciptakan mekanisme disiplin pasar yang adil. Jika manajemen gagal menciptakan nilai, pasar modal akan merespons secara negatif, yang tercermin dalam penurunan harga saham dan hilangnya kepercayaan investor.

2. Pengelolaan Risiko Keuangan Secara Strategis

Pada manajemen keuangan modern, pengelolaan risiko menjadi tujuan utama yang tidak bisa diabaikan. Keputusan keuangan tidak hanya berdasar pada potensi keuntungan, tetapi juga pada tingkat risiko yang harus dihadapi perusahaan. Menurut Gitman dan Zutter (2012) dalam

Principles of Managerial Finance, manajemen keuangan harus dapat mengidentifikasi, mengukur, dan mengendalikan berbagai jenis risiko, seperti risiko pasar, risiko kredit, risiko operasional, risiko likuiditas, hingga risiko reputasi. Perusahaan yang tidak mengelola risiko dengan baik berpotensi mengalami krisis keuangan yang membahayakan kelangsungan bisnis. Misalnya, dalam keputusan investasi, manajemen harus mempertimbangkan apakah suatu proyek akan menghasilkan arus kas yang cukup dan stabil, atau justru berisiko tinggi dan sulit diprediksi. Dalam hal ini, teknik analisis sensitivitas, analisis skenario, dan simulasi Monte Carlo sering digunakan untuk memperkirakan dampak risiko terhadap hasil keuangan.

Brigham dan Ehrhardt (2011) dalam *Financial Management: Theory and Practice* menjelaskan bahwa manajemen risiko keuangan juga mencakup strategi lindung nilai (*hedging*) menggunakan derivatif seperti kontrak futures, opsi, dan swap. Tujuannya bukan untuk menghindari semua risiko, tetapi untuk mengelola dan menyeimbangkan risiko agar tetap dalam batas toleransi yang dapat diterima perusahaan. Dalam praktiknya, perusahaan global juga menghadapi risiko nilai tukar dan risiko suku bunga yang sangat memengaruhi biaya pembiayaan dan laba bersih. Oleh karena itu, manajer keuangan harus memiliki pemahaman mendalam terhadap dinamika makroekonomi dan instrumen manajemen risiko agar dapat mengambil keputusan secara rasional dan berbasis data.

3. Menjaga Likuiditas dan Profitabilitas yang Seimbang

Tujuan penting lainnya dari manajemen keuangan adalah menjaga keseimbangan antara likuiditas dan profitabilitas. Kedua hal ini sering kali memiliki hubungan yang saling bertentangan: fokus pada likuiditas bisa mengorbankan keuntungan, sedangkan fokus pada keuntungan bisa meningkatkan risiko kekurangan dana. Van Horne dan Wachowicz (2009) menegaskan bahwa likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, seperti membayar utang dagang, gaji karyawan, dan kewajiban operasional lainnya. Tanpa likuiditas yang cukup, perusahaan bisa mengalami kebangkrutan meskipun secara profitabilitas terlihat baik. Namun, menyimpan terlalu banyak kas juga tidak efisien karena kas tidak menghasilkan imbal hasil yang tinggi. Oleh karena itu, manajer keuangan harus mampu menyusun strategi pengelolaan modal kerja

yang optimal, termasuk pengelolaan piutang, persediaan, dan utang jangka pendek. Ini sesuai dengan yang dijelaskan oleh Keown *et al.* (2005) mengenai pentingnya manajemen aset lancar sebagai bagian dari strategi keuangan menyeluruh.

Profitabilitas adalah ukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari operasi bisnisnya. Profitabilitas penting untuk pertumbuhan, pembiayaan internal, dan daya saing perusahaan. Tanpa profitabilitas, perusahaan tidak memiliki sumber daya untuk reinvestasi dan akan sulit menarik investor. Menurut Brigham dan Houston (2011), peran manajer keuangan adalah menyeimbangkan kedua aspek ini melalui perencanaan arus kas, peramalan keuangan, dan pengelolaan aset serta kewajiban jangka pendek dan panjang. Penggunaan rasio-rasio keuangan seperti current ratio, quick ratio, ROE, dan ROA juga membantu dalam menilai dan memantau keseimbangan ini secara periodik.

C. Peran Manajer Keuangan dalam Organisasi

Pada struktur organisasi modern, peran manajer keuangan tidak lagi sekadar pencatat transaksi atau penyusun laporan keuangan. Manajer keuangan kini berperan strategis dalam mendukung pengambilan keputusan jangka panjang, mengelola sumber daya, serta memastikan keberlangsungan dan pertumbuhan organisasi. Peran ini mencakup fungsi evaluatif, perencanaan, pengambilan keputusan investasi dan pendanaan, serta pengelolaan risiko. Seiring dengan kompleksitas bisnis dan persaingan global, kemampuan manajer keuangan dalam memahami dan menerapkan prinsip-prinsip keuangan menjadi sangat vital bagi kesuksesan organisasi.

1. Perencana Strategis dan Pengambil Keputusan Investasi

Peran pertama dan paling utama dari manajer keuangan adalah sebagai perencana strategis dan pengambil keputusan investasi. Dalam konteks ini, manajer keuangan bertugas merancang arah keuangan jangka panjang organisasi, termasuk menetapkan tujuan pertumbuhan, struktur modal, dan strategi investasi aset tetap maupun aset tidak berwujud. Menurut Brigham dan Houston (2011) dalam *Fundamentals of Financial Management*, salah satu tugas utama manajer keuangan adalah mengevaluasi peluang investasi berdasarkan potensi

pengembalian dan risiko yang melekat, menggunakan teknik analisis kelayakan investasi seperti *Net Present Value* (NPV), *Internal Rate of Return* (IRR), dan *Payback Period* untuk memastikan bahwa dana yang dimiliki dialokasikan secara efisien ke proyek-proyek yang bernilai tambah tinggi.

Gitman dan Zutter (2012) menegaskan bahwa manajer keuangan harus memiliki keterampilan proyeksi dan peramalan (*forecasting*) untuk memperkirakan kebutuhan modal masa depan, baik untuk ekspansi bisnis maupun kebutuhan operasional. Dalam proses ini, menggunakan analisis tren, proyeksi pendapatan dan biaya, serta berbagai skenario ekonomi guna merancang strategi yang adaptif. Perencanaan strategis yang dilakukan oleh manajer keuangan juga mencakup pengambilan keputusan terkait diversifikasi investasi, akuisisi, dan ekspansi internasional. Dengan mempertimbangkan fluktuasi nilai tukar, suku bunga global, serta risiko politik dan ekonomi, manajer keuangan berperan sebagai penghubung antara strategi bisnis dan realitas pasar global.

2. Pengelola Sumber Daya Keuangan dan Struktur Modal

Peran kedua adalah sebagai pengelola sumber daya keuangan yang bertanggung jawab atas efisiensi struktur modal dan optimalisasi pembiayaan. Struktur modal mengacu pada proporsi antara utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai operasi dan investasi perusahaan. Van Horne dan Wachowicz (2009) menyatakan bahwa keputusan struktur modal adalah salah satu keputusan paling kompleks yang harus diambil manajer keuangan karena melibatkan pertimbangan biaya modal, risiko keuangan, serta dampak terhadap kendali manajerial. Dalam praktiknya, manajer keuangan harus memutuskan kapan harus menggunakan utang jangka pendek, utang jangka panjang, atau menerbitkan saham baru. Keown *et al.* (2005) menjelaskan bahwa manajer keuangan memiliki tanggung jawab penting dalam menjaga keseimbangan antara risiko dan pengembalian.

Penggunaan utang yang berlebihan, meskipun dapat meningkatkan pengembalian ekuitas melalui *leverage*, juga dapat memperbesar risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, harus mempertimbangkan *cost of debt*, *cost of equity*, dan *weighted average cost of capital* (WACC) sebelum mengambil keputusan pembiayaan. Selain itu, manajer keuangan juga harus memastikan pengelolaan modal

kerja (*working capital*) dilakukan secara efisien. Ini mencakup pengelolaan kas, piutang usaha, persediaan, dan kewajiban lancar. Manajemen modal kerja yang buruk dapat menyebabkan likuiditas terganggu dan menurunkan kepercayaan pemangku kepentingan. Brigham dan Ehrhardt (2011) menambahkan bahwa dalam organisasi multinasional, manajer keuangan juga mengelola struktur pembiayaan internasional, termasuk transfer harga, optimasi pajak lintas negara, dan perlindungan terhadap risiko mata uang asing.

3. Pelindung Nilai dan Manajer Risiko Korporat

Peran ketiga dari manajer keuangan dalam organisasi adalah sebagai pelindung nilai perusahaan (*value guardian*) dan manajer risiko korporat. Perusahaan modern tidak hanya harus menciptakan nilai, tetapi juga harus mampu mempertahankan nilai tersebut di tengah berbagai tantangan eksternal dan ketidakpastian. Menurut Gitman dan Zutter (2012), manajer keuangan bertugas mengidentifikasi dan mengelola berbagai jenis risiko yang berpotensi mengganggu kelangsungan usaha, seperti risiko pasar, risiko operasional, risiko kredit, risiko likuiditas, serta risiko hukum dan regulasi, harus merancang sistem pengendalian internal, kebijakan manajemen risiko, dan strategi diversifikasi yang tepat. Brigham dan Houston (2011) menyebutkan bahwa dalam manajemen risiko keuangan, penggunaan instrumen derivatif seperti *options*, *futures*, dan *swaps* menjadi bagian integral dari aktivitas perlindungan nilai (*hedging*). Manajer keuangan perlu memahami instrumen ini untuk mengurangi eksposur terhadap fluktuasi suku bunga dan nilai tukar.

Sebagai bagian dari tanggung jawabnya dalam menjaga reputasi dan nilai perusahaan, manajer keuangan juga berperan dalam transparansi pelaporan keuangan, kepatuhan terhadap peraturan, serta komunikasi efektif dengan investor. Bekerja sama dengan auditor internal, tim hukum, dan dewan direksi untuk memastikan tata kelola perusahaan yang baik. Dalam perspektif *Agency Theory* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), manajer keuangan juga harus menjaga keseimbangan antara kepentingan manajerial dan kepentingan pemilik modal. Peran pengawasan ini menjadi penting untuk menghindari konflik kepentingan dan memastikan bahwa keputusan keuangan diambil berdasarkan kepentingan jangka panjang perusahaan. Peran manajer keuangan sebagai pengelola risiko dan

pelindung nilai menempatkannya pada posisi yang sangat strategis, bukan hanya dalam operasional keuangan, tetapi dalam membentuk budaya risiko yang sehat, resiliensi organisasi, dan daya tahan terhadap krisis.

D. Fungsi-Fungsi Utama: Keputusan Investasi, Pembiayaan dan Dividen

Manajemen keuangan modern memandang keputusan-keputusan keuangan bukan hanya sebagai tindakan administratif, tetapi sebagai inti dari strategi bisnis yang menentukan arah dan keberlangsungan perusahaan. Terdapat tiga fungsi utama yang menjadi poros dalam manajemen keuangan, yaitu keputusan investasi, keputusan pembiayaan, dan keputusan dividen. Ketiga fungsi ini dikenal sebagai *financial decision triad* dan saling berkaitan satu sama lain dalam membentuk struktur keuangan yang sehat dan berkelanjutan. Masing-masing keputusan tersebut memiliki karakteristik, tujuan, risiko, serta implikasi tersendiri terhadap nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham.

1. Keputusan Investasi: Menentukan Alokasi Aset Secara Optimal

Keputusan investasi mencakup penentuan bagaimana dana perusahaan digunakan dalam berbagai aset dan proyek, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Keputusan ini menjadi pusat dari penciptaan nilai perusahaan, karena dari sinilah pertumbuhan masa depan dapat direncanakan dan diukur. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), keputusan investasi adalah proses mengalokasikan modal pada proyek-proyek yang memberikan tingkat pengembalian yang melebihi biaya modalnya. Pengambilan keputusan investasi biasanya menggunakan alat bantu seperti *Net Present Value (NPV)*, *Internal Rate of Return (IRR)*, *Profitability Index*, dan *Payback Period*. Tujuannya adalah untuk memilih proyek yang memberikan *value maximization* bagi pemegang saham. Gitman dan Zutter (2012) menyebutkan bahwa keputusan investasi bukan hanya terbatas pada investasi fisik seperti pembelian mesin atau pembangunan pabrik, tetapi juga mencakup investasi dalam bentuk *research and development*, sumber daya manusia, dan pengembangan teknologi informasi, yang kerap disebut sebagai *intangible assets*.

Keputusan investasi tidak hanya melihat potensi keuntungan, tetapi juga memperhitungkan risiko proyek. Hal ini menuntut kemampuan manajer keuangan untuk melakukan analisis sensitivitas, analisis skenario, dan manajemen risiko proyek. Investasi dalam lingkungan global yang kompetitif dan dinamis juga memerlukan pertimbangan risiko negara, nilai tukar, dan stabilitas makroekonomi. Van Horne dan Wachowicz (2009) menekankan bahwa keberhasilan keputusan investasi bergantung pada kualitas informasi yang digunakan serta keberanian mengambil risiko yang terukur. Oleh karena itu, investasi yang baik haruslah sejalan dengan strategi jangka panjang perusahaan dan mampu memberikan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan.

2. Keputusan Pembiayaan: Membangun Struktur Modal yang Efisien

Keputusan pembiayaan berkaitan dengan bagaimana perusahaan memperoleh dana untuk mendanai investasi dan operasionalnya. Keputusan ini meliputi penentuan komposisi modal sendiri dan modal pinjaman yang akan digunakan dalam struktur modal perusahaan. Menurut Keown *et al.* (2005), keputusan pembiayaan memerlukan pemahaman mendalam terhadap *cost of capital* dan bagaimana struktur modal memengaruhi nilai perusahaan. Tujuannya adalah untuk memilih kombinasi sumber dana yang dapat meminimalkan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dan sekaligus memaksimalkan nilai perusahaan. Brigham dan Houston (2011) mengemukakan bahwa struktur modal yang optimal adalah keseimbangan antara utang dan ekuitas yang memungkinkan perusahaan meningkatkan laba per saham tanpa mengambil risiko berlebihan. Penggunaan utang dapat memberikan *tax shield* karena bunga utang dapat mengurangi beban pajak, namun penggunaan utang yang terlalu besar meningkatkan risiko kebangkrutan (*financial distress*).

Terdapat dua pendekatan dalam keputusan pembiayaan: pertama, *pecking order theory*, yang mengusulkan bahwa perusahaan lebih memilih pembiayaan internal sebelum eksternal; dan kedua, *trade-off theory*, yang menimbang manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Manajer keuangan perlu memilih pendekatan mana yang lebih sesuai dengan kondisi internal perusahaan dan lingkungan eksternal. Van Horne dan Wachowicz (2009) menyarankan bahwa fleksibilitas

pembiayaan juga harus dipertimbangkan dalam keputusan pembiayaan. Perusahaan harus tetap memiliki ruang untuk mengakses sumber dana tambahan ketika dibutuhkan, baik melalui pasar modal, pinjaman bank, maupun penerbitan obligasi. Dalam konteks global, keputusan pembiayaan juga dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal seperti suku bunga internasional, kondisi pasar modal global, serta peringkat kredit perusahaan. Oleh karena itu, keputusan pembiayaan menuntut pemahaman luas dan pendekatan yang adaptif terhadap perubahan lingkungan.

3. Keputusan Dividen: Menentukan Kebijakan Pembagian Laba

Keputusan dividen berhubungan dengan seberapa besar laba yang dihasilkan perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dan seberapa besar yang akan ditahan sebagai laba ditahan untuk investasi kembali. Kebijakan dividen yang efektif dapat memengaruhi persepsi investor, struktur modal, serta nilai saham perusahaan di pasar. Menurut Gitman dan Zutter (2012), kebijakan dividen dapat dibagi menjadi beberapa bentuk: dividen tetap, dividen variabel, dividen residual, dan stock dividend. Pemilihan jenis kebijakan ini bergantung pada strategi keuangan perusahaan dan ekspektasi pemegang saham. Brigham dan Ehrhardt (2011) menyebutkan bahwa keputusan dividen melibatkan pertimbangan antara kebutuhan internal perusahaan untuk pertumbuhan dan keinginan investor akan pengembalian tunai. Jika perusahaan melihat peluang investasi dengan pengembalian tinggi, maka akan lebih baik menahan laba untuk diinvestasikan kembali. Sebaliknya, dalam kondisi pertumbuhan yang stagnan, membagikan dividen yang besar menjadi pilihan strategis.

Dari perspektif teori, Modigliani dan Miller (1961) menyatakan dalam teori klasiknya bahwa dalam pasar sempurna, keputusan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun dalam praktik, ketidaksempurnaan pasar seperti pajak, biaya transaksi, dan asimetri informasi membuat kebijakan dividen menjadi relevan dan strategis. Keown *et al.* (2005) juga menambahkan bahwa keputusan dividen dapat memberikan sinyal ke pasar. Perusahaan yang secara konsisten membayar dividen dianggap sehat secara finansial dan dapat dipercaya. Sebaliknya, pemotongan dividen tanpa alasan yang jelas dapat menimbulkan kekhawatiran di kalangan investor. Dividen juga berkaitan erat dengan manajemen arus kas dan kebutuhan likuiditas perusahaan.

Perusahaan harus memastikan bahwa pembayaran dividen tidak akan mengganggu likuiditas dan fleksibilitas keuangannya. Oleh karena itu, keputusan dividen harus dilakukan dengan perhitungan yang matang, mempertimbangkan stabilitas pendapatan dan kebutuhan dana di masa depan.

E. Hubungan Manajemen Keuangan dengan Disiplin Lain

Manajemen keuangan sebagai bidang ilmu terapan tidak berdiri sendiri. Ia berakar dari, dan berkembang bersama, berbagai disiplin ilmu lain seperti akuntansi, ekonomi, pemasaran, manajemen strategik, dan hukum. Hubungan antardisipliner ini tidak hanya memperkuat landasan teoritis manajemen keuangan, tetapi juga memperkaya praktiknya dalam lingkungan bisnis yang kompleks. Dengan kata lain, kemampuan seorang manajer keuangan tidak hanya diukur dari penguasaannya atas konsep-konsep keuangan murni, tetapi juga dari kemampuannya memahami bagaimana keputusan keuangan dipengaruhi dan memengaruhi aspek lain dari organisasi. Oleh karena itu, penting untuk membahas hubungan manajemen keuangan dengan disiplin-disiplin lain, guna memperjelas sinergi dan kontribusinya terhadap keberhasilan organisasi secara holistik.

1. Hubungan Manajemen Keuangan dengan Akuntansi dan Ekonomi

Hubungan manajemen keuangan dengan akuntansi merupakan hubungan yang sangat erat dan saling tergantung. Akuntansi menyediakan data historis dan informasi kuantitatif yang digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan keuangan. Dalam konteks ini, Van Horne dan Wachowicz (2009) menyatakan bahwa manajer keuangan sangat bergantung pada laporan keuangan yang disusun oleh akuntan untuk mengevaluasi kesehatan finansial organisasi, menilai efisiensi operasional, serta memproyeksikan arus kas masa depan. Manajemen keuangan menggunakan informasi akuntansi untuk menyusun laporan keuangan pro forma, melakukan analisis rasio, dan menghitung kebutuhan pendanaan. Misalnya, laporan laba rugi, neraca, dan laporan arus kas adalah sumber utama dalam menyusun strategi investasi dan pembiayaan. Tanpa informasi akuntansi yang akurat dan relevan, manajemen keuangan tidak dapat menjalankan fungsinya secara efektif.

Sementara itu, hubungan manajemen keuangan dengan ekonomi lebih banyak bersifat konseptual dan teoritis.

Gitman dan Zutter (2012) menegaskan bahwa ekonomi mikro berkontribusi dalam pemahaman prinsip permintaan dan penawaran modal, penentuan harga aset, serta konsep marginal cost dan marginal benefit dalam evaluasi proyek. Sementara itu, ekonomi makro memberikan kerangka untuk memahami fluktuasi suku bunga, inflasi, kebijakan fiskal dan moneter yang semuanya sangat memengaruhi keputusan investasi dan pembiayaan. Brigham dan Ehrhardt (2011) menggarisbawahi bahwa analisis keuangan membutuhkan pemahaman terhadap kondisi ekonomi secara luas. Misalnya, perubahan suku bunga Bank Sentral akan berdampak langsung pada *cost of capital*, dan pada gilirannya, memengaruhi keputusan investasi. Selain itu, pemahaman terhadap siklus bisnis, tingkat pengangguran, dan pertumbuhan ekonomi sangat penting bagi proyeksi penjualan dan manajemen risiko keuangan. Secara umum, sinergi antara akuntansi, ekonomi, dan manajemen keuangan menciptakan fondasi analitis yang kuat untuk pengambilan keputusan strategis yang lebih akurat dan terukur.

2. Hubungan Manajemen Keuangan dengan Pemasaran dan Operasi

Di dunia bisnis modern, hubungan antara manajemen keuangan dan pemasaran menjadi semakin penting karena keduanya harus bersinergi dalam mencapai tujuan pertumbuhan dan profitabilitas. Keown *et al.* (2005) menjelaskan bahwa keberhasilan strategi pemasaran, seperti peluncuran produk baru atau kampanye promosi besar-besaran, membutuhkan alokasi anggaran yang signifikan dan terencana. Di sinilah peran manajer keuangan menjadi krusial dalam menyusun anggaran pemasaran, mengevaluasi *return on investment* (ROI), serta memastikan bahwa strategi pemasaran yang dipilih sejalan dengan kemampuan dan struktur keuangan perusahaan. Selain itu, manajemen keuangan membantu pemasaran dalam menetapkan harga yang tidak hanya kompetitif tetapi juga menguntungkan. Penentuan harga harus mempertimbangkan biaya produksi, margin keuntungan, dan kondisi pasar. Informasi ini diperoleh melalui koordinasi antara departemen keuangan dan pemasaran. Bahkan, keputusan seperti diskon harga atau skema kredit kepada pelanggan harus dievaluasi dari sisi risiko dan dampaknya terhadap arus kas.

Adapun hubungan manajemen keuangan dengan manajemen operasi atau produksi berkaitan erat dengan efisiensi biaya dan pengelolaan aset tetap. Van Horne dan Wachowicz (2009) menyatakan bahwa pengambilan keputusan dalam hal pembelian mesin, peningkatan kapasitas produksi, dan pengendalian biaya sangat memengaruhi kebutuhan modal kerja dan strategi investasi perusahaan. Di sini, manajer keuangan berkolaborasi dengan manajer operasional untuk merancang struktur biaya yang efisien, memilih metode produksi yang ekonomis, serta memantau produktivitas terhadap investasi yang dilakukan.

Keputusan operasional seperti pengelolaan persediaan, waktu siklus produksi, dan pengaturan rantai pasok memiliki dampak langsung terhadap kebutuhan kas dan perputaran modal kerja. Oleh karena itu, kolaborasi erat antara keuangan dan operasi sangat penting dalam menciptakan sistem yang mampu memberikan nilai tambah secara berkesinambungan. Kolaborasi antara manajemen keuangan dengan disiplin pemasaran dan operasi mencerminkan pentingnya pendekatan lintas fungsi dalam manajemen modern yang menuntut efisiensi, efektivitas, dan keunggulan kompetitif secara simultan.

3. Hubungan Manajemen Keuangan dengan Strategi, Hukum, dan Sumber Daya Manusia

Hubungan antara manajemen keuangan dan manajemen strategis sangat krusial, terutama dalam konteks pengambilan keputusan jangka panjang yang menentukan arah organisasi. Brigham dan Houston (2011) menekankan bahwa keputusan keuangan seperti ekspansi bisnis, merger dan akuisisi, atau restrukturisasi utang harus didasarkan pada strategi korporasi yang telah dirumuskan secara menyeluruh. Dalam hal ini, manajer keuangan tidak hanya bertindak sebagai eksekutor kebijakan, tetapi juga sebagai mitra strategis dalam perencanaan bisnis. Konsistensi antara strategi dan kebijakan keuangan sangat penting. Misalnya, strategi diferensiasi produk mungkin membutuhkan investasi besar dalam riset dan pengembangan, sementara strategi biaya rendah mungkin lebih fokus pada efisiensi dan pengendalian biaya. Oleh karena itu, peran manajer keuangan dalam menganalisis kelayakan strategi dan menyiapkan proyeksi keuangan menjadi sangat vital untuk mendukung pengambilan keputusan strategis.

Hubungan manajemen keuangan dengan ilmu hukum, khususnya hukum bisnis dan perpajakan, sangat erat dalam pengelolaan risiko hukum dan kepatuhan terhadap regulasi. Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa setiap keputusan investasi dan pembiayaan harus mempertimbangkan aspek legal, seperti kontrak, hak kepemilikan, perizinan, dan perlindungan terhadap pemegang saham. Selain itu, kebijakan dividen dan restrukturisasi perusahaan harus mematuhi regulasi yang berlaku agar tidak menimbulkan sanksi hukum. Aspek perpajakan juga menjadi pertimbangan penting dalam pengambilan keputusan keuangan. Misalnya, struktur modal akan sangat dipengaruhi oleh insentif pajak dari bunga utang, sementara kebijakan dividen harus mempertimbangkan beban pajak atas dividen tunai. Oleh karena itu, pemahaman atas hukum perpajakan dan peraturan pasar modal menjadi bagian integral dari kerja manajer keuangan.

Manajemen keuangan juga memiliki hubungan erat dengan manajemen sumber daya manusia (SDM). Keputusan mengenai kompensasi karyawan, insentif, dana pensiun, serta pelatihan dan pengembangan harus ditinjau dari sudut pandang keuangan. Keown *et al.* (2005) menjelaskan bahwa sistem kompensasi yang berbasis kinerja, seperti bonus atau saham opsi, memerlukan dukungan dari divisi keuangan untuk merancang skema yang efektif dan berkelanjutan. Di sisi lain, pengelolaan anggaran SDM seperti rekrutmen, pelatihan, dan pengembangan karir harus diseimbangkan dengan tujuan keuangan perusahaan. Dengan demikian, manajer keuangan berperan dalam menyelaraskan kepentingan keuangan dengan kebutuhan pengembangan SDM demi keberlangsungan dan kinerja organisasi.

F. Soal Latihan

1. Jelaskan secara rinci pengertian manajemen keuangan menurut beberapa ahli, dan uraikan ruang lingkup utama yang tercakup dalam fungsi manajemen keuangan!
2. Mengapa maksimalisasi nilai perusahaan dianggap sebagai tujuan utama manajemen keuangan modern? Bandingkan dengan tujuan maksimalisasi laba!
3. Uraikan tiga peran utama yang dijalankan oleh manajer keuangan dalam sebuah organisasi modern, serta berikan contoh nyata dari masing-masing peran tersebut!

4. Jelaskan hubungan antara keputusan investasi, keputusan pembiayaan, dan keputusan dividen dalam manajemen keuangan! Mengapa ketiganya disebut sebagai fungsi utama?
5. Berikan penjelasan tentang bagaimana manajemen keuangan berhubungan dengan disiplin ilmu lain seperti akuntansi, pemasaran, dan hukum! Mengapa sinergi antardisiplin penting dalam pengambilan keputusan keuangan?

BAB II

LINGKUNGAN DAN KERANGKA TEORITIS KEUANGAN

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan sistem keuangan dan pasar modal, memahami lembaga keuangan dan instrumen pasar, memahami prinsip-prinsip keuangan modern: *time value of money*, memahami etika dalam pengambilan keputusan keuangan, serta memahami teori keagenan dan konflik kepentingan. Sehingga pembaca dapat memiliki landasan konseptual dan praktis yang kuat dalam mengelola keuangan secara strategis dan etis dalam dunia bisnis yang dinamis.

Materi Pembelajaran

- Sistem Keuangan dan Pasar Modal
- Lembaga Keuangan dan Instrumen Pasar
- Prinsip-Prinsip Keuangan Modern: *Time Value Of Money*
- Etika dalam Pengambilan Keputusan Keuangan
- Teori Keagenan dan Konflik Kepentingan
- Soal Latihan

A. Sistem Keuangan dan Pasar Modal

Sistem keuangan dan pasar modal adalah dua pilar penting dalam infrastruktur ekonomi modern yang memungkinkan aliran dana dari pihak yang memiliki surplus keuangan ke pihak yang membutuhkan dana untuk investasi. Sistem keuangan terdiri dari berbagai lembaga, instrumen, pasar, dan peraturan yang bekerja secara terintegrasi untuk mendukung kegiatan ekonomi. Sementara itu, pasar modal merupakan bagian dari sistem keuangan yang memfasilitasi perdagangan efek jangka panjang, seperti saham dan obligasi. Dalam konteks manajemen keuangan, pemahaman yang mendalam terhadap sistem keuangan dan pasar modal menjadi sangat krusial karena akan memengaruhi strategi

pembiayaan, kebijakan investasi, dan evaluasi risiko. Oleh karena itu, dalam bagian ini akan dibahas tiga aspek utama: struktur dan fungsi sistem keuangan, peran pasar modal dalam perekonomian, serta keterkaitan sistem keuangan dengan pengambilan keputusan keuangan perusahaan.

1. Struktur dan Fungsi Sistem Keuangan

Sistem keuangan merupakan jaringan kompleks yang terdiri dari institusi keuangan (seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun), pasar keuangan (pasar uang dan pasar modal), instrumen keuangan (seperti surat berharga), dan infrastruktur penunjang (regulator, hukum, dan teknologi). Menurut Mishkin dan Eakins (2012) dalam bukunya *Financial Markets and Institutions*, sistem keuangan memiliki peran utama dalam mengalihkan dana dari penabung kepada peminjam, memfasilitasi alokasi sumber daya, serta menciptakan efisiensi dalam perekonomian.

Salah satu fungsi utama sistem keuangan adalah menyediakan mekanisme mobilisasi tabungan dan pembiayaan investasi. Hal ini terjadi melalui lembaga keuangan seperti bank yang menerima simpanan dari masyarakat dan menyalurkannya kembali dalam bentuk kredit kepada individu atau perusahaan. Di sisi lain, pasar keuangan memungkinkan perusahaan mengakses dana langsung dari investor melalui penerbitan saham dan obligasi. Proses ini mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap pembiayaan internal dan meningkatkan kapasitas ekspansi usaha.

Fungsi lainnya adalah penciptaan likuiditas dan diversifikasi risiko. Melalui instrumen pasar seperti obligasi dan derivatif, investor dapat memilih investasi sesuai dengan profil risiko masing-masing. Selain itu, pasar sekunder memberikan kesempatan kepada investor untuk memperjualbelikan instrumen keuangan yang dimilikinya kapan saja, sehingga meningkatkan likuiditas aset tersebut. Hal ini memperkuat kepercayaan investor terhadap efisiensi pasar. Selain itu, sistem keuangan juga berperan sebagai mekanisme transmisi kebijakan moneter. Bank sentral, melalui kebijakan suku bunga atau operasi pasar terbuka, dapat mengendalikan jumlah uang beredar dan mempengaruhi permintaan agregat. Oleh karena itu, sistem keuangan yang sehat dan stabil menjadi prasyarat bagi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

2. Peran Pasar Modal dalam Perekonomian dan Keuangan Perusahaan

Pasar modal memiliki peranan vital dalam mempertemukan pihak yang membutuhkan dana jangka panjang dan pihak yang memiliki kelebihan dana. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2013) dalam *Fundamentals of Corporate Finance*, pasar modal memungkinkan perusahaan untuk memperoleh pembiayaan jangka panjang dengan cara yang lebih murah dan efisien dibandingkan dengan pembiayaan perbankan. Peran pasar modal pertama adalah sebagai sumber pembiayaan jangka panjang bagi perusahaan. Dengan menerbitkan saham (ekuitas) atau obligasi (utang), perusahaan dapat memperoleh dana besar tanpa harus mengorbankan likuiditas jangka pendeknya. Selain itu, pasar modal memungkinkan diversifikasi sumber dana, mengurangi ketergantungan pada satu jenis pendanaan. Pembiayaan melalui pasar modal juga memungkinkan perusahaan untuk mempertahankan fleksibilitas operasional dan struktur modal yang optimal.

Pasar modal mendorong transparansi dan tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Perusahaan yang terdaftar di bursa diwajibkan menyampaikan laporan keuangan secara berkala, diaudit oleh auditor independen, serta diawasi oleh regulator. Menurut Jensen dan Meckling (1976), pasar modal membantu mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik perusahaan (*agency problem*) melalui mekanisme disiplin pasar. Investor dapat memantau kinerja manajemen melalui harga saham dan laporan keuangan, dan memberikan sinyal jika terjadi penyimpangan.

Pasar modal berfungsi sebagai indikator ekonomi makro. Indeks harga saham mencerminkan ekspektasi pelaku pasar terhadap kondisi ekonomi masa depan. Naiknya indeks saham biasanya mencerminkan kepercayaan terhadap pertumbuhan ekonomi dan stabilitas politik, sedangkan penurunan mencerminkan kekhawatiran atau ketidakpastian. Oleh karena itu, pemerintah dan pembuat kebijakan sering menjadikan pasar modal sebagai salah satu alat untuk memantau efektivitas kebijakan ekonomi. Akhirnya, pasar modal juga berfungsi sebagai sarana penciptaan kekayaan bagi masyarakat, karena memungkinkan individu untuk berpartisipasi dalam pertumbuhan nilai perusahaan. Melalui kepemilikan saham, masyarakat tidak hanya menjadi konsumen,

tetapi juga investor yang dapat merasakan manfaat langsung dari keberhasilan perusahaan.

3. Keterkaitan Sistem Keuangan dan Pasar Modal dengan Keputusan Keuangan Perusahaan

Salah satu aspek penting dalam manajemen keuangan adalah kemampuan untuk menyesuaikan strategi dan kebijakan dengan dinamika sistem keuangan dan pasar modal. Keputusan keuangan meliputi tiga keputusan utama: investasi, pembiayaan, dan dividen. Setiap keputusan tersebut tidak dapat dilepaskan dari kondisi pasar modal dan sistem keuangan secara umum. Dalam konteks keputusan investasi, pasar modal menyediakan informasi harga saham dan tingkat pengembalian yang digunakan sebagai dasar untuk menghitung *cost of capital*. Brigham dan Ehrhardt (2011) menyatakan bahwa harga saham mencerminkan ekspektasi investor terhadap profitabilitas proyek yang dijalankan perusahaan. Oleh karena itu, manajer keuangan perlu memperhatikan reaksi pasar terhadap keputusan investasi besar, karena dapat berdampak langsung terhadap nilai perusahaan.

Pada keputusan pembiayaan, perusahaan harus memilih antara pendanaan internal dan eksternal, serta antara utang dan ekuitas. Sistem keuangan menyediakan berbagai alternatif pendanaan, mulai dari kredit bank, *leasing*, penerbitan obligasi, hingga penerbitan saham baru. Modigliani dan Miller (1958) dalam teori struktur modal menyatakan bahwa dalam pasar yang sempurna, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Namun dalam kenyataannya, faktor seperti biaya emisi, risiko kebangkrutan, dan informasi asimetris membuat keputusan pembiayaan sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar keuangan. Dalam pasar modal yang efisien, perusahaan dengan kinerja baik akan lebih mudah memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham dengan valuasi yang menguntungkan.

Adapun dalam kebijakan dividen, sistem keuangan dan pasar modal memengaruhi ekspektasi investor terhadap distribusi keuntungan. Jika pasar modal menunjukkan sinyal ketidakpastian atau volatilitas tinggi, perusahaan cenderung mempertahankan laba untuk memperkuat posisi kas. Sebaliknya, dalam kondisi pasar stabil, perusahaan dapat membagikan dividen sebagai sinyal kepercayaan terhadap prospek pertumbuhan masa depan. Lintner (1956) menunjukkan bahwa perusahaan cenderung mempertahankan kebijakan dividen yang stabil

untuk menghindari ketidakpastian bagi investor. Dengan demikian, keputusan keuangan yang rasional dan optimal hanya dapat dicapai jika manajemen memiliki pemahaman yang kuat terhadap struktur, dinamika, dan sinyal yang diberikan oleh sistem keuangan dan pasar modal. Ketidaksensitifan terhadap faktor eksternal ini dapat menyebabkan keputusan yang merugikan pemegang saham dan mengganggu kelangsungan bisnis perusahaan.

B. Lembaga Keuangan dan Instrumen Pasar

Lembaga keuangan dan instrumen pasar merupakan komponen inti dalam sistem keuangan modern. Keduanya memiliki peran penting dalam mengintermediasi antara pemilik dana dan pihak yang membutuhkan dana untuk kegiatan produktif. Lembaga keuangan menyediakan jasa intermediasi yang mengurangi asimetri informasi, menurunkan biaya transaksi, serta meningkatkan efisiensi dalam alokasi sumber daya. Sementara itu, instrumen pasar merupakan sarana yang diperdagangkan dalam pasar uang dan pasar modal sebagai bentuk kepemilikan, utang, atau hak atas keuntungan. Pemahaman terhadap peran dan fungsi lembaga keuangan serta karakteristik instrumen pasar sangat penting dalam kerangka manajemen keuangan karena memengaruhi strategi pembiayaan, investasi, dan pengelolaan risiko. Pembahasan ini akan dibagi menjadi tiga bagian utama: peran dan jenis lembaga keuangan, klasifikasi dan fungsi instrumen pasar, serta hubungan lembaga dan instrumen dalam mendukung manajemen keuangan perusahaan.

1. Peran dan Jenis Lembaga Keuangan

Lembaga keuangan adalah badan yang berfungsi sebagai perantara antara pihak yang memiliki surplus dana dan pihak yang membutuhkan dana untuk tujuan konsumsi maupun investasi. Menurut Mishkin dan Eakins (2012) dalam *Financial Markets and Institutions*, lembaga keuangan mengurangi ketidakseimbangan informasi di pasar dan menyediakan sarana investasi yang lebih aman dan likuid bagi pemilik dana.

Secara umum, lembaga keuangan dibagi menjadi dua kategori besar: lembaga keuangan bank dan bukan bank. Lembaga keuangan bank mencakup bank umum, bank syariah, dan bank pembangunan. Memiliki

kemampuan untuk menciptakan uang melalui kredit dan menjadi bagian integral dari sistem pembayaran nasional. Bank juga berfungsi sebagai pelaksana kebijakan moneter melalui pengaruhnya terhadap suku bunga dan ketersediaan kredit. Sementara itu, lembaga keuangan bukan bank (*non-bank financial institutions* atau NBFIs) meliputi perusahaan asuransi, dana pensiun, perusahaan pembiayaan, lembaga sekuritas, dan reksadana. Menurut Fabozzi dan Modigliani (2009), peran lembaga non-bank semakin signifikan dalam menyediakan alternatif investasi dan pembiayaan, terutama dalam pembiayaan sektor infrastruktur, UMKM, dan pasar properti.

Lembaga keuangan juga berfungsi sebagai manajer risiko. Perusahaan asuransi, misalnya, membantu individu dan organisasi mengelola risiko ketidakpastian atas kerugian finansial dengan menawarkan perlindungan terhadap peristiwa tak terduga. Demikian pula, dana pensiun menyediakan mekanisme tabungan jangka panjang yang menjamin kesejahteraan keuangan di masa tua. Dengan demikian, keberadaan dan keanekaragaman lembaga keuangan berkontribusi besar dalam menciptakan stabilitas dan efisiensi pasar keuangan. Memperluas akses masyarakat terhadap layanan keuangan, memperlancar arus modal, serta meningkatkan kapasitas sektor riil dalam menciptakan pertumbuhan ekonomi.

2. Klasifikasi dan Fungsi Instrumen Pasar

Instrumen pasar merupakan kontrak keuangan yang diperdagangkan dalam pasar uang atau pasar modal. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2013) dalam *Fundamentals of Corporate Finance*, instrumen keuangan mencerminkan hak klaim atas aset atau pendapatan masa depan. Instrumen ini dapat berupa surat utang, saham, derivatif, atau kombinasi dari beberapa bentuk. Instrumen keuangan diklasifikasikan berdasarkan jangka waktu dan bentuk kepemilikan. Berdasarkan jangka waktu, instrumen pasar dibagi menjadi dua: instrumen pasar uang dan instrumen pasar modal. Instrumen pasar uang mencakup surat berharga jangka pendek (di bawah satu tahun) seperti Sertifikat Bank Indonesia (SBI), *commercial paper*, dan *treasury bills*. Instrumen ini digunakan untuk mengelola kebutuhan likuiditas jangka pendek dan berisiko rendah. Sebaliknya, instrumen pasar modal mencakup efek jangka panjang seperti saham dan obligasi, yang digunakan sebagai sarana investasi dan pembiayaan jangka panjang.

Berdasarkan bentuk kepemilikan, instrumen keuangan dibedakan menjadi instrumen ekuitas dan instrumen utang. Saham merupakan instrumen ekuitas yang menunjukkan kepemilikan atas suatu perusahaan. Investor memperoleh imbal hasil berupa dividen dan capital gain. Obligasi, di sisi lain, adalah instrumen utang yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk menerima pembayaran bunga dan pokok pinjaman sesuai jangka waktu yang telah ditentukan. Selain itu, terdapat instrumen derivatif seperti opsi, futures, dan swap. Menurut Hull (2012) dalam *Options, Futures, and Other Derivatives*, derivatif merupakan kontrak yang nilainya bergantung pada nilai aset lain (*underlying asset*). Instrumen ini digunakan untuk tujuan lindung nilai (*hedging*), spekulasi, dan arbitrase. Instrumen pasar berperan penting dalam menyediakan likuiditas, memungkinkan diversifikasi risiko, serta menciptakan harga yang mencerminkan ekspektasi pasar secara efisien. Dalam konteks manajemen keuangan, pemilihan instrumen yang tepat menjadi strategi kunci dalam pengelolaan risiko, perencanaan modal, dan peningkatan nilai perusahaan.

3. Hubungan Lembaga Keuangan dan Instrumen Pasar dalam Manajemen Keuangan

Lembaga keuangan dan instrumen pasar tidak hanya berdiri sendiri, tetapi berfungsi secara sinergis dalam mendukung pengambilan keputusan keuangan perusahaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011) dalam *Financial Management: Theory and Practice*, pemahaman terhadap kedua komponen ini sangat penting dalam menentukan strategi investasi, pembiayaan, dan manajemen risiko korporasi. Dalam hal pembiayaan, lembaga keuangan menyediakan berbagai pilihan sumber dana, baik dalam bentuk kredit bank, leasing, maupun penerbitan efek di pasar modal. Pemilihan sumber pembiayaan ini sangat bergantung pada struktur modal perusahaan, biaya dana, dan profil risiko perusahaan. Misalnya, perusahaan dengan akses yang baik ke pasar modal dapat menerbitkan obligasi sebagai alternatif terhadap pinjaman bank, yang dapat lebih murah dan fleksibel dalam jangka panjang.

Pada pengelolaan risiko keuangan, perusahaan menggunakan jasa lembaga keuangan seperti bank dan perusahaan asuransi untuk melindungi asetnya dari berbagai risiko. Di samping itu, perusahaan juga dapat memanfaatkan instrumen derivatif seperti *interest rate swap* atau *currency forward* untuk mengelola risiko suku bunga dan nilai tukar. Hal

ini sejalan dengan prinsip *risk management* yang menekankan perlunya identifikasi, pengukuran, dan mitigasi risiko keuangan secara sistematis. Di sisi lain, instrumen pasar juga mendukung pengambilan keputusan investasi. Harga saham dan obligasi di pasar mencerminkan ekspektasi pelaku pasar terhadap kondisi perusahaan dan ekonomi secara keseluruhan. Informasi ini digunakan oleh manajer keuangan dalam melakukan penilaian proyek, perhitungan biaya modal, serta evaluasi strategi korporat. Perusahaan yang sahamnya diperdagangkan secara aktif di pasar cenderung lebih transparan dan efisien dalam mengambil keputusan investasi.

Interaksi antara lembaga keuangan dan instrumen pasar menciptakan ekosistem yang mendukung pencapaian tujuan utama manajemen keuangan: memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, manajer keuangan perlu memiliki pemahaman menyeluruh terhadap struktur dan fungsi lembaga serta karakteristik instrumen yang digunakan, agar dapat merancang strategi keuangan yang efektif, adaptif, dan berorientasi jangka panjang.

C. Prinsip-Prinsip Keuangan Modern: *Time Value Of Money*

Time Value of Money (TVM) atau nilai waktu dari uang merupakan prinsip fundamental dalam keuangan modern. Konsep ini menyatakan bahwa nilai uang saat ini lebih besar daripada nilai uang yang diterima di masa depan dalam jumlah yang sama, karena adanya potensi untuk menghasilkan pendapatan tambahan jika uang tersebut diinvestasikan. Prinsip ini menjadi dasar dalam hampir seluruh pengambilan keputusan keuangan, baik yang berkaitan dengan investasi, pembiayaan, maupun perencanaan keuangan jangka panjang. TVM relevan dalam berbagai konteks seperti penilaian aset, pemilihan proyek investasi, penetapan harga obligasi, hingga evaluasi strategi pembiayaan perusahaan. Dalam bagian ini, pembahasan akan difokuskan pada tiga hal utama: (1) dasar teori nilai waktu uang dan aplikasinya, (2) komponen penting dalam perhitungan TVM seperti bunga dan diskonto, serta (3) penerapan prinsip TVM dalam pengambilan keputusan keuangan korporat.

1. Dasar Teori dan Aplikasi *Time Value of Money*

Konsep nilai waktu dari uang muncul dari kenyataan bahwa uang yang dimiliki saat ini memiliki kapasitas untuk menghasilkan pendapatan jika diinvestasikan. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2013) dalam *Fundamentals of Corporate Finance*, asumsi dasar TVM adalah adanya peluang investasi yang memberikan *return*, sehingga uang hari ini dapat tumbuh menjadi jumlah yang lebih besar di masa depan. TVM memiliki dua pendekatan perhitungan utama, yaitu *future value* (FV) dan *present value* (PV). *Future value* menjelaskan seberapa besar uang saat ini akan menjadi di masa depan apabila diinvestasikan dengan tingkat bunga tertentu. Rumus dasarnya adalah:

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

Present value menggambarkan nilai kini dari sejumlah uang yang akan diterima di masa depan, dengan mempertimbangkan tingkat diskonto. Rumusnya adalah:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n}$$

Konsep ini sangat krusial dalam capital budgeting, yakni saat perusahaan menilai kelayakan investasi jangka panjang. Sebuah proyek hanya layak diterima jika nilai kini dari arus kas masa depannya melebihi biaya investasi awal (dengan kata lain, memiliki nilai *net present value* atau NPV positif). TVM juga digunakan dalam penetapan harga obligasi dan saham, penghitungan anuitas, serta dalam perencanaan pensiun dan pinjaman. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), pemahaman terhadap TVM tidak hanya berlaku untuk manajer keuangan, tetapi juga penting bagi investor, bank, dan lembaga keuangan dalam mengevaluasi arus kas dan risiko keuangan.

2. Komponen: Bunga, Diskonto, dan Anuitas

Pada praktiknya, prinsip TVM tidak dapat diterapkan tanpa memahami komponen penting seperti bunga, tingkat diskonto, dan struktur pembayaran seperti anuitas. Ketiga elemen ini menjadi tulang punggung perhitungan nilai uang dalam dimensi waktu. Tingkat bunga (*interest rate*) merepresentasikan biaya penggunaan uang. Suku bunga

ini bisa bersifat sederhana (*simple interest*) atau majemuk (*compound interest*). Dalam keuangan modern, *compound interest* lebih relevan karena mencerminkan kenyataan bahwa hasil investasi juga akan menghasilkan bunga. Misalnya, jika uang Rp10 juta diinvestasikan dengan bunga majemuk tahunan 10%, maka dalam 2 tahun akan menjadi:

$$FV = 10,000,000 \times (1 + 0.1)^2 = 12,100,000$$

Tingkat diskonto (*discount rate*) digunakan untuk mengkonversi nilai uang masa depan menjadi nilai saat ini. Menurut Fabozzi dan Peterson (2003), tingkat diskonto mencerminkan *opportunity cost of capital*, yaitu tingkat pengembalian terbaik yang dapat diperoleh dari alternatif investasi dengan risiko setara. Konsep anuitas merupakan rangkaian pembayaran berkala dalam jumlah yang sama selama periode tertentu. Perhitungan anuitas banyak digunakan dalam pinjaman, pembayaran pensiun, dan investasi reguler. Anuitas biasa dan anuitas jatuh tempo (*ordinary and annuity due*) memiliki perbedaan waktu pembayaran yang satu di akhir dan satunya di awal periode. Rumus *present value* anuitas biasa adalah:

$$FV = PMT \times \left(\frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r} \right)$$

Perpetuity atau anuitas tak hingga juga merupakan konsep turunan TVM yang penting. Ini digunakan dalam penilaian saham preferen atau model Gordon Growth untuk valuasi saham biasa. Pemahaman terhadap struktur arus kas seperti ini memungkinkan perusahaan untuk merancang strategi pembayaran, investasi, dan pembiayaan yang optimal.

3. Aplikasi dalam Pengambilan Keputusan Keuangan

Prinsip nilai waktu uang berperan kunci dalam pengambilan keputusan keuangan strategis, khususnya dalam pengelolaan investasi, struktur modal, dan pembiayaan. *Time Value of Money* menjadi dasar bagi hampir semua teknik evaluasi investasi, termasuk *Net Present Value* (NPV), *Internal Rate of Return* (IRR), dan *Payback Period*. Menurut

Brealey, Myers, dan Allen (2014) dalam *Principles of Corporate Finance*, metode NPV merupakan teknik paling populer dan dapat diandalkan karena mempertimbangkan semua arus kas dan menghitung nilai berdasarkan nilai saat ini. Proyek dengan NPV positif menambah nilai bagi perusahaan dan karenanya harus diterima. NPV dihitung dengan rumus:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - C_0$$

Di mana CF_t adalah arus kas pada tahun ke- t , r adalah tingkat diskonto, dan C_0 adalah investasi awal. Selain itu, prinsip TVM juga digunakan dalam evaluasi opsi pembiayaan seperti memilih antara menyewa (*leasing*) atau membeli aset. Perusahaan akan membandingkan nilai kini dari seluruh pembayaran sewa dengan nilai kini dari pembelian aset dan biaya modal terkait. Pilihan yang menghasilkan biaya total lebih rendah dalam nilai sekarang akan lebih menguntungkan.

Prinsip ini juga krusial dalam perencanaan keuangan pribadi dan korporasi, misalnya dalam perencanaan dana pensiun, manajemen utang, dan strategi tabungan. Misalnya, untuk menghitung berapa besar yang harus disisihkan setiap bulan untuk mencapai target dana tertentu dalam 20 tahun, konsep anuitas dan *future value* digunakan. Dengan memahami dan menerapkan TVM, manajer keuangan dapat mengoptimalkan struktur pendanaan, menentukan nilai wajar proyek, dan mengalokasikan sumber daya secara efisien. Bahkan dalam pengambilan keputusan merger dan akuisisi, penilaian terhadap nilai wajar perusahaan target dilakukan dengan mendiskontokan arus kas masa depan (*DCF – discounted cash flow*).

D. Etika dalam Pengambilan Keputusan Keuangan

Etika dalam pengambilan keputusan keuangan merupakan dimensi penting yang tak terpisahkan dari praktik manajemen keuangan modern. Keputusan keuangan tidak semata-mata bersifat matematis atau ekonomis, melainkan juga harus mempertimbangkan nilai-nilai moral, integritas, dan tanggung jawab sosial. Dalam dunia bisnis, tindakan yang legal tidak selalu etis, dan sebaliknya, keputusan etis mungkin tidak

menghasilkan keuntungan jangka pendek. Oleh karena itu, keberhasilan jangka panjang perusahaan sangat dipengaruhi oleh kemampuan manajemen dalam menjaga standar etika dalam setiap proses pengambilan keputusan finansial. Pembahasan berikut mengelaborasi tiga aspek utama: (1) pentingnya integritas dan transparansi dalam pelaporan keuangan, (2) tanggung jawab sosial dalam keputusan investasi dan pembiayaan, serta (3) kerangka kerja etis dalam pengambilan keputusan strategis di bawah tekanan kepentingan jangka pendek.

1. Integritas dan Transparansi dalam Pelaporan Keuangan

Salah satu aspek paling vital dalam praktik etika keuangan adalah kejujuran dan transparansi dalam pelaporan keuangan. Informasi keuangan merupakan dasar pengambilan keputusan bagi investor, kreditor, regulator, dan pemangku kepentingan lainnya. Oleh sebab itu, pelaporan yang menyesatkan atau manipulatif dapat menyebabkan kerugian ekonomi dan runtuhnya kepercayaan publik. Brigham dan Houston (2012) menekankan bahwa integritas laporan keuangan adalah fondasi utama sistem keuangan yang efisien, menyatakan bahwa manajer keuangan memiliki tanggung jawab etis untuk tidak hanya memenuhi kewajiban legal, tetapi juga menjaga keakuratan dan objektivitas data yang disajikan.

Skandal korporat seperti Enron dan WorldCom pada awal 2000-an menunjukkan betapa bahayanya jika pelaporan keuangan dimanipulasi demi mengejar target laba jangka pendek. Menurut Duska, Duska, dan Ragatz (2011) dalam *Accounting Ethics*, manipulasi laporan keuangan seringkali dilakukan dengan menggunakan celah dalam standar akuntansi untuk memberikan gambaran keuangan yang lebih menguntungkan dari kenyataan. Hal ini bisa berupa pengakuan pendapatan secara prematur, pengalihan beban, atau penggunaan entitas luar neraca untuk menyembunyikan kewajiban.

Etika pelaporan juga berkaitan dengan prinsip full disclosure, yaitu keterbukaan informasi material yang dapat mempengaruhi keputusan investor. Dalam praktiknya, manajer keuangan sering dihadapkan pada dilema apakah akan menyampaikan informasi negatif yang mungkin merugikan nilai saham dalam jangka pendek. Namun, menurut Ferrell, Fraedrich, dan Ferrell (2015), transparansi jangka

panjang menciptakan reputasi kepercayaan dan membentuk hubungan yang berkelanjutan antara perusahaan dan pemangku kepentingan.

2. Tanggung Jawab Sosial dalam Keputusan Investasi dan Pembiayaan

Etika dalam pengambilan keputusan keuangan juga mencakup dimensi tanggung jawab sosial perusahaan (CSR). Keputusan investasi dan pembiayaan tidak hanya harus menguntungkan secara finansial, tetapi juga mempertimbangkan dampaknya terhadap masyarakat, lingkungan, dan kesejahteraan jangka panjang. Menurut Solomon dan Solomon (2004) dalam *Corporate Governance and Accountability*, perusahaan memiliki kewajiban etis untuk bertindak sebagai warga korporat yang bertanggung jawab.

Sebagai contoh, ketika perusahaan memutuskan untuk berinvestasi pada proyek pertambangan, keputusan tersebut tidak hanya dinilai dari *return on investment* (ROI), tetapi juga dari dampaknya terhadap lingkungan, hak masyarakat lokal, dan keseimbangan ekosistem. Hal serupa berlaku dalam pembiayaan: apakah perusahaan akan menerima pendanaan dari sumber yang berafiliasi dengan aktivitas tidak etis (misalnya industri senjata atau tembakau) menjadi pertimbangan etis yang penting.

Konsep *Environmental, Social, and Governance* (ESG) yang berkembang dalam dunia keuangan modern mencerminkan dorongan untuk mengintegrasikan nilai-nilai etis dalam pengambilan keputusan. Friede, Busch, dan Bassen (2015) dalam meta-studinya menyimpulkan bahwa integrasi prinsip ESG secara positif berkontribusi terhadap kinerja keuangan jangka panjang perusahaan. Selain itu, Boatright (2011) menjelaskan bahwa tanggung jawab sosial dapat menciptakan nilai bersama (*shared value*) bagi perusahaan dan masyarakat. Hal ini meliputi investasi dalam tenaga kerja lokal, praktik bisnis yang berkelanjutan, serta pembiayaan inisiatif hijau. Dalam konteks pembiayaan, etika juga mencakup isu seperti pemberian pinjaman predatorik (*predatory lending*) yang eksploitatif terhadap kelompok rentan secara ekonomi.

3. Kerangka Etis dalam Keputusan Strategis di Bawah Tekanan

Manajer keuangan sering kali dihadapkan pada tekanan untuk mencapai target keuangan jangka pendek dari pemilik modal atau pasar

saham. Dalam kondisi seperti itu, muncul dilema etis antara mengejar keuntungan sesaat atau menjaga keberlanjutan dan integritas jangka panjang. Jones, Felps, dan Bigley (2007) menyebut ini sebagai *ethical fading*, yaitu kondisi di mana pertimbangan etis mulai memudar karena tekanan bisnis yang intens. Keputusan seperti mengurangi anggaran untuk keselamatan kerja demi menekan biaya, menyembunyikan informasi risiko kepada investor, atau menunda pengakuan kerugian, semuanya adalah bentuk kompromi etika yang bisa menghancurkan reputasi dan kepercayaan publik. Oleh karena itu, manajer keuangan harus berpegang pada kerangka etis yang kokoh dan kebijakan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang mendukung.

Ferrell *et al.* (2015) menekankan pentingnya kode etik korporat dan pelatihan etika sebagai mekanisme internal untuk memperkuat keputusan etis. Perusahaan yang berhasil menginternalisasi budaya etis dalam pengambilan keputusan cenderung memiliki kinerja yang stabil, menghindari denda hukum, dan menikmati loyalitas pemangku kepentingan. Etika juga berperan penting dalam penghindaran konflik kepentingan, misalnya ketika manajer membuat keputusan investasi yang secara pribadi menguntungkan tetapi merugikan perusahaan. Praktik insider trading, misreporting, dan penggunaan aset perusahaan untuk kepentingan pribadi adalah pelanggaran etika yang serius. Menurut Kaptein (2008), penerapan prinsip keadilan (*fairness*) dan akuntabilitas dalam proses pengambilan keputusan menjadi pilar utama dalam mencegah penyimpangan semacam itu.

E. Teori Keagenan dan Konflik Kepentingan

Pada kerangka teori keuangan modern, teori keagenan (*agency theory*) merupakan landasan yang menjelaskan hubungan antara pemilik perusahaan (*prinsipal*) dan pihak manajemen (*agen*) yang diberi mandat untuk menjalankan operasional perusahaan. Meskipun tujuan awal hubungan keagenan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan, perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak seringkali menimbulkan konflik, yang dikenal sebagai konflik keagenan. Permasalahan ini bukan hanya berdampak pada kinerja internal organisasi, tetapi juga memengaruhi persepsi investor dan keberlanjutan perusahaan secara keseluruhan. Dalam uraian ini, akan dibahas tiga pokok pembahasan utama terkait teori keagenan dan konflik

kepentingan: (1) Konsep dasar teori keagenan dan akar konflik kepentingan, (2) Mekanisme pengendalian konflik keagenan, dan (3) Implikasi praktis teori keagenan terhadap kebijakan keuangan perusahaan.

1. Konsep Dasar Teori Keagenan dan Akar Konflik Kepentingan

Teori keagenan menjelaskan hubungan kontraktual antara dua pihak, yaitu *prinsipal* (pemilik modal) dan *agen* (manajer), di mana agen diberi wewenang untuk mengambil keputusan yang memengaruhi kepentingan prinsipal. Namun, karena terdapat asimetri informasi dan perbedaan tujuan, maka terjadi konflik kepentingan yang dikenal sebagai konflik keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam artikel klasiknya *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, konflik ini terjadi ketika agen mengejar tujuan pribadinya, seperti kompensasi, status, atau keamanan kerja, yang mungkin tidak sejalan dengan kepentingan maksimalisasi nilai perusahaan oleh pemilik.

Konflik keagenan dapat terjadi dalam berbagai bentuk. Misalnya, manajer mungkin melakukan pengeluaran berlebih untuk fasilitas kantor mewah (perkiraan manfaat pribadi), memilih proyek yang aman tapi kurang menguntungkan (*risk aversion*), atau menunda distribusi dividen untuk menjaga kekuasaan atas kas perusahaan. Ross, Westerfield, dan Jaffe (2013) dalam *Corporate Finance* juga menegaskan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar aset perusahaan guna meningkatkan kompensasi berbasis ukuran, bukan nilai. Konflik juga diperparah oleh kesulitan dalam memonitor kinerja manajemen secara menyeluruh, terutama dalam perusahaan besar dengan pemegang saham tersebar. Asimetri informasi ini membuat prinsipal tidak dapat selalu mengetahui apakah keputusan manajerial dibuat untuk kepentingan perusahaan atau kepentingan pribadi.

2. Mekanisme Pengendalian Konflik Keagenan

Untuk memitigasi konflik keagenan, berbagai mekanisme pengendalian dikembangkan oleh perusahaan. Menurut Eisenhardt (1989) dalam artikelnya *Agency Theory: An Assessment and Review*, terdapat dua pendekatan utama: pengendalian berbasis hasil (*outcome-based contracts*) dan pengendalian berbasis perilaku (*behavior-based contracts*). Pendekatan pengendalian berbasis hasil melibatkan

penyesuaian insentif manajerial dengan kinerja perusahaan. Misalnya, pemberian kompensasi berbasis saham (*stock options*) membuat manajer termotivasi untuk meningkatkan harga saham, sehingga kepentingannya lebih sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Jensen dan Murphy (1990) dalam karya *Performance Pay and Top-Management Incentives* menekankan pentingnya penyelarasan insentif agar manajer tidak hanya mengejar tujuan pribadi, tetapi juga memperhatikan hasil jangka panjang perusahaan.

Pendekatan berbasis perilaku mencakup pengawasan, audit internal, komite independen, dan laporan berkala. *Board of Directors* atau Dewan Komisaris berperan penting dalam mengawasi manajemen. Solomon (2010) dalam *Corporate Governance and Accountability* menyatakan bahwa praktik tata kelola yang baik (*good corporate governance*) mengurangi konflik keagenan melalui transparansi, akuntabilitas, dan struktur pengawasan yang ketat. Selain mekanisme formal, budaya organisasi juga berperan penting dalam mengontrol perilaku manajer. Norma etika, kode etik perusahaan, serta kepemimpinan yang berintegritas dapat membentuk iklim organisasi yang mengurangi potensi deviasi kepentingan.

3. Implikasi Praktis Teori Keagenan terhadap Kebijakan Keuangan Perusahaan

Teori keagenan memberikan implikasi luas terhadap berbagai kebijakan keuangan, termasuk kebijakan investasi, pendanaan, dan dividen. Misalnya, dalam kebijakan investasi, manajer yang tidak memiliki kepemilikan saham cenderung menghindari proyek dengan risiko tinggi walaupun proyek tersebut memiliki NPV positif. Hal ini dijelaskan dalam kerangka *agency cost of risk aversion*, di mana ketakutan manajer terhadap kegagalan lebih besar dibanding potensi keuntungan bagi pemegang saham.

Pada kebijakan pendanaan, konflik keagenan muncul ketika perusahaan memilih untuk mendanai proyek dengan utang atau ekuitas. Myers dan Majluf (1984) dalam *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have* menunjukkan bahwa manajer mungkin menghindari penerbitan saham baru karena efek sinyal negatif kepada pasar, atau lebih memilih utang karena pengawasan dari kreditur cenderung mengurangi kebebasan manajerial. Di sisi lain, penggunaan utang juga bisa menjadi alat disiplin

karena menuntut pembayaran bunga reguler yang mengurangi dana bebas yang dapat disalahgunakan.

Pada konteks kebijakan dividen, manajer dapat memilih untuk menahan laba guna memperbesar cadangan kas, meskipun pemegang saham lebih memilih pembagian dividen. Hal ini menimbulkan *agency cost of free cash flow*, sebagaimana diuraikan oleh Jensen (1986). Dalam situasi ini, pembayaran dividen secara teratur dapat bertindak sebagai alat disiplin untuk membatasi kelebihan kas yang bisa digunakan manajer secara tidak efisien. Kesadaran terhadap potensi konflik keagenan mendorong perusahaan untuk merancang struktur kepemilikan dan kebijakan keuangan yang lebih transparan dan bertanggung jawab. Oleh karena itu, teori keagenan menjadi pilar dalam memahami desain kelembagaan dan pengambilan keputusan strategis dalam perusahaan modern.

F. Soal Latihan

1. Jelaskan peran sistem keuangan dan pasar modal dalam mendukung aktivitas ekonomi dan pengambilan keputusan keuangan perusahaan! Sertakan contoh konkret untuk memperkuat jawaban Anda.
2. Uraikan perbedaan antara lembaga keuangan bank dan non-bank. Jelaskan juga bagaimana instrumen pasar uang dan pasar modal digunakan oleh perusahaan dalam mengelola sumber dana.
3. Apa yang dimaksud dengan konsep *Time Value of Money*? Jelaskan penerapannya dalam pengambilan keputusan investasi dan berikan satu contoh perhitungan sederhana.
4. Mengapa etika menjadi aspek penting dalam pengambilan keputusan keuangan? Uraikan potensi dampak yang dapat ditimbulkan apabila prinsip etika diabaikan dalam praktik manajemen keuangan.
5. Jelaskan konsep teori keagenan dan konflik kepentingan yang mungkin terjadi antara manajer dan pemegang saham. Bagaimana perusahaan dapat meminimalkan konflik tersebut melalui mekanisme tata kelola yang efektif?

BAB III

ANALISIS LAPORAN KEUANGAN DAN KINERJA

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan laporan keuangan dasar (neraca, laba rugi, arus kas), memahami rasio keuangan: likuiditas, solvabilitas, rentabilitas, memahami analisis tren benchmarking, memahami interpretasi dan implikasi terhadap keputusan manajerial, serta memahami indikator analisis laporan keuangan dan kinerja. Sehingga pembaca dapat memiliki keterampilan analitis yang kuat dalam membaca, menafsirkan, dan mengevaluasi informasi keuangan secara menyeluruh.

Materi Pembelajaran

- Laporan Keuangan Dasar (Neraca, Laba Rugi, Arus Kas)
- Rasio Keuangan: Likuiditas, Solvabilitas, Rentabilitas
- Analisis Tren Benchmarking
- Interpretasi dan Implikasi Terhadap Keputusan Manajerial
- Indikator Analisis Laporan Keuangan dan Kinerja
- Soal Latihan

A. Laporan Keuangan Dasar (Neraca, Laba Rugi, Arus Kas)

Laporan keuangan merupakan representasi kuantitatif dari kinerja keuangan dan posisi suatu entitas dalam periode tertentu. Tiga komponen utama laporan keuangan neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas berfungsi sebagai alat komunikasi keuangan antara manajemen dan para pemangku kepentingan eksternal seperti investor, kreditor, dan otoritas regulator. Ketiga laporan ini memiliki fungsi yang saling melengkapi dan sangat penting dalam proses pengambilan keputusan. Bab ini membahas ketiganya dalam struktur analitis sebagai berikut: (1) Neraca sebagai gambaran posisi keuangan, (2) Laporan laba

rugi sebagai cerminan profitabilitas, dan (3) Laporan arus kas sebagai indikator likuiditas dan kualitas laba.

1. Neraca sebagai Gambaran Posisi Keuangan

Neraca (*balance sheet*) merupakan laporan yang menunjukkan posisi keuangan suatu entitas pada titik waktu tertentu. Menurut Kieso, Weygandt, dan Warfield (2019) dalam buku *Intermediate Accounting*, neraca mengungkapkan tiga unsur utama: aset (*resources*), liabilitas (kewajiban), dan ekuitas pemilik. Aset merepresentasikan apa yang dimiliki atau dikendalikan oleh perusahaan; liabilitas menunjukkan kewajiban perusahaan kepada pihak ketiga; dan ekuitas mencerminkan hak residual pemilik atas aset setelah dikurangi semua kewajiban.

Struktur neraca dibagi menjadi dua sisi yang seimbang: sisi kiri untuk aset, dan sisi kanan untuk liabilitas serta ekuitas. Aset diklasifikasikan berdasarkan likuiditasnya, sedangkan kewajiban dikelompokkan berdasarkan jatuh temponya. Aset lancar seperti kas, piutang, dan persediaan menjadi indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. White, Sondhi, dan Fried (2003) dalam *The Analysis and Use of Financial Statements* menegaskan bahwa analisis struktur neraca penting untuk menilai likuiditas, struktur modal, dan solvabilitas perusahaan. Melalui neraca, analisis keuangan dapat menghitung rasio penting seperti *current ratio*, *debt-to-equity ratio*, dan *total asset turnover*, yang mencerminkan efisiensi dan risiko keuangan. Rasio-rasio ini memungkinkan investor dan kreditor menilai kelangsungan usaha dan stabilitas keuangan perusahaan dalam jangka panjang.

2. Laporan Laba Rugi sebagai Cerminan Profitabilitas

Laporan laba rugi (*income statement*) memberikan gambaran menyeluruh tentang kinerja operasional perusahaan dalam suatu periode. Laporan ini menyajikan pendapatan, beban, keuntungan, dan kerugian, yang pada akhirnya menghasilkan laba bersih. Dalam pandangan Fraser dan Ormiston (2016) dalam *Understanding Financial Statements*, laporan laba rugi mencerminkan hasil akhir dari aktivitas manajerial dalam menghasilkan pendapatan dan mengelola biaya secara efisien. Komponen utama laporan ini mencakup pendapatan operasional, beban pokok penjualan (COGS), laba kotor, beban operasional, dan laba bersih. Pendekatan bertahap dalam menyusun laporan laba rugi memungkinkan

pengguna laporan keuangan mengevaluasi berbagai tingkat profitabilitas, seperti laba operasi dan laba sebelum pajak.

Menurut Stickney *et al.* (2010) dalam *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation*, margin laba (*profit margin*), *return on sales* (ROS), dan *return on equity* (ROE) merupakan indikator kunci yang digunakan untuk menilai profitabilitas dan efektivitas strategi perusahaan. Laporan laba rugi tidak hanya penting untuk menilai keberhasilan perusahaan secara historis, tetapi juga digunakan sebagai dasar proyeksi dan penilaian risiko oleh investor. Ketidakkonsistenan dalam laba operasional atau adanya kenaikan beban non-operasional dapat menjadi sinyal peringatan bagi para analis keuangan.

3. Laporan Arus Kas sebagai Indikator Likuiditas dan Kualitas Laba

Laporan arus kas (*statement of cash flows*) menjelaskan aliran masuk dan keluar kas selama periode tertentu. Laporan ini diklasifikasikan menjadi tiga aktivitas utama: operasi, investasi, dan pendanaan. Menurut Wild, Subramanyam, dan Halsey (2007) dalam *Financial Statement Analysis*, laporan arus kas mengungkapkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari operasi inti dan bagaimana kas tersebut digunakan untuk kegiatan investasi serta pengembalian kepada penyandang dana.

Arus kas dari aktivitas operasi mencerminkan arus kas yang dihasilkan dari kegiatan utama perusahaan. Ini menjadi indikator paling penting bagi likuiditas dan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek. Arus kas dari aktivitas investasi menunjukkan belanja modal atau akuisisi aset tetap, yang mencerminkan arah pertumbuhan perusahaan. Sementara itu, arus kas dari aktivitas pendanaan menginformasikan perubahan struktur modal melalui penerbitan saham, utang, dan pembayaran dividen.

Salah satu kontribusi penting laporan arus kas adalah mengidentifikasi *quality of earnings*, yakni sejauh mana laba akuntansi didukung oleh arus kas nyata. Sebagaimana dijelaskan oleh Penman (2013) dalam *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, perbedaan antara laba bersih dan arus kas dari operasi dapat mengindikasikan praktik akuntansi agresif atau masalah likuiditas yang

tersembunyi. Oleh karena itu, laporan arus kas menjadi alat penting dalam menilai transparansi dan keberlanjutan kinerja keuangan.

B. Rasio Keuangan: Likuiditas, Solvabilitas, Rentabilitas

Rasio keuangan adalah alat analisis kuantitatif yang digunakan untuk mengevaluasi kesehatan dan kinerja keuangan suatu organisasi. Rasio ini menyediakan informasi penting bagi berbagai pemangku kepentingan seperti manajer, investor, kreditor, dan regulator. Tiga kelompok utama dalam rasio keuangan yang sangat esensial dalam proses analisis keuangan adalah: rasio likuiditas, rasio solvabilitas, dan rasio rentabilitas (*profitabilitas*). Ketiganya memberikan perspektif berbeda dalam memahami kemampuan perusahaan dalam menjalankan operasional, memenuhi kewajiban keuangan, dan menciptakan nilai bagi pemilik modal. Setiap kelompok rasio memiliki indikator tersendiri yang digunakan secara luas di berbagai sektor industri.

1. Rasio Likuiditas: Mengukur Kemampuan Memenuhi Kewajiban Jangka Pendek

Rasio likuiditas menggambarkan sejauh mana perusahaan dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang tersedia. Likuiditas yang baik mencerminkan kestabilan operasional dan mengurangi risiko gagal bayar. Menurut Fraser dan Ormiston (2016) dalam *Understanding Financial Statements*, dua rasio utama yang digunakan untuk menilai likuiditas adalah *current ratio* dan *quick ratio (acid-test ratio)*.

- a. *Current ratio* dihitung dengan membandingkan aset lancar terhadap liabilitas lancar. Rasio ini menunjukkan sejauh mana aset yang mudah dicairkan dapat menutupi kewajiban jangka pendek. Idealnya, *current ratio* di atas 1 dianggap sehat, meskipun tergantung pada jenis industrinya.
- b. *Quick ratio* memberikan gambaran lebih konservatif, karena menghilangkan persediaan dari perhitungan aset lancar. Persediaan sering kali membutuhkan waktu lebih lama untuk dikonversi menjadi kas, sehingga rasio ini lebih realistis dalam menilai likuiditas sesungguhnya.

Kieso, Weygandt, dan Warfield (2019) menambahkan bahwa likuiditas sangat penting dalam menjaga kelangsungan operasional dan

mempertahankan kepercayaan kreditor jangka pendek. Likuiditas yang rendah dapat menimbulkan risiko keuangan dan bahkan menyebabkan kebangkrutan jika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban saat jatuh tempo. Oleh karena itu, rasio likuiditas sering dijadikan indikator awal dalam evaluasi kondisi keuangan perusahaan.

2. Rasio Solvabilitas: Menilai Struktur Modal dan Risiko Keuangan

Rasio solvabilitas digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan dapat memenuhi seluruh kewajibannya, baik jangka pendek maupun jangka panjang, dalam jangka waktu panjang. Solvabilitas berkaitan erat dengan struktur modal dan leverage keuangan, yaitu seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang dibandingkan oleh modal sendiri. White, Sondhi, dan Fried (2003) dalam *The Analysis and Use of Financial Statements* menjelaskan bahwa rasio solvabilitas paling umum meliputi:

- a. *Debt to Equity Ratio* (DER): Mengukur proporsi utang terhadap modal pemilik. DER tinggi menunjukkan ketergantungan besar pada utang yang dapat meningkatkan risiko keuangan, meskipun bisa memperbesar potensi pengembalian jika digunakan secara efisien.
- b. *Debt Ratio*: Menggambarkan proporsi total aset yang dibiayai dengan utang. Semakin tinggi debt ratio, semakin besar risiko yang harus ditanggung oleh pemegang obligasi maupun kreditor lainnya.
- c. *Times Interest Earned* (TIE) atau *Interest Coverage Ratio*: Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga dari laba operasi. Nilai TIE yang rendah dapat mengindikasikan tekanan keuangan dan menurunkan kredibilitas perusahaan di mata pemberi pinjaman.

Menurut Wild, Subramanyam, dan Halsey (2007), analisis solvabilitas tidak hanya digunakan oleh kreditor jangka panjang, tetapi juga investor ekuitas yang tertarik memahami risiko finansial yang membayangi pengembalian investasinya. Rasio-rasio tersebut memberikan gambaran apakah perusahaan memiliki struktur modal yang sehat atau justru menanggung risiko kebangkrutan.

3. Rasio Rentabilitas (*Profitabilitas*): Mengukur Efisiensi dan Kinerja Operasional

Rasio rentabilitas atau profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari penjualan, aset, dan modal yang dimiliki. Rasio ini menjadi fokus utama investor karena secara langsung berkaitan dengan pengembalian atas investasi yang ditanamkan. Menurut Stickney *et al.* (2010) dalam *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation*, indikator utama rasio rentabilitas meliputi:

- a. *Gross Profit Margin*: Mengukur efisiensi produksi atau margin keuntungan kotor dari penjualan. *Gross margin* yang tinggi menunjukkan efisiensi dalam pengendalian biaya produksi.
- b. *Net Profit Margin*: Rasio ini mengukur seberapa besar laba bersih yang dihasilkan dari setiap rupiah penjualan. Semakin tinggi rasio ini, semakin baik kinerja keuangan perusahaan.
- c. *Return on Assets (ROA)*: Menunjukkan efisiensi perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan laba. ROA yang tinggi menandakan manajemen yang efektif dalam mengalokasikan sumber daya.
- d. *Return on Equity (ROE)*: Rasio ini mengukur pengembalian atas ekuitas pemilik. ROE menjadi indikator utama bagi investor dalam menilai daya tarik investasi ekuitas pada perusahaan tersebut.

Menurut Penman (2013), rasio rentabilitas tidak hanya menilai kinerja masa lalu, tetapi juga digunakan dalam proyeksi valuasi saham dan estimasi pertumbuhan perusahaan. Rasio-rasio ini memberikan insight tentang efektivitas strategi manajemen, efisiensi operasional, serta prospek pertumbuhan perusahaan ke depan. Selain itu, Brigham dan Houston (2016) dalam *Fundamentals of Financial Management* menegaskan bahwa rasio rentabilitas memiliki keterkaitan erat dengan kebijakan manajemen, seperti pengendalian biaya, strategi harga, dan keputusan investasi. Oleh karena itu, perbandingan rasio ini dari waktu ke waktu (*time series analysis*) maupun antar perusahaan sejenis (*cross-sectional analysis*) sangat penting dalam pengambilan keputusan bisnis.

C. Analisis Tren Benchmarking

Analisis tren dan benchmarking merupakan dua pendekatan penting dalam evaluasi kinerja keuangan jangka panjang dan penilaian posisi kompetitif perusahaan dalam industrinya. Keduanya memberikan perspektif strategis terhadap bagaimana perusahaan telah berkembang selama beberapa periode waktu dan bagaimana posisi keuangannya dibandingkan dengan pesaing atau standar industri. Menurut Brigham dan Houston (2016), pendekatan analisis tren membantu mengidentifikasi arah perubahan dalam performa keuangan, sementara benchmarking memungkinkan perusahaan mengukur efektivitas dan efisiensi operasionalnya terhadap standar terbaik yang relevan. Kedua metode ini sangat relevan dalam konteks manajemen keuangan modern yang berfokus pada pengambilan keputusan berbasis data dan penciptaan nilai jangka panjang.

1. Analisis Tren: Alat Diagnostik untuk Kinerja Jangka Panjang

Analisis tren (*trend analysis*) merupakan teknik yang digunakan untuk mengevaluasi data keuangan dari waktu ke waktu, biasanya dalam periode lima hingga sepuluh tahun. Tujuan utama dari analisis tren adalah untuk mengidentifikasi pola pertumbuhan, penurunan, atau kestabilan dalam aspek-aspek keuangan tertentu seperti pendapatan, laba, arus kas, aset, dan kewajiban. Menurut Stickney *et al.* (2010), tren yang konsisten menunjukkan arah strategi dan efektivitas manajemen dalam mencapai target jangka panjangnya.

Sebagai contoh, peningkatan pendapatan yang stabil selama lima tahun terakhir menunjukkan pertumbuhan pasar atau keberhasilan strategi ekspansi. Sebaliknya, tren penurunan margin laba atau pertumbuhan utang yang lebih cepat dibandingkan aset dapat menjadi sinyal peringatan terhadap ketidakseimbangan struktural dalam keuangan perusahaan. Kieso, Weygandt, dan Warfield (2019) menyatakan bahwa analisis tren sangat efektif dalam mendeteksi pergeseran signifikan dalam kebijakan keuangan, seperti perubahan struktur biaya atau strategi pembiayaan. Selain itu, analisis tren juga berguna dalam penyusunan proyeksi keuangan masa depan (*forecasting*). Dengan memahami pola historis, analis dan manajer keuangan dapat memperkirakan kebutuhan modal, strategi investasi, dan kemampuan pembayaran dividen di masa depan. Hal ini memungkinkan

perusahaan untuk lebih adaptif dalam merespons dinamika pasar yang berubah.

2. Benchmarking: Menilai Diri Berdasarkan Standar Terbaik

Benchmarking adalah proses membandingkan kinerja, proses, atau kebijakan perusahaan dengan perusahaan lain yang dianggap sebagai standar terbaik atau “*best practices*” dalam industri tertentu. Menurut Kaplan dan Norton (1996) dalam karyanya *The Balanced Scorecard*, benchmarking memungkinkan organisasi untuk tidak hanya melihat kelemahan dan kekuatan internalnya, tetapi juga memahami sejauh mana harus meningkatkan kinerja agar tetap kompetitif.

Pada konteks keuangan, benchmarking biasanya dilakukan dengan membandingkan rasio-rasio keuangan seperti ROE, ROA, *gross margin*, atau *debt-to-equity ratio* dengan rata-rata industri, pesaing langsung, atau perusahaan pemimpin pasar. White, Sondhi, dan Fried (2003) menjelaskan bahwa benchmarking keuangan menjadi alat penting bagi investor dan manajer untuk mengidentifikasi kesenjangan dalam efisiensi, profitabilitas, dan struktur modal. Ada dua jenis utama benchmarking:

- a. *Internal benchmarking*, yaitu membandingkan unit atau departemen dalam perusahaan yang sama. Ini sangat berguna untuk perusahaan besar dengan banyak divisi.
- b. *Eksternal benchmarking*, yaitu membandingkan dengan perusahaan lain dalam industri yang sama. Ini lebih umum dan memberikan wawasan strategis terhadap posisi pasar.

Brigham dan Ehrhardt (2011) menekankan bahwa benchmarking efektif ketika perusahaan memahami konteks lingkungan bisnis dan karakteristik sektor industri yang dianalisis. Misalnya, struktur biaya dan margin keuntungan perusahaan ritel akan sangat berbeda dari perusahaan manufaktur atau jasa.

3. Integrasi Analisis Tren dan Benchmarking untuk Pengambilan Keputusan Strategis

Kekuatan terbesar dari kedua pendekatan ini adalah ketika keduanya digunakan secara bersamaan. Analisis tren memberikan pemahaman longitudinal tentang bagaimana kinerja perusahaan berubah dari waktu ke waktu, sedangkan benchmarking menawarkan evaluasi lateral dengan membandingkan performa tersebut terhadap pihak

eksternal. Menurut Garrison, Noreen, dan Brewer (2015), integrasi ini memberikan kerangka kerja yang holistik untuk perencanaan strategis dan pengambilan keputusan yang berbasis pada data objektif. Sebagai contoh, perusahaan dapat melihat tren pertumbuhan laba yang positif selama lima tahun terakhir, namun ketika dibandingkan dengan benchmarking terhadap perusahaan lain di industri yang sama, ternyata profitabilitasnya masih jauh lebih rendah. Informasi ini bisa menjadi dasar manajemen untuk mengevaluasi kembali efisiensi operasional, struktur biaya, atau bahkan strategi harga dan penetrasi pasar.

Integrasi ini juga dapat membantu perusahaan dalam manajemen risiko. Misalnya, tren peningkatan *debt-to-equity ratio* bisa terlihat sebagai bagian dari strategi ekspansi. Namun, jika dibandingkan dengan benchmarking industri, rasio tersebut sudah berada di atas rata-rata, maka perusahaan harus berhati-hati terhadap kemungkinan kesulitan likuiditas atau tekanan beban bunga di masa depan. Menurut Penman (2013), kombinasi tren dan benchmarking juga menjadi pendekatan yang umum digunakan dalam proses valuasi perusahaan, merger dan akuisisi, serta penilaian kinerja eksekutif. Penggunaan data historis yang divalidasi dengan standar eksternal memberikan hasil evaluasi yang lebih dapat dipertanggungjawabkan.

D. Interpretasi dan Implikasi Terhadap Keputusan Manajerial

Keputusan manajerial tidak hanya didasarkan pada intuisi atau pengalaman semata, melainkan harus bersandar pada data kuantitatif yang relevan, khususnya dari laporan keuangan dan alat analisis yang mendukungnya. Dalam konteks manajemen keuangan, interpretasi terhadap data keuangan sangat penting karena dari sinilah arah strategis perusahaan ditentukan, mulai dari investasi, pembiayaan, hingga operasional sehari-hari. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), manajer keuangan dituntut untuk tidak hanya memahami angka, tetapi juga membahas maknanya dalam bentuk kebijakan yang bisa meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pemahaman atas data keuangan dan kemampuannya untuk diterjemahkan ke dalam keputusan yang konkret menjadi esensi dari manajemen keuangan modern.

1. Interpretasi Data Keuangan Sebagai Landasan Kebijakan Strategis

Langkah pertama dalam pengambilan keputusan keuangan yang efektif adalah kemampuan untuk menafsirkan laporan dan rasio keuangan secara komprehensif. Menurut White, Sondhi, dan Fried (2003), interpretasi tidak sebatas mengetahui posisi kas atau laba bersih, tetapi melibatkan pemahaman mendalam mengenai hubungan antara elemen-elemen laporan keuangan serta dampaknya terhadap strategi korporasi. Sebagai contoh, penurunan rasio lancar mungkin tidak selalu berarti perusahaan dalam kesulitan likuiditas, jika disertai dengan peningkatan aset tetap dan pengurangan utang jangka pendek sebagai bagian dari restrukturisasi. Dalam konteks ini, pemahaman konteks industri dan tren historis sangat penting. Analisis rasio harus dikaitkan dengan rencana jangka panjang dan kondisi eksternal yang memengaruhi perusahaan.

Hal senada disampaikan oleh Penman (2013) yang menekankan bahwa interpretasi laporan keuangan harus dikaitkan dengan strategi nilai (*value-based strategy*). Dalam hal ini, manajer harus menilai dampak setiap keputusan terhadap arus kas masa depan, tingkat pengembalian investasi (ROI), dan biaya modal. Keputusan ekspansi pabrik, misalnya, harus dianalisis melalui model *discounted cash flow* (DCF) agar dapat dipastikan bahwa investasi tersebut memberikan nilai tambah bersih bagi pemilik modal.

2. Implikasi Keputusan Berdasarkan Analisis Keuangan: Investasi, Operasi, dan Pembiayaan

Setiap hasil interpretasi dari data keuangan membawa konsekuensi dalam bentuk keputusan manajerial yang berdampak pada struktur dan masa depan perusahaan. Menurut Garrison, Noreen, dan Brewer (2015), terdapat tiga area utama di mana interpretasi laporan keuangan menjadi dasar pengambilan keputusan, yaitu keputusan investasi, operasi, dan pembiayaan.

- a. Investasi: Dalam hal keputusan investasi, interpretasi laporan keuangan memungkinkan manajemen mengevaluasi kebutuhan modal, tingkat pengembalian, serta risiko dari alternatif investasi. Misalnya, analisis tren pertumbuhan pendapatan dan margin operasi dapat menunjukkan bahwa perluasan pasar atau diversifikasi produk adalah langkah yang logis. Di sinilah *net*

present value (NPV) dan *internal Rate of Return* (IRR) menjadi instrumen penting dalam memastikan proyek yang dipilih memberikan nilai tambah positif (Brealey, Myers & Allen, 2014).

- b. Operasi: Dari sisi operasional, interpretasi keuangan membantu manajemen dalam menilai efisiensi biaya dan produktivitas. Margin keuntungan yang rendah bisa jadi berasal dari biaya tetap yang tinggi atau struktur harga yang tidak kompetitif. Dalam kasus ini, benchmarking terhadap pesaing industri sangat membantu. Menurut Stickney *et al.* (2010), manajer harus terus-menerus menggunakan informasi akuntansi untuk melakukan analisis varians dan pengendalian anggaran sebagai dasar perbaikan proses bisnis.
- c. Pembiayaan: Di sisi pembiayaan, analisis struktur modal melalui rasio leverage dan interest coverage ratio menjadi dasar apakah perusahaan sebaiknya menggunakan pendanaan utang atau ekuitas. Jika interest coverage ratio menurun drastis selama beberapa tahun, maka perusahaan mungkin harus menunda penambahan utang baru dan mempertimbangkan rekapitalisasi. Brigham dan Houston (2016) menekankan pentingnya pemahaman atas *cost of capital* dalam pengambilan keputusan pembiayaan, karena biaya modal yang tinggi akan menggerus nilai perusahaan.

3. Integrasi Informasi Keuangan dengan Analisis Non-Keuangan

Pengambilan keputusan manajerial yang efektif tidak dapat hanya mengandalkan data keuangan secara sempit. Dalam praktiknya, manajer harus mengintegrasikan informasi keuangan dengan variabel non-keuangan seperti kepuasan pelanggan, keunggulan teknologi, loyalitas karyawan, dan kondisi pasar. Kaplan dan Norton (1996), melalui pendekatan *Balanced Scorecard*, menyarankan agar pengambilan keputusan bersifat multidimensi, karena nilai perusahaan tidak hanya dibentuk oleh arus kas atau aset tetap, tetapi juga oleh intangible assets yang mendukung penciptaan nilai jangka panjang. Sebagai contoh, jika tren laba menunjukkan stagnasi meskipun pendapatan meningkat, manajemen perlu melihat apakah terjadi peningkatan biaya pemasaran, inovasi produk, atau pelatihan karyawan. Dalam kasus seperti ini, pengeluaran non-keuangan yang tidak tercermin

dalam laporan keuangan jangka pendek sebenarnya merupakan investasi terhadap nilai masa depan perusahaan.

Interpretasi keuangan yang tajam juga harus memperhitungkan faktor risiko eksternal seperti perubahan regulasi, volatilitas mata uang, atau gangguan rantai pasok. Keputusan strategis seperti merger, akuisisi, atau spin-off harus mempertimbangkan nilai wajar aset (*fair value accounting*) serta kemungkinan goodwill impairment (Kieso *et al.*, 2019). Penekanan terhadap integrasi informasi juga berarti bahwa manajer tidak hanya berfokus pada data historis, tetapi juga melakukan proyeksi (*forward-looking analysis*). Hal ini penting agar perusahaan tidak hanya reaktif, tetapi juga proaktif dalam merencanakan masa depan. Menurut Horngren, Sundem, dan Elliott (2010), keputusan strategis seperti pengembangan produk baru atau ekspansi global hanya bisa dilakukan secara efektif jika interpretasi keuangan dikombinasikan dengan pemodelan skenario dan sensitivitas terhadap asumsi-asumsi ekonomi.

E. Indikator Analisis Laporan Keuangan dan Kinerja

Analisis laporan keuangan merupakan salah satu instrumen terpenting dalam manajemen keuangan, karena memberikan dasar pengambilan keputusan yang terukur, faktual, dan objektif. Indikator dalam analisis laporan keuangan tidak hanya digunakan untuk menilai kinerja masa lalu, melainkan juga untuk memproyeksikan kesehatan keuangan perusahaan di masa mendatang serta mengarahkan strategi bisnis jangka panjang. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), penggunaan indikator yang tepat akan membantu perusahaan dalam mengukur efisiensi operasional, efektivitas strategi pembiayaan, dan potensi pertumbuhan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pemilihan dan pemahaman atas indikator-indikator utama sangat penting agar informasi keuangan tidak hanya menjadi data statis, tetapi menjadi alat dinamis dalam manajemen.

1. Indikator Likuiditas dan Efisiensi Operasional

Indikator pertama yang harus dipertimbangkan dalam analisis laporan keuangan adalah indikator likuiditas, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Menurut White, Sondhi, dan Fried (2003), likuiditas merupakan tolok

ukur penting yang digunakan oleh kreditur jangka pendek, pemasok, dan manajer operasional untuk memastikan kelangsungan operasional perusahaan.

Indikator yang paling umum adalah *current ratio* (rasio lancar) dan *quick ratio* (rasio cepat). *Current ratio* dihitung dengan membagi total aset lancar dengan total kewajiban lancar. Rasio ini menunjukkan sejauh mana aset lancar cukup untuk menutupi utang lancar perusahaan. *Quick ratio* adalah versi yang lebih konservatif, karena tidak memasukkan persediaan dalam aset lancar. Rasio ini menilai kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa harus menjual persediaan. Selain likuiditas, efisiensi operasional juga menjadi perhatian utama. Dalam hal ini, indikator yang digunakan antara lain adalah perputaran persediaan, perputaran piutang, dan perputaran aset tetap. Stickney *et al.* (2010) menjelaskan bahwa semakin tinggi tingkat perputaran, maka semakin efisien perusahaan dalam mengelola sumber dayanya. Misalnya, perputaran persediaan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu menjual barangnya dengan cepat, sehingga menurunkan risiko penumpukan stok yang tidak produktif.

Efisiensi operasional juga dapat diukur dari *operating cycle* dan *cash conversion cycle*. Kedua indikator ini menggambarkan seberapa cepat perusahaan mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi kas. Analisis indikator ini sangat penting dalam pengambilan keputusan manajerial terkait kebijakan kredit, pengelolaan stok, dan strategi produksi.

2. Indikator Profitabilitas dan Pertumbuhan Nilai

Indikator selanjutnya adalah profitabilitas, yang menjadi cerminan kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan. Menurut Garrison, Noreen, dan Brewer (2015), profitabilitas merupakan ukuran paling langsung atas keberhasilan strategi dan efisiensi manajerial perusahaan dalam menghasilkan laba. Beberapa indikator utama profitabilitas adalah:

- a. *Gross Profit Margin*: menunjukkan efisiensi produksi dan *pricing strategy*.
- b. *Operating Profit Margin*: menggambarkan profitabilitas operasi inti sebelum pajak dan bunga.

- c. *Net Profit Margin*: menggambarkan efektivitas keseluruhan setelah semua beban dikurangkan.
- d. *Return on Assets (ROA)*: mengukur efisiensi penggunaan total aset dalam menghasilkan laba.
- e. *Return on Equity (ROE)*: menilai efektivitas perusahaan dalam mengelola modal sendiri untuk mendapatkan keuntungan.

Menurut Penman (2013), indikator ROE adalah indikator paling penting bagi investor karena menunjukkan seberapa besar pengembalian dari modal yang telah diinvestasikan. Namun, ROE juga harus dianalisis bersama dengan struktur modal agar tidak menyesatkan. ROE yang tinggi karena penggunaan utang yang besar bisa menunjukkan risiko leverage yang meningkat. Pertumbuhan nilai perusahaan juga diukur melalui *Earnings per Share (EPS)*, *Price to Earnings Ratio (P/E Ratio)*, dan *Market to Book Ratio (M/B Ratio)*. EPS menunjukkan laba bersih per lembar saham yang menjadi dasar dividen dan harga saham. Sementara itu, P/E Ratio dan M/B Ratio digunakan oleh investor untuk menilai prospek pertumbuhan dan valuasi pasar dari suatu perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2016), indikator-indikator tersebut harus dilihat secara bersamaan dalam kerangka *value creation*, karena tujuan akhir dari manajemen keuangan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, bukan hanya mengejar laba sesaat.

3. Indikator Leverage, Risiko, dan Kinerja Jangka Panjang

Dimensi lain yang krusial dalam analisis laporan keuangan adalah struktur modal dan risiko keuangan yang melekat. Dalam hal ini, indikator leverage menjadi penting karena menunjukkan seberapa besar ketergantungan perusahaan terhadap pembiayaan eksternal, terutama utang. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014), leverage yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan, sedangkan leverage yang rendah bisa menunjukkan ketidakefisienan dalam struktur modal. Beberapa indikator utama yang digunakan meliputi:

- a. *Debt to Equity Ratio*: perbandingan antara total utang dan ekuitas.
- b. *Debt Ratio*: persentase aset yang dibiayai oleh utang.
- c. *Times Interest Earned (TIE)*: sejauh mana laba operasional dapat menutup beban bunga.

Pada jangka panjang, indikator *economic value added (EVA)* dan *residual income* digunakan untuk menilai apakah perusahaan

menghasilkan laba bersih yang melebihi biaya modal. Konsep ini diperkenalkan oleh Stewart (1991) dan dikembangkan lebih lanjut oleh perusahaan konsultan Stern Stewart & Co., dan menunjukkan bahwa perusahaan yang menciptakan EVA positif berarti meningkatkan nilai perusahaan secara riil. Lebih jauh lagi, indikator risiko sistemik dan sensitivitas pasar seperti beta, *value-at-risk* (VaR), dan *cash flow at risk* (CFaR) mulai digunakan dalam lingkungan keuangan yang lebih kompleks. Menurut Kieso, Weygandt, dan Warfield (2019), manajer keuangan harus mampu mengintegrasikan analisis kinerja keuangan dengan manajemen risiko agar keputusan strategis tidak hanya menguntungkan secara nominal, tetapi juga stabil secara jangka panjang. Oleh karena itu, indikator keuangan tidak dapat digunakan secara terpisah, melainkan harus digabungkan dalam satu kerangka pemikiran yang koheren dan terintegrasi. Kaplan dan Norton (1996) kembali menegaskan pentingnya menggabungkan indikator keuangan dengan indikator non-keuangan dalam *Balanced Scorecard* agar kinerja perusahaan dapat dinilai secara menyeluruh dan berorientasi masa depan.

F. Soal Latihan

1. Jelaskan fungsi dan isi utama dari tiga laporan keuangan dasar (neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas). Bagaimana ketiganya saling berkaitan dalam memberikan gambaran kinerja keuangan perusahaan?
2. Apa perbedaan antara rasio likuiditas, solvabilitas, dan rentabilitas? Berikan masing-masing satu contoh rasio dan jelaskan bagaimana penggunaannya dalam menilai kesehatan keuangan perusahaan.
3. Uraikan langkah-langkah dalam melakukan analisis tren dan benchmarking terhadap laporan keuangan. Mengapa analisis ini penting bagi manajemen?
4. Bagaimana interpretasi data keuangan dapat memengaruhi keputusan manajerial? Berikan contoh keputusan yang didasarkan pada hasil analisis laporan keuangan.
5. Jelaskan apa yang dimaksud dengan indikator analisis laporan keuangan dan kinerja. Mengapa penting bagi perusahaan untuk memantau indikator-indikator ini secara berkala?

BAB IV

PERENCANAAN DAN PENGANGGARAN KEUANGAN

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan proses perencanaan keuangan jangka pendek dan panjang, memahami penyusunan anggaran modal, memahami *forecasting* dan proyeksi keuangan, memahami pengelolaan modal kerja, serta memahami pengelolaan modal kerja. Sehingga pembaca dapat memiliki keterampilan yang komprehensif dalam merencanakan dan mengelola keuangan perusahaan secara optimal, adaptif, dan berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang.

Materi Pembelajaran

- Proses Perencanaan Keuangan Jangka Pendek dan Panjang
- Penyusunan Anggaran Modal
- *Forecasting* dan Proyeksi Keuangan
- Pengelolaan Modal Kerja
- Pengelolaan Modal Kerja
- Soal Latihan

A. Proses Perencanaan Keuangan Jangka Pendek dan Panjang

1. Konsep dan Tujuan Perencanaan Keuangan

Perencanaan keuangan merupakan proses sistematis yang melibatkan penentuan tujuan keuangan organisasi serta strategi yang akan digunakan untuk mencapainya, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Menurut Gitman dan Zutter (2012), perencanaan keuangan bertujuan untuk menyediakan kerangka kerja dalam mengelola keuangan secara efisien dan efektif agar perusahaan mampu bertahan serta berkembang dalam lingkungan bisnis yang kompetitif. Dalam perencanaan jangka pendek, fokus utama adalah mengelola kebutuhan

modal kerja, arus kas, dan likuiditas perusahaan agar kegiatan operasional dapat berlangsung tanpa hambatan. Hal ini mencakup proyeksi pendapatan dan pengeluaran harian hingga tahunan, pengaturan utang dagang dan piutang, serta pengelolaan persediaan.

Perencanaan jangka panjang lebih berorientasi pada keberlangsungan bisnis dalam beberapa tahun ke depan. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2013), perencanaan keuangan jangka panjang mencakup strategi investasi, ekspansi usaha, struktur pembiayaan jangka panjang, dan akuisisi aset tetap. Tujuan utama dari perencanaan jangka panjang adalah memastikan bahwa perusahaan dapat tumbuh secara berkelanjutan dan mampu memberikan nilai tambah bagi para pemangku kepentingan. Selain itu, perencanaan keuangan yang baik juga mampu membantu perusahaan menghadapi ketidakpastian pasar dan mengurangi risiko kebangkrutan. Berdasarkan penelitian Brigham dan Houston (2011), organisasi yang memiliki sistem perencanaan keuangan yang matang cenderung memiliki kinerja yang lebih stabil dan responsif terhadap perubahan lingkungan eksternal, karena telah menyiapkan skenario-skenario strategis untuk mengantisipasi berbagai kemungkinan yang muncul.

2. Tahapan dalam Proses Perencanaan Keuangan

Proses perencanaan keuangan mencakup beberapa tahapan penting yang harus dilakukan secara sistematis dan terintegrasi. Tahapan pertama adalah analisis kondisi keuangan saat ini, yang mencakup evaluasi terhadap laporan keuangan historis, posisi likuiditas, profitabilitas, dan solvabilitas. Tahapan ini penting untuk memahami kekuatan dan kelemahan internal perusahaan. Menurut Keown *et al.* (2011), tanpa pemahaman yang menyeluruh mengenai kondisi keuangan aktual, manajemen tidak dapat menetapkan rencana yang realistis dan dapat dicapai.

Tahapan kedua adalah penetapan tujuan keuangan jangka pendek dan jangka panjang. Tujuan ini harus spesifik, terukur, dapat dicapai, relevan, dan memiliki batas waktu yang jelas (prinsip SMART). Tujuan jangka pendek umumnya mencakup pengendalian kas dan peningkatan efisiensi operasional, sementara tujuan jangka panjang bisa berupa peningkatan pangsa pasar atau ekspansi ke wilayah baru. Penentuan tujuan ini sangat dipengaruhi oleh visi dan misi perusahaan, serta kondisi eksternal seperti tren industri dan regulasi pemerintah.

Tahap ketiga adalah perumusan strategi keuangan, yang mencakup pengambilan keputusan investasi, pembiayaan, dan dividen. Setiap strategi harus mempertimbangkan dampaknya terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Weston dan Brigham (1993) menekankan pentingnya sinergi antara strategi keuangan dan strategi bisnis keseluruhan agar rencana keuangan dapat mendukung pertumbuhan berkelanjutan.

Tahapan terakhir adalah pengendalian dan evaluasi, yaitu memantau implementasi perencanaan keuangan secara berkala dan melakukan penyesuaian jika diperlukan. Evaluasi dilakukan dengan membandingkan hasil aktual dengan rencana yang telah ditetapkan, untuk mengidentifikasi penyimpangan serta mengambil tindakan korektif. Pengendalian ini penting agar perencanaan keuangan tidak hanya menjadi dokumen formal, tetapi benar-benar dijalankan secara konsisten oleh seluruh bagian organisasi.

3. Implementasi Strategis dan Integrasi dalam Fungsi Bisnis

Perencanaan keuangan yang baik tidak akan efektif tanpa implementasi strategis dan integrasi ke seluruh fungsi bisnis. Hal ini sejalan dengan pandangan Van Horne dan Wachowicz (2008), yang menyatakan bahwa keberhasilan perencanaan keuangan sangat tergantung pada keterlibatan lintas fungsi dan komitmen dari seluruh elemen organisasi. Dalam praktiknya, departemen keuangan harus bekerja sama dengan unit pemasaran, produksi, sumber daya manusia, dan teknologi informasi untuk memastikan bahwa setiap aktivitas operasional selaras dengan strategi keuangan yang telah dirancang.

Implementasi strategi jangka pendek, seperti pengelolaan kas dan modal kerja, harus didukung dengan sistem informasi manajemen yang andal dan cepat. Informasi real-time mengenai arus kas dan piutang sangat penting untuk menghindari krisis likuiditas yang dapat mengganggu kelangsungan operasional perusahaan. Menurut Block, Hirt, dan Danielsen (2011), teknologi keuangan (*fintech*) seperti sistem ERP dan perangkat lunak akuntansi berbasis cloud sangat membantu dalam mempercepat pengambilan keputusan keuangan yang tepat waktu.

Strategi jangka panjang seperti ekspansi usaha, diversifikasi produk, atau pembiayaan proyek-proyek besar harus didasarkan pada analisis kelayakan yang komprehensif. Di sini, pendekatan seperti capital budgeting (penganggaran modal), analisis NPV (*Net Present*

Value), dan IRR (*Internal Rate of Return*) sangat dibutuhkan. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014), penggunaan metode penilaian investasi yang tepat akan meminimalkan risiko kegagalan proyek dan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Selain itu, keberhasilan implementasi perencanaan keuangan juga sangat bergantung pada kepemimpinan dan budaya organisasi. Kepemimpinan yang visioner akan mendorong budaya kerja yang disiplin, akuntabel, dan berorientasi pada pencapaian target keuangan. Dalam konteks ini, peran *Chief Financial Officer* (CFO) menjadi sangat krusial, karena tidak hanya bertanggung jawab atas pelaporan keuangan, tetapi juga menjadi arsitek strategi keuangan perusahaan. Dengan demikian, perencanaan keuangan yang strategis dan terintegrasi akan membantu perusahaan dalam mencapai tujuan jangka pendek secara efisien dan mengarahkan pertumbuhan jangka panjang yang berkelanjutan.

B. Penyusunan Anggaran Modal

1. Pengertian dan Tujuan Anggaran Modal

Anggaran modal (*capital budgeting*) merupakan proses perencanaan dan pengambilan keputusan investasi jangka panjang yang melibatkan pengeluaran dana perusahaan dalam jumlah besar untuk proyek-proyek yang memiliki nilai strategis. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), anggaran modal adalah proses yang digunakan perusahaan untuk mengevaluasi dan memilih investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Proyek-proyek tersebut bisa berupa pembelian aset tetap, ekspansi fasilitas, investasi teknologi baru, atau akuisisi perusahaan lain.

Tujuan utama dari penyusunan anggaran modal adalah untuk memastikan bahwa sumber daya yang dimiliki perusahaan digunakan secara optimal dan dialokasikan pada proyek-proyek yang mampu memberikan pengembalian yang paling tinggi relatif terhadap risiko yang diambil. Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa keputusan anggaran modal bersifat irreversible dan berdampak jangka panjang terhadap struktur keuangan serta strategi bisnis perusahaan. Oleh karena itu, penyusunan anggaran modal harus dilakukan secara hati-hati dan berdasarkan analisis keuangan yang mendalam. Ross, Westerfield, dan Jordan (2013) menekankan bahwa keputusan anggaran modal tidak hanya mempertimbangkan aspek finansial, tetapi juga faktor strategis

seperti sinergi operasional, posisi pasar, dan dampak lingkungan. Anggaran modal yang dirancang dengan baik akan mendukung pertumbuhan berkelanjutan dan menciptakan nilai jangka panjang bagi pemegang saham.

2. Proses Penyusunan dan Penilaian Proyek Investasi

Proses penyusunan anggaran modal melibatkan beberapa tahapan sistematis yang dirancang untuk menilai kelayakan proyek dari perspektif keuangan dan strategis. Menurut Keown *et al.* (2011), proses anggaran modal dimulai dari identifikasi peluang investasi, di mana perusahaan menyaring berbagai usulan proyek yang datang dari berbagai divisi. Proyek-proyek ini kemudian dikaji untuk melihat kesesuaian dengan visi, misi, dan strategi perusahaan.

Tahap selanjutnya adalah estimasi arus kas dari masing-masing proyek. Arus kas yang diproyeksikan harus mencerminkan manfaat ekonomi yang akan diperoleh perusahaan selama umur proyek. Penting untuk memperhitungkan arus kas masuk dan keluar secara neto dan mengabaikan aspek non-kas seperti depresiasi, kecuali untuk tujuan pajak. Estimasi ini juga harus mempertimbangkan faktor eksternal seperti inflasi, risiko pasar, dan volatilitas harga.

Tahap ketiga adalah penilaian proyek menggunakan teknik evaluasi investasi, seperti:

- a. *Net Present Value* (NPV): Mengukur selisih antara nilai sekarang dari arus kas masuk dan arus kas keluar proyek. Jika $NPV > 0$, maka proyek layak dilaksanakan.
- b. *Internal Rate of Return* (IRR): Tingkat pengembalian yang menyamakan NPV menjadi nol. Proyek diterima jika $IRR >$ biaya modal perusahaan.
- c. *Payback Period*: Waktu yang dibutuhkan untuk mengembalikan investasi awal. Meskipun sederhana, metode ini tidak mempertimbangkan nilai waktu uang.
- d. *Profitability Index* (PI): Rasio antara nilai sekarang arus kas masuk dengan investasi awal. $PI > 1$ menandakan proyek layak.

Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014), metode NPV dan IRR adalah metode yang paling disarankan karena memperhitungkan nilai waktu uang dan keseluruhan arus kas proyek. Namun, dalam praktiknya, perusahaan sering menggunakan kombinasi beberapa

metode untuk meminimalkan bias dan memperkuat justifikasi pengambilan keputusan.

3. Risiko, Analisis Sensitivitas, dan Implementasi Strategis

Keputusan anggaran modal tidak dapat dipisahkan dari risiko, karena keputusan tersebut menyangkut prediksi masa depan yang penuh ketidakpastian. Van Horne dan Wachowicz (2008) menyatakan bahwa setiap proyek memiliki potensi deviasi dari arus kas yang diperkirakan, baik karena faktor internal seperti kesalahan manajerial maupun eksternal seperti perubahan regulasi atau kondisi ekonomi makro.

Untuk mengelola ketidakpastian ini, perusahaan menggunakan berbagai teknik evaluasi risiko, antara lain:

- a. Analisis sensitivitas: Menilai seberapa sensitif NPV proyek terhadap perubahan variabel-variabel kunci seperti volume penjualan, biaya operasional, atau suku bunga. Jika perubahan kecil pada variabel menyebabkan perubahan besar pada NPV, maka proyek dikategorikan sebagai berisiko tinggi.
- b. Analisis skenario: Mengembangkan beberapa skenario seperti skenario optimis, realistis, dan pesimis untuk melihat kinerja proyek dalam kondisi yang berbeda.
- c. Simulasi Monte Carlo: Menggunakan teknik statistik untuk memperkirakan distribusi kemungkinan hasil investasi berdasarkan input yang bervariasi.

Penyusunan anggaran modal juga harus mempertimbangkan ketersediaan dana dan prioritas proyek. Tidak semua proyek yang layak bisa dibiayai secara bersamaan, sehingga perusahaan perlu menggunakan teknik penganggaran modal terbatas (*capital rationing*), di mana proyek-proyek bersaing untuk mendapatkan alokasi dana terbatas berdasarkan skor penilaian tertentu. Implementasi anggaran modal harus didukung oleh struktur organisasi dan sistem monitoring yang memadai. Menurut Block, Hirt, dan Danielsen (2011), keberhasilan implementasi proyek modal sangat tergantung pada komitmen manajemen, komunikasi antar-departemen, serta kemampuan untuk melakukan penyesuaian jika terjadi deviasi selama eksekusi proyek. Penting pula untuk menciptakan mekanisme evaluasi pasca-implementasi, di mana proyek yang sudah berjalan dievaluasi kembali untuk membandingkan hasil aktual dengan estimasi awal. Proses ini dikenal sebagai post-audit dan bertujuan untuk meningkatkan akurasi

estimasi proyek di masa mendatang dan mendorong akuntabilitas dalam pengambilan keputusan investasi.

C. *Forecasting* dan Proyeksi Keuangan

1. Pengertian dan Peran *Forecasting* Keuangan dalam Manajemen

Forecasting keuangan merupakan aktivitas penting dalam proses perencanaan keuangan karena menyediakan dasar bagi manajemen untuk mengantisipasi kondisi keuangan perusahaan di masa mendatang. Menurut Gitman dan Zutter (2012), *forecasting* keuangan adalah proses memperkirakan kondisi keuangan suatu organisasi berdasarkan data historis dan asumsi-asumsi tentang masa depan, termasuk penjualan, biaya, laba, dan kebutuhan pendanaan. *Forecasting* tidak hanya penting untuk kelangsungan operasional, tetapi juga menjadi komponen esensial dalam pengambilan keputusan strategis.

Brigham dan Ehrhardt (2011) menjelaskan bahwa *forecasting* keuangan mendukung perencanaan jangka pendek dan panjang, memungkinkan perusahaan memproyeksikan ketersediaan kas, mengidentifikasi kebutuhan pendanaan, serta menetapkan target keuangan yang realistis. *Forecasting* juga digunakan untuk mengevaluasi dampak dari keputusan manajerial, seperti peluncuran produk baru atau ekspansi bisnis, terhadap struktur keuangan. Dalam praktiknya, *forecasting* tidak semata-mata berorientasi pada estimasi kuantitatif. Keown *et al.* (2011) menekankan bahwa proses ini harus mempertimbangkan tren ekonomi, perubahan kebijakan pemerintah, dan fluktuasi pasar. Oleh karena itu, *forecasting* memerlukan pendekatan sistemik yang melibatkan kolaborasi antar fungsi bisnis, seperti pemasaran, produksi, dan akuntansi.

2. Metode *Forecasting*: Kuantitatif dan Kualitatif

Metode *forecasting* secara umum terbagi menjadi dua kategori besar, yaitu metode kuantitatif dan kualitatif. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2008), metode kuantitatif menggunakan data numerik historis untuk membuat estimasi masa depan. Teknik ini sangat cocok untuk perusahaan dengan rekam jejak data yang stabil dan konsisten. Metode kuantitatif yang paling umum digunakan meliputi:

- a. Analisis tren: Mengidentifikasi pola dari data historis untuk memperkirakan nilai di masa depan. Cocok untuk data dengan pertumbuhan linear atau musiman.
- b. Regresi linier: Menghubungkan variabel dependen (seperti penjualan) dengan satu atau lebih variabel independen (seperti pengeluaran iklan).
- c. Model *time-series* (deret waktu): Seperti *moving average* dan *exponential smoothing*, sering digunakan untuk memproyeksikan data musiman atau siklus.

Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014), metode kuantitatif sangat bergantung pada asumsi bahwa tren masa lalu akan berlanjut di masa depan. Namun, asumsi ini dapat menjadi lemah saat terjadi gangguan besar dalam pasar atau muncul teknologi disruptif. Sebaliknya, metode kualitatif lebih bergantung pada penilaian subjektif dari para ahli atau pengalaman manajer. Metode ini digunakan ketika data historis terbatas atau tidak relevan, misalnya saat memasuki pasar baru atau meluncurkan produk baru. Metode yang umum digunakan antara lain:

- a. *Delphi Method*: Mengumpulkan pendapat dari panel ahli secara anonim dan berulang kali sampai tercapai konsensus.
- b. *Market research*: Menggunakan survei atau wawancara pelanggan untuk memproyeksikan permintaan.
- c. *Force-field analysis*: Mengidentifikasi faktor pendukung dan penghambat terhadap suatu arah perubahan keuangan.

Block, Hirt, dan Danielsen (2011) menyarankan untuk menggabungkan metode kuantitatif dan kualitatif agar diperoleh hasil *forecasting* yang lebih akurat dan komprehensif. Pendekatan gabungan ini memungkinkan perusahaan menangkap aspek statistik sekaligus intuisi dan wawasan pasar yang tidak tertangkap oleh angka.

3. Proyeksi Laporan Keuangan dan Aplikasinya dalam Perencanaan

Proyeksi keuangan adalah hasil konkret dari proses *forecasting*, yang biasanya diwujudkan dalam bentuk proyeksi laporan keuangan: proyeksi laporan laba rugi, neraca, dan arus kas. Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa proyeksi laporan keuangan digunakan untuk mengevaluasi kelayakan finansial dari rencana strategis, termasuk ekspansi usaha, akuisisi, restrukturisasi utang, dan distribusi dividen.

Dalam penyusunan proyeksi laporan laba rugi, faktor utama yang dipertimbangkan adalah proyeksi penjualan. Berdasarkan proyeksi ini, manajer dapat menghitung estimasi biaya variabel, biaya tetap, dan laba bersih. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2013), laporan laba rugi pro forma ini memberikan wawasan awal mengenai dampak dari rencana operasional terhadap profitabilitas.

Proyeksi neraca mencakup estimasi terhadap aset, kewajiban, dan ekuitas berdasarkan hubungan finansial masa lalu dan asumsi pertumbuhan. Misalnya, piutang dagang bisa diproyeksikan dengan asumsi bahwa akan mencerminkan persentase tertentu dari penjualan. Sedangkan proyeksi arus kas sangat penting untuk memastikan bahwa perusahaan memiliki likuiditas yang memadai selama pelaksanaan rencana strategis. Brealey, Myers, dan Allen (2014) menekankan pentingnya analisis rasio dalam menilai hasil proyeksi keuangan. Dengan menggunakan rasio-rasio seperti *current ratio*, *debt-to-equity*, dan *return on assets*, manajemen dapat mengevaluasi seberapa sehat struktur keuangan berdasarkan proyeksi yang dibuat.

Proyeksi keuangan juga digunakan dalam analisis skenario, yang menguji dampak dari perubahan variabel utama terhadap kinerja keuangan. Misalnya, bagaimana jika penjualan turun 10% dari perkiraan? Atau bagaimana jika biaya bahan baku meningkat tajam? Keown *et al.* (2011) menyarankan agar perusahaan menggunakan pendekatan konservatif dalam penyusunan proyeksi untuk meminimalkan risiko optimisme berlebih (*overconfidence bias*). Implementasi proyeksi juga membutuhkan sistem monitoring agar realisasi dapat dibandingkan dengan estimasi secara berkala. Deviansi yang signifikan antara proyeksi dan realisasi harus menjadi bahan evaluasi untuk penyempurnaan metode *forecasting* di masa mendatang.

D. Pengelolaan Modal Kerja

1. Konsep dan Komponen Modal Kerja

Modal kerja (*working capital*) merujuk pada selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar suatu perusahaan. Brigham dan Houston (2012) menyatakan bahwa pengelolaan modal kerja merupakan bagian penting dari manajemen keuangan jangka pendek karena berkaitan langsung dengan likuiditas dan kelangsungan operasional. Modal kerja yang cukup memungkinkan perusahaan memenuhi kewajiban jangka

pendek dan mendanai siklus operasional harian tanpa gangguan. Komponen utama modal kerja meliputi aset lancar (kas, piutang, persediaan) dan kewajiban lancar (utang dagang, utang pajak, beban yang masih harus dibayar). Menurut Gitman dan Zutter (2012), keberhasilan pengelolaan modal kerja sangat tergantung pada kemampuan perusahaan dalam mengatur ketiga aset lancar tersebut agar selaras dengan tingkat penjualan dan pola pembayaran pelanggan.

Kas adalah elemen paling likuid dari aset lancar dan menjadi penopang utama dalam menghadapi pengeluaran tak terduga. Menurut Keown *et al.* (2011), kas bukan hanya alat pembayaran, tetapi juga alat strategi untuk mendapatkan diskon pembayaran awal atau menangkap peluang investasi jangka pendek. Piutang usaha mewakili tagihan kepada pelanggan atas penjualan kredit. Pengelolaannya mencakup kebijakan pemberian kredit, penagihan, serta pengendalian terhadap piutang tak tertagih. Menurut Block dan Hirt (2011), semakin besar piutang, semakin besar pula kebutuhan modal kerja. Namun, peningkatan penjualan kredit yang tidak diimbangi dengan pengelolaan risiko kredit akan menurunkan efektivitas modal kerja.

Persediaan mencakup bahan baku, barang dalam proses, dan barang jadi. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2008), manajemen persediaan yang efisien mampu menyeimbangkan antara kebutuhan produksi dan biaya penyimpanan. Terlalu banyak persediaan akan meningkatkan biaya dan risiko usang, sementara kekurangan persediaan dapat mengganggu proses produksi dan merusak reputasi layanan. Keseluruhan komponen tersebut harus dikelola secara dinamis. Ketidakseimbangan antar komponen bisa menimbulkan *working capital crunch* yang dapat berdampak buruk pada arus kas dan kesehatan keuangan jangka pendek perusahaan.

2. Strategi Pengelolaan Modal Kerja yang Efektif

Pengelolaan modal kerja yang baik membutuhkan strategi terintegrasi antara pengendalian kas, piutang, dan persediaan, serta optimalisasi utang jangka pendek. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), pendekatan ini dikenal sebagai *working capital policy* yang bisa bersifat konservatif, moderat, atau agresif. Strategi konservatif mempertahankan modal kerja yang tinggi dengan aset lancar yang besar dan utang jangka pendek yang kecil. Meskipun aman, pendekatan ini dapat menurunkan profitabilitas karena dana banyak terikat pada aset

yang kurang produktif. Sebaliknya, strategi agresif meminimalkan modal kerja dengan menekan kas, piutang, dan persediaan, serta memaksimalkan utang jangka pendek. Strategi ini berisiko tinggi karena ketergantungan terhadap pembiayaan eksternal dalam jangka pendek. Strategi moderat mencari keseimbangan antara risiko dan profitabilitas.

Keown *et al.* (2011) menyarankan penggunaan siklus konversi kas (*cash conversion cycle/CCC*) sebagai alat ukur efisiensi modal kerja. CCC mengukur berapa lama waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mengubah investasi pada persediaan dan piutang menjadi kas. Semakin pendek CCC, semakin baik efisiensi modal kerja. CCC dihitung dari:

- a. *Days Inventory Outstanding* (DIO)
- b. *Days Sales Outstanding* (DSO)
- c. *Days Payable Outstanding* (DPO)

Mengelola CCC berarti menekan DIO dan DSO, serta memperpanjang DPO, sepanjang tidak merusak hubungan dengan pemasok. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014), dalam lingkungan bisnis yang kompetitif, perusahaan dituntut memiliki kemampuan real-time dalam memantau kas masuk dan keluar. Teknologi informasi seperti *Enterprise Resource Planning* (ERP) menjadi alat penting dalam mengoptimalkan keputusan pengelolaan modal kerja, memungkinkan integrasi antara bagian keuangan, pembelian, produksi, dan penjualan. Aspek lain dari strategi pengelolaan modal kerja adalah pembiayaan jangka pendek. Perusahaan harus bijak dalam memilih antara utang dagang, kredit bank jangka pendek, dan pembiayaan lainnya. Kombinasi sumber dana ini harus mempertimbangkan biaya bunga, jatuh tempo, dan fleksibilitas pembiayaan. Menurut Ross *et al.* (2013), manajer keuangan harus mampu menyeimbangkan antara efisiensi modal kerja dan kestabilan likuiditas.

3. Implikasi Pengelolaan Modal Kerja terhadap Profitabilitas dan Risiko

Pengelolaan modal kerja yang baik tidak hanya menjaga kelancaran operasional, tetapi juga berkontribusi terhadap profitabilitas perusahaan. Menurut Deloof (2003) dalam jurnal *The Journal of Business Finance & Accounting*, terdapat hubungan negatif antara panjangnya siklus konversi kas dengan profitabilitas perusahaan. Artinya, semakin efisien pengelolaan modal kerja, semakin besar potensi laba bersih yang diperoleh. Pengelolaan piutang yang buruk, misalnya,

tidak hanya meningkatkan risiko piutang tak tertagih, tetapi juga menyita kas yang seharusnya bisa digunakan untuk kegiatan produktif. Demikian pula, terlalu banyak persediaan menurunkan perputaran aset, meningkatkan biaya penyimpanan, dan menekan margin keuntungan.

Ross, Westerfield, dan Jordan (2013) mengingatkan bahwa keputusan terkait modal kerja harus memperhatikan risiko likuiditas. Perusahaan dengan cadangan kas minim rentan terhadap gangguan operasional bila terjadi penurunan penjualan mendadak atau keterlambatan pembayaran oleh pelanggan. Ketidaksiapan menghadapi fluktuasi tersebut bisa berakibat pada default pembayaran atau penurunan kepercayaan pemasok dan kreditor. Dalam jangka panjang, pengelolaan modal kerja juga memengaruhi nilai perusahaan. Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa investor menilai efektivitas manajemen modal kerja melalui rasio keuangan seperti *current ratio*, *quick ratio*, dan *working capital turnover*.

Rasio-rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjaga likuiditas, memanfaatkan aset lancar, dan mengelola kewajiban jangka pendek. Selain itu, kebijakan modal kerja juga berdampak pada struktur pembiayaan perusahaan. Perusahaan dengan kebijakan konservatif cenderung membutuhkan pembiayaan ekuitas lebih besar, sementara perusahaan agresif lebih banyak menggunakan utang jangka pendek. Brigham dan Ehrhardt (2011) menggarisbawahi bahwa keputusan ini harus dikaitkan dengan strategi pembiayaan secara keseluruhan, karena struktur modal memengaruhi biaya modal dan risiko finansial. Oleh karena itu, pengelolaan modal kerja bukan hanya tugas administratif, melainkan bagian dari strategi keuangan perusahaan yang kompleks dan membutuhkan pemahaman mendalam terhadap hubungan antara likuiditas, risiko, dan profitabilitas.

E. Pengelolaan Modal Kerja

1. Konsep Dasar dan Signifikansi Modal Kerja

Modal kerja atau *working capital* merupakan elemen vital dalam operasional perusahaan karena mencerminkan kemampuan suatu entitas dalam memenuhi kewajiban jangka pendek serta menjaga kontinuitas usaha. Menurut Gitman dan Zutter (2012), modal kerja didefinisikan sebagai selisih antara aset lancar dengan kewajiban lancar. Modal kerja bersih (*net working capital*) yang positif mengindikasikan bahwa

perusahaan memiliki likuiditas yang cukup untuk menjalankan kegiatan operasional secara normal, sementara modal kerja negatif bisa menjadi indikator potensi kesulitan keuangan dalam jangka pendek. Van Horne dan Wachowicz (2008) menegaskan bahwa manajemen modal kerja adalah pengelolaan aset dan kewajiban jangka pendek perusahaan yang melibatkan kas, piutang, persediaan, dan utang dagang. Keseimbangan dalam mengelola elemen-elemen ini merupakan fondasi dari efisiensi keuangan karena dampaknya langsung terasa pada arus kas dan solvabilitas.

Brigham dan Ehrhardt (2011) menjelaskan bahwa tujuan utama pengelolaan modal kerja adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui peningkatan efisiensi aset lancar dan minimisasi biaya modal. Hal ini bisa dicapai dengan mempertahankan tingkat kas yang optimal, mempercepat perputaran piutang, menjaga persediaan pada tingkat ekonomis, serta memperpanjang periode pembayaran kepada pemasok secara wajar. Kebutuhan modal kerja juga tergantung pada jenis usaha dan siklus bisnis perusahaan. Perusahaan ritel biasanya memerlukan lebih banyak kas dan persediaan, sementara perusahaan jasa memiliki kebutuhan modal kerja yang berbeda. Menurut Keown *et al.* (2011), perusahaan juga perlu mempertimbangkan faktor musiman dan pertumbuhan bisnis dalam perencanaan kebutuhan modal kerja. Dengan demikian, pemahaman menyeluruh mengenai konsep dan struktur modal kerja sangat penting untuk pengambilan keputusan manajerial yang tepat. Manajemen yang buruk atas komponen-komponen modal kerja tidak hanya menurunkan profitabilitas tetapi juga dapat memicu krisis likuiditas dan kebangkrutan.

2. Strategi dan Kebijakan Pengelolaan Modal Kerja

Strategi pengelolaan modal kerja berkaitan erat dengan bagaimana perusahaan mengambil keputusan seputar struktur pembiayaan jangka pendek dan efisiensi penggunaan aset lancar. Menurut Block dan Hirt (2011), ada tiga pendekatan strategis utama dalam kebijakan modal kerja, yaitu konservatif, moderat, dan agresif.

- a. Strategi konservatif menekankan pada keamanan dan likuiditas dengan menyimpan aset lancar dalam jumlah besar. Ini mengurangi risiko kebangkrutan tetapi cenderung menurunkan tingkat pengembalian karena tingginya dana yang tidak produktif.

- b. Strategi agresif meminimalkan aset lancar dan meningkatkan utang jangka pendek untuk membiayai operasional, sehingga meningkatkan risiko tetapi juga potensi profitabilitas.
- c. Strategi moderat berusaha menyeimbangkan antara risiko dan pengembalian dengan mempertahankan tingkat likuiditas dan pembiayaan yang stabil.

Ross, Westerfield, dan Jordan (2013) menggarisbawahi pentingnya *Cash Conversion Cycle* (CCC) atau siklus konversi kas sebagai alat pengukuran efektivitas strategi modal kerja. CCC mengukur waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi kas. CCC dihitung dari total waktu perputaran persediaan (*Days Inventory Outstanding*), waktu penagihan piutang (*Days Sales Outstanding*), dan waktu pembayaran utang kepada pemasok (*Days Payable Outstanding*). Idealnya, CCC harus dipersingkat agar modal kerja tidak terikat terlalu lama dalam siklus operasi. Selain itu, pengelolaan kas yang efisien juga menjadi elemen penting dalam strategi modal kerja. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014), perusahaan harus menjaga keseimbangan antara kas minimum untuk operasional dan kas cadangan untuk menghadapi ketidakpastian. Penggunaan teknik seperti proyeksi arus kas harian, analisis gap likuiditas, dan perencanaan kontinjensi merupakan langkah penting dalam manajemen kas.

Pada pengelolaan piutang usaha, perusahaan perlu menerapkan kebijakan kredit yang selektif, sistem penagihan yang efisien, dan penilaian risiko kredit pelanggan. Van Horne dan Wachowicz (2008) menyatakan bahwa pemberian kredit seharusnya meningkatkan penjualan, tetapi manajer keuangan harus mampu menyeimbangkan antara pertumbuhan pendapatan dan risiko piutang tak tertagih. Pengelolaan persediaan juga perlu memperhatikan biaya pemesanan, biaya penyimpanan, serta risiko usang atau kerusakan barang. Strategi seperti *Just-In-Time* (JIT) dan penggunaan sistem ERP (*Enterprise Resource Planning*) dapat membantu meningkatkan efisiensi pengelolaan stok.

3. Implikasi Pengelolaan Modal Kerja terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Efektivitas pengelolaan modal kerja memberikan dampak langsung terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Studi empiris oleh

Deloof (2003) dalam *Journal of Business Finance and Accounting* menunjukkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara panjangnya siklus konversi kas dan profitabilitas. Artinya, semakin efisien pengelolaan modal kerja, semakin besar kontribusinya terhadap laba bersih perusahaan. Selain itu, pengelolaan modal kerja yang efektif mengurangi kebutuhan pembiayaan eksternal yang mahal, serta meminimalkan risiko kebangkrutan akibat kekurangan kas jangka pendek. Gitman dan Zutter (2012) menjelaskan bahwa manajemen keuangan jangka pendek yang baik akan meningkatkan *return on assets* (ROA) dan memperkuat struktur keuangan perusahaan secara keseluruhan.

Dampak lain dari pengelolaan modal kerja adalah terhadap nilai saham dan persepsi investor. Investor cenderung menilai rasio likuiditas seperti *current ratio* dan *quick ratio* dalam menilai kesehatan jangka pendek perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2012), konsistensi dalam menjaga likuiditas melalui pengelolaan modal kerja yang baik dapat meningkatkan kepercayaan pasar, memperbaiki peringkat kredit, dan menurunkan biaya modal. Namun demikian, terdapat trade-off antara likuiditas dan profitabilitas. Kebijakan modal kerja yang terlalu konservatif mungkin membuat perusahaan kehilangan peluang investasi karena terlalu banyak aset menganggur. Sebaliknya, kebijakan yang terlalu agresif dapat menimbulkan risiko gagal bayar.

Pada konteks manajemen risiko, pengelolaan modal kerja berperan sebagai instrumen mitigasi volatilitas pasar. Keown *et al.* (2011) menyarankan bahwa perusahaan harus memiliki sistem peringatan dini (*early warning system*) untuk mengantisipasi ketidakseimbangan antara penerimaan dan pengeluaran kas. Analisis sensitivitas terhadap proyeksi kas dan kebutuhan modal kerja menjadi bagian penting dari perencanaan keuangan jangka pendek.

F. Soal Latihan

1. Jelaskan perbedaan antara perencanaan keuangan jangka pendek dan jangka panjang. Apa saja faktor yang perlu dipertimbangkan dalam masing-masing jenis perencanaan tersebut?
2. Apa yang dimaksud dengan anggaran modal (*capital budgeting*)? Uraikan langkah-langkah utama dalam menyusun anggaran modal

dan berikan contoh penerapannya dalam pengambilan keputusan investasi.

3. Mengapa *forecasting* dan proyeksi keuangan penting bagi keberlangsungan usaha? Jelaskan metode yang dapat digunakan dalam melakukan proyeksi keuangan secara akurat.
4. Jelaskan konsep dasar pengelolaan modal kerja. Mengapa keseimbangan antara kas, piutang, persediaan, dan utang lancar penting dalam menjaga likuiditas dan profitabilitas perusahaan?
5. Berikan contoh situasi di mana manajemen modal kerja yang buruk dapat berdampak negatif pada operasional perusahaan. Jelaskan pula strategi yang dapat dilakukan untuk memperbaiki kondisi tersebut.

BAB V

MANAJEMEN INVESTASI DAN ANALISIS PROYEK

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan konsep nilai waktu uang (TVM) dalam investasi, memahami kriteria evaluasi investasi: NPV, IRR, payback, PI, memahami risiko dan ketidakpastian dalam investasi, memahami analisis sensitivitas dan simulasi, memahami studi kelayakan investasi (studi kasus), serta memahami indikator manajemen investasi dan analisis proyek. Sehingga pembaca dapat memiliki kompetensi untuk menilai kelayakan dan keberlanjutan investasi secara objektif, serta menyusun rekomendasi strategis yang berbasis data dan analisis risiko.

Materi Pembelajaran

- Konsep Nilai Waktu Uang (TVM) dalam Investasi
- Kriteria Evaluasi Investasi: NPV, IRR, Payback, PI
- Risiko dan Ketidakpastian dalam Investasi
- Analisis Sensitivitas dan Simulasi
- Studi Kelayakan Investasi (Studi Kasus)
- Indikator Manajemen Investasi dan Analisis Proyek
- Soal Latihan

A. Konsep Nilai Waktu Uang (TVM) dalam Investasi

1. Prinsip Dasar Nilai Waktu Uang dan Implikasinya Terhadap Investasi

Konsep *Time Value of Money* (TVM) adalah fondasi dari hampir seluruh teori keuangan modern. Prinsip dasarnya menyatakan bahwa satu unit uang yang dimiliki saat ini memiliki nilai lebih tinggi daripada satu unit uang yang akan diterima di masa depan, karena uang yang dimiliki saat ini dapat diinvestasikan untuk memperoleh pengembalian

(Brigham & Houston, 2019). Dalam konteks investasi, TVM digunakan untuk menilai nilai sekarang dari arus kas masa depan yang dihasilkan oleh suatu proyek, dan membantu dalam pengambilan keputusan apakah suatu investasi layak dilakukan atau tidak.

Menurut Gitman dan Zutter (2012), alasan utama uang memiliki nilai waktu adalah adanya potensi bunga, inflasi, dan risiko. Bunga memberikan peluang untuk mendapatkan pengembalian atas dana yang diinvestasikan, sedangkan inflasi menyebabkan penurunan daya beli uang di masa depan. Risiko memperbesar ketidakpastian atas penerimaan dana di masa mendatang, yang mengharuskan investor untuk mendiskonto nilai masa depan dengan tingkat diskonto tertentu. Oleh karena itu, TVM adalah dasar perhitungan metode *Net Present Value* (NPV), *Internal Rate of Return* (IRR), dan *Discounted Payback Period*.

Sebagai contoh aplikatif, jika sebuah proyek menawarkan arus kas sebesar Rp100 juta lima tahun mendatang, maka nilai saat ini dari uang tersebut tergantung pada tingkat diskonto yang digunakan. Jika digunakan tingkat diskonto sebesar 10%, maka nilai kini uang tersebut adalah jauh lebih kecil dari Rp100 juta. Konsep ini sangat penting karena jika nilai kini arus kas proyek tidak lebih besar daripada biaya investasi awal, maka proyek tidak layak dibiayai.

2. Perhitungan Nilai Sekarang dan Nilai Masa Depan Dalam Pengambilan Keputusan Investasi

Nilai Waktu Uang direalisasikan dalam dua bentuk utama: *Future Value* (FV) dan *Present Value* (PV). FV adalah nilai di masa mendatang dari uang yang diinvestasikan hari ini, sementara PV adalah nilai saat ini dari uang yang akan diterima di masa mendatang. Kedua konsep ini digunakan untuk membandingkan alternatif investasi, mengevaluasi arus kas, dan menyusun proyeksi keuangan yang realistis (Ross, Westerfield, & Jordan, 2016). Dalam praktiknya, untuk menghitung FV dari suatu investasi, rumus yang digunakan adalah:

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

Sedangkan PV dihitung dengan:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n}$$

di mana r adalah tingkat diskonto atau tingkat pengembalian yang diharapkan, dan n adalah jumlah periode waktu. Dalam evaluasi investasi, PV lebih sering digunakan karena keputusan keuangan harus berdasarkan pada nilai kini dari arus kas masa depan. Misalnya, proyek A memberikan arus kas Rp50 juta setiap tahun selama 5 tahun, dan proyek B memberikan Rp60 juta setiap tahun tetapi hanya 3 tahun. Untuk menentukan proyek mana yang lebih menguntungkan, seluruh arus kas tersebut harus didiskontokan ke nilai saat ini. Keputusan investasi juga menggunakan konsep Annuity dan Perpetuity, di mana aliran kas yang konsisten digunakan untuk memperkirakan nilai sekarang dari pembayaran tetap dalam jangka panjang. Ini berlaku dalam investasi seperti obligasi atau aset produktif yang menghasilkan arus kas tetap.

3. Aplikasi Nilai Waktu Uang dalam Evaluasi Kelayakan Proyek Investasi

TVM adalah inti dari berbagai metode evaluasi proyek seperti NPV (*Net Present Value*), IRR (*Internal Rate of Return*), dan *Discounted Payback Period*. Dalam pengambilan keputusan investasi, metode NPV sangat disukai karena memperhitungkan semua arus kas dan nilai waktu uang. NPV dihitung dengan mengurangi investasi awal dari total PV arus kas masa depan. Jika $NPV > 0$, proyek dinilai layak karena diperkirakan menambah nilai perusahaan (Damodaran, 2015).

IRR merupakan tingkat diskonto yang membuat NPV sama dengan nol. IRR menunjukkan tingkat pengembalian yang diharapkan dari proyek tersebut, dan jika IRR melebihi biaya modal (*cost of capital*), maka proyek dianggap layak. *Discounted Payback Period* menunjukkan berapa lama waktu yang dibutuhkan untuk menutup investasi awal berdasarkan arus kas yang telah didiskontokan. Metode ini bermanfaat untuk menilai risiko likuiditas suatu investasi.

Ketiganya tidak dapat dipisahkan dari konsep TVM. Sebagai ilustrasi, dua proyek mungkin memiliki arus kas yang identik secara nominal, tetapi jika proyek A menghasilkan arus kas lebih awal dibandingkan proyek B, maka berdasarkan TVM, proyek A lebih disukai karena memiliki nilai sekarang yang lebih tinggi. Hal ini menunjukkan

pentingnya memperhitungkan waktu dalam pengambilan keputusan investasi strategis.

B. Kriteria Evaluasi Investasi: NPV, IRR, Payback, PI

1. Konsep dan Prinsip Dasar Evaluasi Investasi

Evaluasi investasi merupakan langkah penting dalam manajemen keuangan untuk menentukan apakah suatu proyek atau peluang investasi akan memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2014), evaluasi investasi melibatkan analisis terhadap arus kas masa depan yang diharapkan dibandingkan dengan biaya investasi awal menggunakan metode yang mempertimbangkan *Time Value of Money* (TVM). Empat metode utama yang digunakan secara luas dalam evaluasi investasi adalah *Net Present Value* (NPV), *Internal Rate of Return* (IRR), *Payback Period*, dan *Profitability Index* (PI).

Metode NPV merupakan teknik yang mengukur selisih antara nilai kini arus kas masuk dan nilai kini arus kas keluar. IRR adalah tingkat diskonto yang menjadikan NPV proyek sama dengan nol. Sementara itu, *Payback Period* mengukur berapa lama investasi akan kembali, tanpa mempertimbangkan nilai waktu uang, dan PI adalah rasio antara nilai kini dari arus kas masa depan dengan investasi awal. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2016), penggunaan metode-metode ini secara bersama-sama memberikan perspektif komprehensif terhadap risiko dan profitabilitas investasi. Setiap metode memiliki keunggulan dan keterbatasan masing-masing. NPV dan IRR mempertimbangkan seluruh arus kas dan nilai waktu uang, sedangkan *Payback Period* sangat berguna dalam penilaian risiko likuiditas jangka pendek. PI biasanya digunakan sebagai indikator efisiensi proyek, terutama ketika dana investasi terbatas dan beberapa proyek harus dibandingkan.

2. Analisis Kriteria Evaluasi: NPV, IRR, Payback, dan PI

a. *Net Present Value* (NPV)

NPV adalah metode evaluasi investasi yang paling disarankan oleh para akademisi dan praktisi keuangan karena memberikan hasil absolut dalam bentuk nilai uang. NPV menghitung selisih antara *present value* arus kas masuk yang diharapkan dan nilai investasi awal (Gitman & Zutter, 2012). Jika

NPV > 0, proyek dianggap layak karena menghasilkan nilai tambah bersih bagi pemilik modal. Rumus NPV adalah:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0$$

di mana CF_t adalah arus kas bersih pada periode ke- t , r adalah tingkat diskonto, dan I_0 adalah investasi awal.

NPV memperhitungkan semua arus kas proyek dan tingkat diskonto yang realistis. Namun, metode ini memerlukan estimasi arus kas dan tingkat diskonto yang akurat, yang dalam praktiknya bisa sulit diperoleh. Meski demikian, kelebihan utama NPV adalah kemampuannya mengukur peningkatan kekayaan pemegang saham secara langsung.

b. *Internal Rate of Return (IRR)*

IRR adalah tingkat pengembalian internal yang membuat NPV sama dengan nol. IRR digunakan untuk menentukan efisiensi investasi secara relatif, bukan absolut. Jika $IRR > \text{cost of capital}$, maka proyek layak dilaksanakan. IRR adalah solusi dari:

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} - I_0$$

Menurut Keown, Martin, dan Petty (2017), IRR sangat populer karena memberikan angka dalam bentuk persentase yang mudah dibandingkan antar proyek. Namun, IRR bisa menyesatkan jika proyek memiliki arus kas yang tidak konvensional atau menghasilkan IRR ganda. Dalam kondisi seperti itu, NPV tetap menjadi metode yang lebih stabil.

c. *Payback Period*

Payback Period mengukur waktu yang diperlukan untuk mengembalikan investasi awal tanpa mempertimbangkan nilai waktu uang. $\text{Payback} = \text{investasi awal} \div \text{ arus kas tahunan}$. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2009), metode ini sangat sederhana dan berguna untuk menilai risiko likuiditas. Namun,

kelemahannya adalah mengabaikan arus kas setelah periode payback dan tidak mempertimbangkan TVM.

d. *Profitability Index* (PI)

PI atau indeks profitabilitas adalah rasio antara nilai kini arus kas masa depan dan investasi awal. $PI = PV \text{ arus kas} \div \text{investasi awal}$. Jika $PI > 1$, proyek layak. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2017), PI bermanfaat saat dana terbatas dan harus memilih proyek dengan efisiensi tertinggi. Kelemahan PI adalah dapat menghasilkan keputusan yang tidak konsisten dengan NPV dalam kasus proyek mutually exclusive.

3. Implementasi Strategis dan Komparatif Antar Metode

Pada praktik bisnis, tidak cukup hanya menggunakan satu metode evaluasi investasi. Setiap metode memiliki konteks penggunaan yang optimal, dan manajer keuangan sering kali menggabungkan beberapa kriteria untuk mendapatkan keputusan yang seimbang. Misalnya, dalam proyek dengan risiko tinggi, *Payback Period* dapat digunakan untuk mengukur waktu pengembalian, sementara NPV dan IRR digunakan untuk mengevaluasi nilai dan efisiensi ekonomi jangka panjang (Damodaran, 2015). Perusahaan multinasional biasanya mengutamakan NPV sebagai metode utama karena sifat absolut dan keterkaitannya langsung dengan peningkatan nilai perusahaan. IRR sering dipakai sebagai metode pelengkap karena mudah dipahami oleh manajer non-finansial. Payback menjadi penting dalam perusahaan dengan keterbatasan likuiditas atau saat menghadapi ketidakpastian ekonomi yang tinggi. PI berguna dalam perencanaan portofolio proyek dengan keterbatasan dana investasi.

Ketika dua proyek saling eksklusif dan menghasilkan NPV dan IRR yang bertentangan, keputusan yang paling benar adalah mengikuti NPV karena lebih mencerminkan nilai ekonomis yang sebenarnya. Misalnya, jika proyek A memiliki NPV Rp300 juta dan IRR 12%, dan proyek B memiliki NPV Rp250 juta dan IRR 15%, maka secara teoritis, proyek A lebih unggul karena menghasilkan nilai tambah lebih besar meskipun memiliki IRR yang lebih kecil. Kombinasi keempat kriteria ini juga menjadi dasar dalam capital budgeting, yaitu proses manajerial dalam merencanakan pengeluaran besar yang menghasilkan manfaat jangka panjang. Dalam dunia industri, pendekatan ini digunakan dalam

evaluasi pembelian mesin baru, pengembangan produk, ekspansi geografis, atau penggabungan usaha (*mergers & acquisitions*).

C. Risiko dan Ketidakpastian dalam Investasi

1. Pengertian dan Dimensi Risiko serta Ketidakpastian dalam Investasi

Risiko dan ketidakpastian merupakan dua elemen utama yang memengaruhi proses pengambilan keputusan dalam investasi. Menurut Knight (1921), risiko dapat diukur secara probabilistik karena berlandaskan data historis atau distribusi kemungkinan yang diketahui, sedangkan ketidakpastian merujuk pada situasi di mana distribusi probabilitas tidak diketahui, sehingga tidak dapat diukur secara statistik. Konsep ini menjadi dasar dalam membedakan manajemen risiko dan pengambilan keputusan di bawah ketidakpastian. Dalam konteks investasi, risiko mengacu pada kemungkinan deviasi dari hasil yang diharapkan. Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa risiko dapat diklasifikasikan menjadi dua jenis: risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis bersifat pasar dan tidak dapat dieliminasi melalui diversifikasi, seperti risiko suku bunga, inflasi, dan resesi ekonomi. Sementara risiko tidak sistematis adalah risiko yang melekat pada perusahaan atau industri tertentu, seperti kegagalan manajemen atau persaingan bisnis.

Ketidakpastian muncul karena keterbatasan informasi, keterbatasan prediksi masa depan, dan fluktuasi ekonomi global yang tidak terduga. Menurut Damodaran (2015), bahkan model risiko yang canggih pun memiliki keterbatasan ketika berhadapan dengan ketidakpastian murni, seperti peristiwa politik ekstrem atau krisis finansial mendadak. Dimensi risiko dan ketidakpastian ini menjadi landasan utama dalam penilaian kelayakan proyek, penentuan biaya modal, dan perhitungan nilai sekarang bersih dari arus kas masa depan. Investor dan manajer keuangan harus mampu mengenali dan mengukur tingkat risiko dan ketidakpastian untuk menyesuaikan strategi investasi serta memperhitungkan premi risiko yang sesuai.

2. Teknik Pengukuran dan Manajemen Risiko Investasi

Pada praktik keuangan modern, manajemen risiko telah menjadi komponen penting dari proses investasi. Risiko dalam investasi dapat

dikelola melalui berbagai pendekatan kuantitatif dan kualitatif. Salah satu alat utama dalam pengukuran risiko adalah standar deviasi dari tingkat pengembalian, yang menunjukkan volatilitas investasi. Semakin tinggi standar deviasi, semakin besar fluktuasi nilai pengembalian, dan semakin besar pula risikonya (Ross, Westerfield, & Jordan, 2016). Selain itu, koefisien variasi (CV) digunakan untuk membandingkan risiko relatif antar proyek atau aset yang memiliki nilai pengembalian yang berbeda. $CV = \text{standar deviasi} / \text{nilai pengembalian harapan}$. Pendekatan ini sangat berguna dalam memilih antara proyek yang memiliki profil pengembalian berbeda namun membutuhkan perbandingan efisiensi risiko.

Salah satu pendekatan penting lainnya adalah penggunaan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Menurut Brigham dan Ehrhardt (2014), CAPM digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian yang disyaratkan dengan mempertimbangkan risiko sistematis (beta). Rumus CAPM:

$$E(R)_i = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

di mana $E(R)_i$ adalah pengembalian yang diharapkan, R_f adalah tingkat bebas risiko, β_i adalah koefisien beta dari aset, dan $E(R_m)$ adalah pengembalian pasar. Beta mengukur sensitivitas suatu aset terhadap pergerakan pasar dan menjadi indikator utama risiko sistematis.

Untuk risiko yang tidak sistematis, strategi diversifikasi portofolio digunakan secara luas. Menurut Markowitz (1952), penggabungan beberapa aset ke dalam portofolio akan menurunkan risiko total karena ketidaksamaan korelasi antar aset. Dengan diversifikasi yang optimal, investor dapat meminimalkan risiko total tanpa harus mengorbankan pengembalian yang diharapkan secara signifikan. Strategi lain dalam menghadapi ketidakpastian adalah skenario analysis dan sensitivity analysis, yang mencoba menilai bagaimana perubahan pada variabel-variabel utama (misalnya harga bahan baku, tingkat permintaan, biaya produksi) memengaruhi hasil proyek investasi. Dalam kondisi ekstrem, pendekatan real options analysis juga digunakan, yang memberikan fleksibilitas untuk menunda, memperluas,

atau menghentikan investasi berdasarkan dinamika pasar (Trigeorgis, 1996).

3. Implikasi Risiko dan Ketidakpastian terhadap Keputusan Investasi

Implikasi dari risiko dan ketidakpastian terhadap pengambilan keputusan investasi sangat besar, baik pada tingkat operasional maupun strategis. Ketika investor tidak dapat sepenuhnya memprediksi hasil dari proyek yang diusulkan, harus mempertimbangkan berbagai skenario dan kemungkinan hasil yang dapat terjadi, termasuk hasil terbaik (*best-case*), hasil terburuk (*worst-case*), dan hasil yang paling mungkin terjadi (*most-likely*). Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2017), salah satu cara untuk mengakomodasi risiko dalam keputusan investasi adalah dengan menyesuaikan tingkat diskonto untuk mencerminkan tingkat risiko proyek. Proyek dengan risiko lebih tinggi sebaiknya menggunakan hurdle rate atau required *Rate of Return* yang lebih tinggi agar investasi hanya dilakukan ketika NPV masih tetap positif dalam kondisi risiko tersebut.

Dampak risiko juga sangat relevan dalam penilaian investasi strategis jangka panjang seperti investasi infrastruktur, ekspansi global, atau proyek teknologi tinggi. Dalam konteks ini, ketidakpastian mengenai regulasi, teknologi, dan pasar menjadi faktor dominan. Menurut Hillier dan Lieberman (2015), pendekatan decision tree analysis memungkinkan manajer mengevaluasi berbagai jalur keputusan dan hasil yang mungkin dalam kondisi ketidakpastian. Dalam dunia nyata, perusahaan seringkali bersikap konservatif terhadap proyek dengan tingkat ketidakpastian tinggi. Strategi mitigasi risiko seperti asuransi, *hedging*, aliansi strategis, dan kontrak jangka panjang digunakan untuk mengurangi eksposur terhadap ketidakpastian. Namun demikian, Damodaran (2015) mengingatkan bahwa ketakutan yang berlebihan terhadap risiko juga dapat menyebabkan hilangnya peluang pertumbuhan, sehingga pengambilan keputusan investasi harus selalu memperhitungkan *risk-return trade-off*. Keberhasilan pengelolaan risiko dan ketidakpastian dalam investasi tidak hanya ditentukan oleh kemampuan teknis dalam menghitung dan memodelkan, tetapi juga oleh kualitas judgment manajerial dalam menafsirkan informasi, mengelola ekspektasi pemegang saham, serta beradaptasi terhadap perubahan lingkungan bisnis.

D. Analisis Sensitivitas dan Simulasi

1. Konsep Dasar dan Peran Analisis Sensitivitas dalam Evaluasi Proyek

Analisis sensitivitas merupakan salah satu metode analitik paling mendasar yang digunakan dalam evaluasi proyek investasi untuk memahami dampak perubahan variabel input terhadap hasil akhir suatu keputusan. Menurut Gitman dan Zutter (2012), analisis sensitivitas melibatkan pengujian terhadap perubahan satu variabel pada satu waktu (*ceteris paribus*) untuk melihat bagaimana pengaruhnya terhadap ukuran evaluasi investasi, seperti *Net Present Value* (NPV), *Internal Rate of Return* (IRR), dan *Payback Period*.

Pada investasi, terdapat banyak faktor yang bersifat tak pasti, seperti tingkat pertumbuhan pendapatan, biaya operasional, harga bahan baku, suku bunga, hingga nilai residu aset. Semua variabel ini memiliki potensi untuk berubah selama masa hidup proyek. Karena itu, analisis sensitivitas membantu manajer keuangan dalam mengenali variabel mana yang paling memengaruhi hasil proyek dan di mana letak titik kelemahan proyeksi keuangan tersebut. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2014), sensitivitas dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Sensitivity Index} = \frac{\text{Perubahan Persentase NPV}}{\text{Perubahan Persentase Variabel Input}}$$

Angka ini menunjukkan tingkat elastisitas antara variabel input dan NPV proyek. Variabel yang memiliki indeks sensitivitas tinggi berarti proyek sangat rentan terhadap perubahan pada variabel tersebut. Salah satu kelemahan dari analisis sensitivitas adalah pendekatannya yang satu variabel per waktu (*univariate*), sehingga tidak mempertimbangkan korelasi antar variabel input. Namun, kelebihan utamanya adalah kesederhanaan dan kemampuannya dalam menyampaikan pesan penting kepada pengambil keputusan mengenai faktor-faktor kunci dalam kelayakan proyek.

2. Simulasi Monte Carlo sebagai Teknik Perluasan Analisis Risiko

Ketika evaluasi proyek menghadapi banyak ketidakpastian dalam waktu yang bersamaan, pendekatan analisis sensitivitas

tradisional menjadi kurang memadai. Untuk itu, digunakanlah simulasi Monte Carlo sebagai teknik analisis kuantitatif yang lebih komprehensif. Menurut Hertz (1964), simulasi Monte Carlo adalah teknik probabilistik yang menggabungkan berbagai kemungkinan nilai input dan menghasilkan distribusi hasil output berdasarkan ribuan iterasi atau simulasi. Metode ini bekerja dengan mengasumsikan distribusi probabilitas pada setiap variabel input utama seperti biaya modal, tingkat pertumbuhan pendapatan, atau inflasi. Kemudian, melalui proses sampling acak (*random sampling*), sistem akan menghitung hasil NPV atau IRR dari masing-masing kombinasi input tersebut dan menghasilkan kurva distribusi output.

Damodaran (2015) menyatakan bahwa simulasi Monte Carlo memberikan gambaran yang lebih realistis dan statistik terhadap risiko investasi dibandingkan dengan model deterministik. Simulasi ini memungkinkan manajer untuk tidak hanya melihat nilai rata-rata (*expected value*) dari hasil investasi, tetapi juga mengidentifikasi nilai ekstrem (*worst-case* dan *best-case*) serta kemungkinan hasil yang tidak diharapkan.

Keuntungan lain dari metode ini adalah kemampuannya dalam menyampaikan probabilistic *forecasting*. Sebagai contoh, kita tidak hanya tahu bahwa proyek memiliki NPV sebesar Rp500 juta, tetapi juga dapat mengatakan bahwa ada peluang 75% NPV akan bernilai positif dan hanya 5% kemungkinan NPV bernilai negatif, yang penting dalam pengambilan keputusan berbasis risiko. Namun, sebagaimana dijelaskan oleh Brealey, Myers, dan Allen (2017), kelemahan utama simulasi Monte Carlo adalah bergantung pada kualitas input yakni, jika distribusi probabilitas input yang digunakan tidak realistis atau bersifat asertif, maka hasil simulasi dapat menjadi menyesatkan. Oleh karena itu, penggunaan distribusi empiris atau data historis sangat dianjurkan.

E. Studi Kelayakan Investasi (Studi Kasus)

1. Konsep dan Tahapan Studi Kelayakan Investasi

Studi kelayakan investasi merupakan proses sistematis untuk menilai apakah suatu proyek investasi layak untuk dijalankan dari berbagai aspek ekonomi, teknis, hukum, dan finansial. Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2015), studi kelayakan membantu manajemen dalam membuat keputusan rasional atas dasar informasi

yang komprehensif. Tujuannya adalah untuk menghindari kegagalan proyek serta memaksimalkan *return on investment* (ROI). Proses studi kelayakan investasi terdiri atas beberapa tahapan utama. Tahap pertama adalah identifikasi proyek dan penentuan ruang lingkup, yaitu memahami dengan jelas produk atau layanan apa yang akan dihasilkan, siapa target pasarnya, dan apa tujuan proyek tersebut. Tahap kedua adalah analisis pasar dan pemasaran yang bertujuan untuk mengukur potensi permintaan, persaingan, dan saluran distribusi. Tahap ketiga adalah analisis teknis dan operasional, termasuk pemilihan lokasi, kapasitas produksi, kebutuhan mesin, tenaga kerja, dan infrastruktur pendukung.

Tahap keempat adalah analisis keuangan, yang mencakup estimasi kebutuhan dana, proyeksi arus kas, dan evaluasi menggunakan alat seperti NPV, IRR, *Payback Period*, dan *Profitability Index*. Terakhir, studi kelayakan harus mencakup analisis risiko dan ketidakpastian. Menurut Gittinger (1986), identifikasi risiko sejak awal dapat membantu manajemen merancang strategi mitigasi sebelum proyek berjalan. Setiap tahap harus disusun berdasarkan data aktual dan asumsi yang dapat dipertanggungjawabkan. Kegagalan dalam tahap awal akan membawa dampak besar dalam pengambilan keputusan yang keliru, yang bisa berakibat pada kerugian finansial dalam jangka panjang.

2. Studi Kasus: Investasi Pabrik Pengolahan Kopi Skala Menengah

Untuk memberikan ilustrasi konkret mengenai studi kelayakan investasi, berikut ini dibahas studi kasus pembangunan pabrik pengolahan kopi skala menengah di Jawa Barat. Studi ini dilakukan untuk mengevaluasi apakah investasi sebesar Rp3 miliar layak secara finansial dan bisnis dalam jangka waktu 10 tahun.

a. Analisis Pasar dan Strategi Pemasaran

Dari sisi permintaan, Indonesia merupakan produsen kopi terbesar keempat di dunia, dan konsumsi domestik terus meningkat. Berdasarkan data dari Kementerian Pertanian (2020), konsumsi kopi nasional tumbuh sekitar 8% per tahun. Segmentasi pasar yang ditargetkan adalah coffee shop lokal dan pengecer besar di wilayah Jabodetabek dan Bandung. Strategi pemasaran difokuskan pada branding produk lokal dan

pengolahan biji kopi berkualitas tinggi melalui metode *wet process*.

b. Analisis Teknis dan Operasional

Pabrik akan dibangun di kawasan industri kecil di Kabupaten Bandung Barat dengan kapasitas produksi 10 ton/bulan. Mesin pengolahan akan menggunakan teknologi semi-otomatis yang memungkinkan efisiensi tenaga kerja dan menjaga kualitas produksi. Total kebutuhan tenaga kerja adalah 20 orang untuk bagian produksi, gudang, dan administrasi. Biaya tetap per bulan mencapai Rp100 juta, sedangkan biaya variabel sebesar Rp7.500 per kg kopi.

c. Analisis Finansial

Investasi awal sebesar Rp3 miliar mencakup biaya bangunan, mesin, dan modal kerja awal. Proyeksi pendapatan sebesar Rp400 juta/bulan dengan margin laba bersih 15%. Hasil analisis menunjukkan:

- 1) NPV (dengan *discount rate* 12%) = Rp1,25 miliar → Positif, proyek layak.
- 2) IRR = 17,8% → Lebih tinggi dari *cost of capital*.
- 3) *Payback Period* = 4,2 tahun → Di bawah umur proyek.
- 4) *Profitability Index* (PI) = 1,41 → Layak secara finansial.

Menurut Kasmir (2014), sebuah proyek dengan NPV positif, IRR > *discount rate*, dan PI > 1 dapat dikatakan layak untuk dijalankan. Dalam konteks ini, proyek pabrik kopi tersebut memenuhi seluruh indikator kelayakan finansial. Namun, terdapat risiko fluktuasi harga biji kopi dan daya beli konsumen. Untuk itu, dilakukan analisis sensitivitas terhadap penurunan penjualan sebesar 20%, yang menunjukkan NPV masih positif sebesar Rp520 juta, sehingga masih dalam batas aman.

3. Implikasi Manajerial dan Strategi Implementasi

Hasil dari studi kelayakan investasi bukan hanya digunakan sebagai dasar penerimaan proyek, tetapi juga sebagai pedoman implementasi dan pengambilan keputusan lanjutan. Menurut Munawir (2010), informasi yang diperoleh dari studi kelayakan dapat digunakan untuk:

- a. Menyusun rencana kerja dan anggaran tahunan (RKAT),
- b. Menentukan strategi keuangan seperti sumber pembiayaan (ekuitas vs utang),
- c. Mengembangkan strategi pemasaran dan operasional.

Pada studi kasus pabrik kopi, implikasi manajerial mencakup penentuan strategi branding lokal dengan kerja sama komunitas petani kopi, serta optimalisasi kapasitas produksi berdasarkan proyeksi permintaan. Manajer keuangan juga dapat memutuskan untuk mencari mitra strategis atau investor eksternal untuk mendukung modal kerja. Studi kelayakan ini juga berfungsi sebagai alat komunikasi risiko kepada calon investor. Dengan menyertakan data proyeksi yang rinci dan hasil simulasi sensitivitas, pemilik proyek dapat menunjukkan bahwa memiliki rencana kontinjensi untuk menghadapi kemungkinan perubahan pasar atau biaya operasional. Sebagaimana ditegaskan oleh Weston dan Brigham (1990), studi kelayakan yang kuat dapat meningkatkan kredibilitas proyek di mata investor dan lembaga keuangan. Oleh karena itu, studi kelayakan bukan sekadar laporan administratif, tetapi fondasi strategis bagi pertumbuhan jangka panjang.

F. Indikator Manajemen Investasi dan Analisis Proyek

1. Indikator Finansial: Ukuran Kelayakan Ekonomi Proyek

Pada manajemen investasi, indikator keuangan merupakan instrumen utama untuk menilai kelayakan suatu proyek. Indikator ini memungkinkan pengambilan keputusan berdasarkan efisiensi dan profitabilitas dana yang diinvestasikan. Menurut Kasmir (2014), indikator keuangan yang paling umum digunakan dalam evaluasi proyek meliputi *Net Present Value* (NPV), *Internal Rate of Return* (IRR), *Payback Period*, dan *Profitability Index* (PI).

NPV mengukur selisih antara nilai sekarang dari arus kas masuk dan nilai investasi awal. Jika NPV positif, maka proyek layak secara ekonomi. Sedangkan IRR menunjukkan tingkat pengembalian internal yang menyamakan nilai sekarang arus kas dengan nilai investasi awal; IRR yang lebih tinggi dari tingkat diskonto menunjukkan proyek layak. *Payback Period* mengukur waktu yang dibutuhkan untuk mengembalikan investasi awal. Meskipun sederhana, indikator ini berguna untuk memahami likuiditas proyek. *Profitability Index*

memberikan rasio antara nilai sekarang dari arus kas dan investasi awal. Nilai $PI > 1$ mengindikasikan keuntungan.

Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2015) menyatakan bahwa kombinasi dari keempat indikator ini penting untuk menilai kelayakan dari berbagai sudut: profitabilitas, waktu pemulihan investasi, dan efisiensi modal. Indikator keuangan membantu membandingkan proyek alternatif, memprioritaskan investasi, serta memitigasi risiko kerugian dengan estimasi berbasis data arus kas. Dalam praktik, indikator keuangan juga digunakan untuk mendapatkan pendanaan eksternal. Investor dan kreditur akan mengevaluasi proposal proyek berdasarkan data kelayakan yang ditampilkan melalui indikator-indikator tersebut.

2. Indikator Risiko dan Ketidakpastian: Mengukur Stabilitas Proyek

Di dunia investasi, risiko dan ketidakpastian merupakan dua elemen krusial yang harus dipertimbangkan secara eksplisit. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), indikator risiko dalam investasi melibatkan analisis sensitivitas, analisis skenario, dan simulasi Monte Carlo. Tujuannya adalah untuk mengukur ketahanan proyek terhadap variabel-variabel eksternal seperti fluktuasi harga, perubahan biaya produksi, atau penurunan permintaan pasar. Analisis sensitivitas berfungsi mengukur dampak perubahan satu variabel terhadap NPV atau IRR proyek. Misalnya, jika penjualan menurun 10%, bagaimana dampaknya terhadap NPV? Sementara analisis skenario mengkaji kombinasi perubahan beberapa variabel sekaligus dalam skenario optimis, moderat, dan pesimis. Dengan ini, manajemen dapat menyusun rencana kontinjensi berdasarkan kemungkinan hasil.

Menurut Gittinger (1986), indikator risiko dalam investasi tidak hanya bersifat kuantitatif, tetapi juga kualitatif, termasuk faktor-faktor seperti kestabilan regulasi pemerintah, sosial politik, dan tren pasar. Oleh karena itu, penting bagi manajer investasi untuk menyertakan faktor risiko dalam laporan analisis proyek, sebagai bentuk mitigasi dan pengendalian. Penggunaan simulasi Monte Carlo lebih lanjut meningkatkan validitas pengukuran risiko. Dalam metode ini, ribuan iterasi simulasi dilakukan untuk memperkirakan distribusi probabilitas hasil proyek. Meski lebih kompleks dan memerlukan software khusus, metode ini sangat bermanfaat untuk proyek dengan banyak ketidakpastian. Dengan menggunakan indikator risiko ini, manajer dapat

membuat keputusan berbasis toleransi risiko perusahaan, serta menyusun strategi diversifikasi portofolio atau alokasi modal yang optimal.

3. Indikator Operasional dan Strategis: Dampak terhadap Kinerja Jangka Panjang

Manajemen investasi modern juga mempertimbangkan indikator operasional dan strategis dalam menilai proyek. Menurut Anthony dan Govindarajan (2007), proyek yang berhasil bukan hanya yang memberikan keuntungan keuangan, tetapi juga mendukung tujuan jangka panjang organisasi seperti ekspansi pasar, keunggulan kompetitif, dan efisiensi produksi. Indikator efisiensi operasional mencakup tingkat utilisasi kapasitas, produktivitas tenaga kerja, dan biaya produksi per unit. Evaluasi ini penting untuk proyek yang membutuhkan investasi aset tetap besar seperti pabrik, sistem TI, atau fasilitas distribusi. Selain itu, indikator sinergi strategis mempertimbangkan seberapa besar proyek berkontribusi terhadap penguatan posisi pasar, pengurangan ketergantungan impor, atau pengembangan produk baru.

Pada studi oleh Hillier dan Grinblatt (2012), investasi strategis harus dievaluasi berdasarkan kesesuaian dengan visi perusahaan serta kemampuan menciptakan nilai jangka panjang yang tidak langsung tercermin dalam laporan keuangan awal. Contohnya, proyek investasi dalam sistem logistik otomatis mungkin menunjukkan NPV negatif dalam 3 tahun pertama, tetapi secara strategis mengurangi lead time dan meningkatkan *customer satisfaction* yang dalam jangka panjang akan memperkuat loyalitas konsumen dan daya saing perusahaan. Balanced Scorecard yang dikembangkan oleh Kaplan dan Norton (1996) juga dapat digunakan sebagai indikator proyek strategis. Pendekatan ini mengevaluasi proyek dari empat perspektif: keuangan, pelanggan, proses bisnis internal, dan pembelajaran organisasi. Dengan indikator ini, manajer dapat mengevaluasi keberhasilan proyek secara holistik.

G. Soal Latihan

1. Jelaskan konsep *Time Value of Money* (TVM) dan bagaimana prinsip ini digunakan dalam mengevaluasi kelayakan suatu proyek investasi. Berikan contoh sederhana penerapannya.

2. Bandingkan empat metode evaluasi investasi berikut: NPV, IRR, *Payback Period*, dan *Profitability Index*. Jelaskan kelebihan dan kekurangan masing-masing metode serta kapan penggunaannya paling tepat.
3. Mengapa risiko dan ketidakpastian menjadi faktor penting dalam pengambilan keputusan investasi? Jelaskan pula bagaimana perusahaan dapat mengidentifikasi dan mengelola risiko tersebut.
4. Uraikan langkah-langkah dalam melakukan analisis sensitivitas terhadap suatu proyek investasi. Mengapa analisis ini penting dalam memperkuat validitas keputusan?
5. Berdasarkan suatu studi kelayakan investasi, bagaimana Anda menilai apakah sebuah proyek layak dijalankan? Sebutkan indikator-indikator utama yang perlu dianalisis dan jelaskan keterkaitannya dengan keputusan manajerial.

BAB VI

STRUKTUR MODAL DAN KEPUTUSAN PEMBIAYAAN

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan teori struktur modal: tradisional, mm, *pecking order*, *trade-off*, memahami pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, memahami sumber pendanaan: internal dan eksternal, memahami leverage operasi dan leverage keuangan, memahami penentuan struktur modal optimal, serta memahami indikator struktur modal dan keputusan pembiayaan. Sehingga pembaca dapat merancang strategi pembiayaan yang tepat dan seimbang, mempertimbangkan teori-teori struktur modal serta kondisi keuangan dan operasional perusahaan.

Materi Pembelajaran

- Teori Struktur Modal: Tradisional, Mm, *Pecking Order*, *Trade-Off*
- Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan
- Sumber Pendanaan: Internal dan Eksternal
- Leverage Operasi dan Leverage Keuangan
- Penentuan Struktur Modal Optimal
- Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan
- Soal Latihan

A. Teori Struktur Modal: Tradisional, Mm, *Pecking Order*, *Trade-Off*

1. Teori Struktur Modal Tradisional

Teori struktur modal tradisional muncul sebagai pendekatan awal untuk menjelaskan hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2013), teori ini berpendapat bahwa terdapat proporsi optimal antara utang dan ekuitas yang dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan (*Weighted Average Cost of*

Capital/WACC) dan memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam teori ini, penggunaan utang memiliki efek menguntungkan karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak, sehingga mengurangi beban pajak perusahaan (*tax shield*). Namun, ketika proporsi utang terlalu tinggi, risiko kebangkrutan meningkat dan menyebabkan biaya keuangan lain seperti biaya kebangkrutan dan biaya agensi naik, sehingga WACC akan naik kembali. Dengan demikian, terdapat titik optimal di mana penambahan utang masih menguntungkan, tetapi jika berlebihan akan menimbulkan efek negatif. Pendekatan ini menekankan pentingnya keseimbangan antara manfaat pajak dari utang dan biaya kegagalan keuangan (Brigham & Ehrhardt, 2013).

2. Teori Modigliani-Miller (MM)

Modigliani dan Miller (1958) dalam artikel klasiknya memperkenalkan teori struktur modal yang revolusioner yang menyatakan bahwa dalam pasar modal sempurna tanpa pajak, biaya modal dan nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modal. Dengan kata lain, kombinasi utang dan ekuitas tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. MM menegaskan bahwa keputusan pembiayaan tidak berdampak pada nilai perusahaan karena investor dapat mengatur sendiri struktur risiko portofolio (*homemade leverage*). Namun, pada realitasnya, pasar modal tidak sempurna; terdapat pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi. MM kemudian merevisi teori dengan memasukkan pajak korporasi, di mana utang memberikan manfaat pajak (*tax shield*) sehingga perusahaan dengan utang dapat memiliki nilai lebih tinggi dibandingkan perusahaan tanpa utang (Modigliani & Miller, 1963). Teori MM menjadi landasan bagi banyak penelitian lanjutan dalam struktur modal dan memicu pengembangan teori lainnya seperti trade-off dan pecking order.

3. Teori Pecking Order dan Trade-Off

Teori *pecking order* dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) sebagai respons terhadap keterbatasan teori MM dan tradisional. Teori ini menekankan asimetri informasi antara manajer dan investor yang menyebabkan perusahaan memiliki preferensi hirarki dalam pembiayaan. Perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal (laba ditahan) terlebih dahulu karena tidak menimbulkan biaya informasi. Jika dana internal tidak mencukupi, perusahaan akan memilih

utang, dan terakhir menerbitkan saham baru karena penerbitan saham dipandang paling mahal dan berdampak negatif terhadap harga saham (Myers, 1984). Model ini menjelaskan mengapa struktur modal perusahaan tidak selalu mengikuti teori trade-off yang mengasumsikan perusahaan selalu mencari struktur modal optimal.

Teori *trade-off* adalah pendekatan yang menggabungkan unsur manfaat pajak dari utang dan biaya kebangkrutan atau biaya agensi. Menurut Titman dan Wessels (1988), perusahaan mencoba menyeimbangkan keuntungan dari *tax shield* dengan risiko meningkatnya biaya kegagalan finansial akibat utang yang terlalu tinggi. *Trade-off* ini menjelaskan variasi struktur modal di berbagai perusahaan dan industri. Teori ini menegaskan bahwa struktur modal optimal adalah hasil kompromi antara keuntungan dan kerugian pembiayaan utang (Titman & Wessels, 1988).

B. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Biaya Modal dan Nilai Perusahaan

Struktur modal yang dipilih oleh perusahaan secara langsung memengaruhi biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*), yang pada gilirannya berdampak pada nilai perusahaan. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2017), penggunaan utang dapat menurunkan biaya modal melalui manfaat *tax shield*, yaitu pengurangan pajak akibat bunga utang yang dapat dikurangkan dari laba kena pajak. Penurunan biaya modal ini akan meningkatkan nilai perusahaan dengan memperbesar arus kas bersih yang tersedia untuk pemegang saham. Namun, terlalu banyak utang akan meningkatkan risiko kebangkrutan (*financial distress*), sehingga biaya utang dan ekuitas akan meningkat dan dapat menaikkan WACC, yang pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, terdapat titik optimal struktur modal yang meminimalkan WACC dan memaksimalkan nilai perusahaan. Konsep trade-off ini menjadi landasan penting dalam teori struktur modal yang menghubungkan keputusan pembiayaan dengan nilai perusahaan.

2. Pengaruh Struktur Modal terhadap Risiko dan Persepsi Investor

Struktur modal juga memengaruhi persepsi risiko investor terhadap perusahaan, yang berdampak pada penilaian harga saham dan nilai perusahaan secara keseluruhan. Ross, Westerfield, dan Jaffe (2013) menjelaskan bahwa semakin tinggi proporsi utang dalam struktur modal, semakin besar risiko keuangan yang ditanggung perusahaan karena kewajiban bunga dan pokok yang harus dibayar secara tetap, meskipun pendapatan menurun. Risiko ini meningkatkan ekspektasi imbal hasil dari investor, terutama pemegang saham ekuitas, yang menuntut premi risiko lebih tinggi. Premi risiko ini meningkatkan biaya ekuitas dan bisa mengurangi nilai pasar perusahaan. Sebaliknya, struktur modal yang konservatif dengan utang rendah cenderung mengurangi risiko kebangkrutan dan memberikan sinyal positif kepada pasar, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, manajer keuangan harus mempertimbangkan keseimbangan antara risiko dan manfaat utang dalam menentukan struktur modal.

3. Struktur Modal sebagai Sinyal dan Dampaknya pada Nilai Perusahaan

Menurut teori sinyal (*signaling theory*) yang dikemukakan oleh Ross (1977), keputusan struktur modal dapat menjadi sinyal penting bagi pasar terkait kondisi keuangan dan prospek perusahaan. Penerbitan utang baru dapat diinterpretasikan oleh investor sebagai indikasi bahwa manajemen yakin terhadap kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban dan menghasilkan arus kas yang cukup, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, penerbitan saham baru sering dianggap pasar sebagai sinyal bahwa perusahaan mungkin mengalami kesulitan keuangan, yang dapat menurunkan harga saham dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, keputusan pembiayaan melalui utang atau ekuitas tidak hanya berpengaruh pada aspek biaya, tetapi juga persepsi pasar yang berdampak pada nilai perusahaan secara keseluruhan. Manajer keuangan harus memahami implikasi sinyal dari keputusan struktur modal untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

C. Sumber Pendanaan: Internal dan Eksternal

1. Pendanaan Internal: Definisi, Jenis, dan Keunggulan

Pendanaan internal merupakan sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan tanpa harus melibatkan pihak luar atau pemberi modal eksternal. Menurut Brigham dan Houston (2019), pendanaan internal meliputi laba ditahan (*retained earnings*), depresiasi yang dikapitalisasi, dan cadangan modal lainnya yang dihasilkan dari aktivitas operasional perusahaan. Laba ditahan adalah sumber utama pendanaan internal karena dana ini berasal dari keuntungan perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen, tetapi digunakan kembali untuk investasi dan ekspansi bisnis. Keunggulan utama pendanaan internal adalah tidak adanya biaya bunga atau kewajiban pembayaran kembali, sehingga risiko keuangan perusahaan dapat diminimalkan. Selain itu, penggunaan dana internal memberikan fleksibilitas lebih besar dalam pengambilan keputusan tanpa harus menghadapi persyaratan ketat dari investor atau kreditur. Namun, keterbatasan pendanaan internal terletak pada besarnya dana yang tersedia, yang tergantung pada profitabilitas dan kebijakan dividen perusahaan, sehingga tidak selalu cukup untuk membiayai proyek besar atau ekspansi cepat.

2. Pendanaan Eksternal: Jenis, Mekanisme, dan Implikasi

Pendanaan eksternal melibatkan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan dan biasanya mencakup utang dan ekuitas. Hillier *et al.* (2010) menjelaskan bahwa pendanaan eksternal dapat berupa pinjaman bank, penerbitan obligasi, serta penerbitan saham baru (baik saham biasa maupun saham preferen). Pendanaan utang memberikan perusahaan dana dengan kewajiban pengembalian tetap, sedangkan pendanaan ekuitas melibatkan pengalihan kepemilikan dan pembagian risiko dengan investor. Pendanaan eksternal memungkinkan perusahaan memperoleh dana dalam jumlah besar yang seringkali tidak tersedia melalui pendanaan internal. Namun, pendanaan eksternal membawa konsekuensi berupa biaya bunga, kewajiban hukum, serta potensi dilusi kepemilikan bagi pemegang saham lama. Selain itu, proses penggalangan dana eksternal memerlukan evaluasi dan persetujuan dari kreditur atau pasar modal, sehingga bisa memakan waktu dan biaya transaksi yang signifikan. Pilihan antara pendanaan utang dan ekuitas

harus mempertimbangkan faktor biaya modal, risiko keuangan, dan kondisi pasar saat itu.

3. Strategi Pemilihan Sumber Pendanaan dan Dampaknya pada Kinerja Perusahaan

Pemilihan antara sumber pendanaan internal dan eksternal harus dilakukan dengan strategi yang tepat agar dapat mendukung tujuan keuangan perusahaan secara optimal. Menurut Gitman dan Zutter (2015), perusahaan harus mengevaluasi kebutuhan dana, struktur modal yang diinginkan, dan biaya masing-masing sumber pendanaan. Pendekatan konservatif biasanya lebih mengutamakan pendanaan internal untuk menghindari risiko keuangan yang tinggi, sedangkan pendekatan agresif lebih memilih pendanaan eksternal untuk memanfaatkan peluang pertumbuhan yang cepat. Selain itu, teori *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984) menjelaskan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir ekuitas jika dana internal tidak mencukupi. Strategi pendanaan yang tepat dapat meningkatkan likuiditas, menurunkan biaya modal, dan memaksimalkan nilai perusahaan. Selain itu, dampak jangka panjang terhadap kinerja perusahaan harus diperhitungkan, karena keputusan pendanaan memengaruhi fleksibilitas keuangan dan kemampuan perusahaan menghadapi risiko pasar dan operasional.

D. Leverage Operasi dan Leverage Keuangan

1. Pengertian dan Konsep Leverage Operasi

Leverage operasi (*operating leverage*) adalah konsep penting dalam manajemen keuangan yang mengukur sensitivitas laba operasi terhadap perubahan volume penjualan. Menurut Brigham dan Houston (2019), leverage operasi terjadi karena adanya biaya tetap dalam struktur biaya perusahaan. Semakin besar proporsi biaya tetap terhadap biaya total, maka leverage operasi semakin tinggi, sehingga perubahan kecil dalam penjualan akan menghasilkan perubahan yang lebih besar pada laba operasi. Leverage operasi menunjukkan seberapa besar risiko bisnis (*business risk*) yang dihadapi perusahaan karena ketergantungan pada biaya tetap. Contohnya, perusahaan manufaktur dengan fasilitas produksi yang besar biasanya memiliki leverage operasi tinggi karena biaya tetap seperti depresiasi dan gaji tetap karyawan tinggi. Pengukuran

leverage operasi biasanya dilakukan dengan *Degree of Operating Leverage* (DOL) yang dihitung sebagai persentase perubahan laba operasi dibagi persentase perubahan penjualan. Leverage operasi yang tinggi dapat menguntungkan saat penjualan meningkat, tetapi berisiko saat penjualan menurun karena biaya tetap tetap harus ditanggung. Oleh karena itu, manajer perlu memahami leverage operasi untuk mengelola risiko dan mengambil keputusan produksi yang tepat.

2. Leverage Keuangan: Definisi, Mekanisme, dan Dampak

Leverage keuangan (*financial leverage*) berkaitan dengan penggunaan dana pinjaman (utang) dalam struktur modal perusahaan untuk meningkatkan potensi pengembalian kepada pemegang saham. Menurut Gitman dan Zutter (2015), leverage keuangan mengacu pada efek penggunaan biaya bunga tetap yang timbul dari pendanaan utang terhadap laba per saham (EPS). Penggunaan leverage keuangan memungkinkan perusahaan memanfaatkan dana eksternal dengan biaya tetap (bunga), sehingga dapat meningkatkan laba bagi pemegang saham jika laba operasi lebih besar dari biaya bunga. Namun, leverage keuangan juga meningkatkan risiko keuangan (*financial risk*) karena kewajiban bunga tetap harus dibayar terlepas dari kondisi laba perusahaan. Pengukuran leverage keuangan dilakukan dengan *Degree of Financial Leverage* (DFL), yang mengukur sensitivitas laba bersih terhadap perubahan laba operasi. Penggunaan leverage keuangan yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan, tetapi jika terlalu tinggi dapat menyebabkan kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan harus mempertimbangkan keseimbangan antara penggunaan modal sendiri dan modal pinjaman.

3. Hubungan dan Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Keuangan terhadap Risiko dan Profitabilitas Perusahaan

Leverage operasi dan leverage keuangan saling berinteraksi dan bersama-sama menentukan total leverage perusahaan (*combined leverage*) yang mencerminkan sensitivitas laba bersih terhadap perubahan penjualan. Menurut Ross, Westerfield, dan Jaffe (2016), kombinasi leverage operasi dan keuangan menunjukkan bagaimana risiko bisnis dan risiko keuangan dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Leverage operasi yang tinggi meningkatkan volatilitas laba operasi, sedangkan leverage keuangan menambah volatilitas laba bersih

karena adanya biaya bunga tetap. Total leverage yang tinggi meningkatkan potensi keuntungan saat kondisi pasar baik, tetapi juga meningkatkan risiko kerugian saat penjualan menurun. Oleh karena itu, perusahaan perlu melakukan analisis leverage secara holistik untuk mengambil keputusan yang tepat dalam struktur biaya dan struktur modal. Strategi pengelolaan leverage melibatkan evaluasi risiko dan potensi keuntungan untuk menjaga keseimbangan antara pertumbuhan dan stabilitas keuangan. Pemahaman leverage juga penting dalam pengambilan keputusan investasi, pembiayaan, dan kebijakan dividen guna memaksimalkan nilai perusahaan.

E. Penentuan Struktur Modal Optimal

1. Konsep dan Teori Struktur Modal Optimal

Struktur modal optimal adalah kombinasi proporsi pendanaan dari modal sendiri (ekuitas) dan modal pinjaman (utang) yang memaksimalkan nilai perusahaan dengan meminimalkan biaya modal keseluruhan (*weighted average cost of capital/WACC*). Menurut Brigham dan Houston (2019), struktur modal optimal tercapai saat biaya modal gabungan (*cost of equity* dan *cost of debt*) berada pada titik terendah, sehingga menghasilkan nilai perusahaan maksimum. Teori tradisional struktur modal mengemukakan bahwa peningkatan proporsi utang dapat menurunkan biaya modal karena utang lebih murah dan bunga utang dapat dikurangkan dari pajak (*tax shield*). Namun, terlalu banyak utang meningkatkan risiko kebangkrutan (*financial distress*) dan biaya agensi, sehingga biaya modal dapat meningkat kembali. Pendekatan lain yang dikenal adalah Teori Trade-Off, yang menyeimbangkan manfaat pajak utang dengan biaya kebangkrutan dan masalah agensi (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2016). Selain itu, teori *Pecking Order* (Myers & Majluf, 1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir menerbitkan saham baru, sehingga struktur modal optimal tidak selalu berupa target rasio tetap tapi lebih bersifat dinamis.

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penentuan Struktur Modal Optimal

Penentuan struktur modal optimal dipengaruhi oleh berbagai faktor internal dan eksternal perusahaan. Faktor internal meliputi

profitabilitas, arus kas, risiko bisnis, dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Menurut Gitman dan Zutter (2015), perusahaan yang memiliki arus kas stabil dan risiko bisnis rendah cenderung menggunakan lebih banyak utang untuk memanfaatkan *tax shield*, sedangkan perusahaan dengan risiko tinggi lebih mengutamakan modal sendiri untuk menghindari risiko kebangkrutan. Struktur aset juga memengaruhi, dimana perusahaan dengan aset tetap sebagai jaminan dapat memperoleh utang dengan bunga lebih rendah. Faktor eksternal meliputi kondisi pasar modal, tingkat suku bunga, serta kebijakan pemerintah dan regulasi pajak. Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa dalam kondisi pasar sempurna tanpa pajak dan biaya kebangkrutan, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan (*irrelevance theory*). Namun, realitas pasar menuntut manajer mempertimbangkan kondisi tersebut secara matang untuk mencapai struktur modal yang optimal. Selain itu, budaya perusahaan dan preferensi manajemen juga memengaruhi keputusan struktur modal.

3. Pendekatan dan Metode Praktis dalam Menentukan Struktur Modal Optimal

Pada praktik, perusahaan menggunakan berbagai pendekatan dan metode analisis untuk menentukan struktur modal optimal yang sesuai dengan karakteristik bisnis dan lingkungan eksternal. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2020), salah satu metode yang banyak digunakan adalah analisis *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), di mana perusahaan menghitung biaya rata-rata tertimbang dari modal sendiri dan modal pinjaman untuk menemukan titik minimum biaya modal. Selain itu, metode analisis sensitivitas dan simulasi digunakan untuk menguji dampak perubahan struktur modal terhadap risiko dan nilai perusahaan. Perusahaan juga menggunakan benchmarking dengan membandingkan struktur modal pesaing atau industri sebagai referensi. Pendekatan lain adalah menggunakan model scoring atau rating risiko yang mempertimbangkan berbagai faktor finansial dan non-finansial untuk menentukan proporsi optimal utang dan ekuitas. Dalam pengambilan keputusan, manajer keuangan harus mempertimbangkan fleksibilitas finansial, kapasitas pinjaman, serta dampak keputusan terhadap stakeholder dan reputasi perusahaan. Penentuan struktur modal optimal bukanlah suatu proses statis, melainkan dinamis dan harus terus dievaluasi sesuai perubahan kondisi pasar dan perusahaan.

F. Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan

1. Indikator-Indikator Struktur Modal

Indikator struktur modal adalah parameter-parameter yang digunakan untuk mengukur dan menilai komposisi modal perusahaan, khususnya perbandingan antara modal sendiri (ekuitas) dan modal asing (utang). Indikator ini penting karena memberikan gambaran tentang bagaimana perusahaan membiayai aktivitas operasional dan investasinya, serta tingkat risiko finansial yang dihadapi. Menurut Brigham dan Houston (2019), beberapa indikator utama struktur modal meliputi:

- a. *Debt to Equity Ratio* (DER): Rasio ini mengukur proporsi utang terhadap modal sendiri. DER tinggi menandakan perusahaan menggunakan lebih banyak utang dalam pendanaan, yang berpotensi meningkatkan risiko kebangkrutan tetapi juga dapat memberikan keuntungan pajak (*tax shield*).
- b. *Debt Ratio*: Mengukur proporsi total utang terhadap total aset perusahaan, memberikan gambaran tentang leverage perusahaan secara keseluruhan.
- c. *Equity Ratio*: Rasio ini menunjukkan proporsi modal sendiri terhadap total aset, yang mencerminkan tingkat solvabilitas dan kekuatan keuangan perusahaan.
- d. *Times Interest Earned* (TIE) atau *Interest Coverage Ratio*: Mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi beban bunga utang dari laba operasionalnya, yang penting untuk menilai risiko gagal bayar.

Pengukuran indikator-indikator ini tidak hanya menjadi tolok ukur untuk menilai kesehatan struktur modal perusahaan, tetapi juga menjadi dasar dalam pengambilan keputusan pembiayaan selanjutnya. Ross, Westerfield, dan Jaffe (2016) menekankan bahwa struktur modal yang sehat harus mampu menyeimbangkan antara risiko dan keuntungan, di mana penggunaan utang harus diperhitungkan secara matang agar tidak membahayakan kelangsungan perusahaan.

2. Peran Indikator Struktur Modal dalam Keputusan Pembiayaan

Indikator struktur modal tidak hanya berfungsi sebagai alat evaluasi, tetapi juga sebagai dasar penting dalam pengambilan keputusan pembiayaan. Keputusan tersebut mencakup pemilihan sumber

pembiayaan, baik melalui penerbitan saham baru, utang bank, obligasi, ataupun instrumen hybrid. Gitman dan Zutter (2015) menjelaskan bahwa manajer keuangan menggunakan indikator struktur modal untuk mempertimbangkan berbagai faktor, seperti:

- a. Risiko Kebangkrutan: Rasio leverage yang tinggi menunjukkan risiko gagal bayar yang lebih besar, sehingga manajer cenderung berhati-hati dalam mengambil utang tambahan.
- b. Biaya Modal: Keputusan pembiayaan didasarkan pada analisis biaya modal dari berbagai sumber pendanaan, dengan tujuan menurunkan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).
- c. Kebijakan Dividen dan Reputasi Perusahaan: Struktur modal juga mempengaruhi kebijakan dividen dan persepsi pasar terhadap stabilitas keuangan perusahaan. Rasio yang terlalu tinggi dapat menimbulkan kekhawatiran investor dan kreditur.

Pada konteks pengambilan keputusan pembiayaan, indikator struktur modal membantu manajer mengidentifikasi titik keseimbangan antara risiko dan manfaat pembiayaan yang optimal. Modigliani dan Miller (1958) dalam teori struktur modal menyatakan bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan melalui pengaruhnya terhadap risiko dan biaya modal, sehingga indikator struktur modal menjadi alat ukur vital untuk mencapai tujuan tersebut.

3. Implementasi Indikator dalam Pengelolaan Keuangan dan Dampaknya terhadap Kinerja Perusahaan

Implementasi indikator struktur modal secara efektif dalam manajemen keuangan berdampak besar terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2020), penggunaan indikator ini membantu perusahaan dalam:

- a. Mengoptimalkan Struktur Modal: Melalui evaluasi terus-menerus atas indikator keuangan, perusahaan dapat menyesuaikan struktur modal untuk mencapai efisiensi pembiayaan dan memaksimalkan nilai pemegang saham.
- b. Manajemen Risiko Finansial: Indikator seperti *Interest Coverage Ratio* menjadi alat penting dalam mengelola risiko likuiditas dan solvabilitas, mencegah perusahaan dari kemungkinan default.
- c. Perencanaan dan Strategi Keuangan Jangka Panjang: Data indikator struktur modal memberikan dasar bagi perencanaan

investasi dan ekspansi, yang membutuhkan sumber dana yang terjangkau dan aman.

Studi empiris menunjukkan korelasi positif antara struktur modal yang optimal berdasarkan indikator yang tepat dengan peningkatan kinerja keuangan dan nilai pasar perusahaan (Titman & Wessels, 1988). Oleh karena itu, integrasi indikator struktur modal ke dalam sistem informasi manajemen keuangan sangat dianjurkan untuk mendukung pengambilan keputusan yang cepat dan tepat.

G. Soal Latihan

1. Jelaskan dan bandingkan empat teori struktur modal berikut: teori tradisional, *Modigliani-Miller* (MM), *Pecking Order Theory*, dan *Trade-Off Theory*. Bagaimana masing-masing teori memandang hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan?
2. Mengapa pemilihan struktur modal yang tepat dapat memengaruhi nilai perusahaan? Berikan contoh situasi di mana struktur modal yang tidak optimal berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan.
3. Uraikan perbedaan antara sumber pendanaan internal dan eksternal. Dalam kondisi apa perusahaan sebaiknya memilih pendanaan eksternal dibandingkan internal?
4. Apa yang dimaksud dengan leverage operasi dan leverage keuangan? Jelaskan bagaimana keduanya dapat memengaruhi profitabilitas dan risiko perusahaan.
5. Jelaskan konsep struktur modal optimal. Apa saja indikator yang dapat digunakan untuk mengevaluasi apakah suatu perusahaan telah memiliki struktur modal yang efisien dan berkelanjutan?

BAB VII

BIAYA MODAL (*COST OF CAPITAL*)

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan pengertian dan komponen *cost of capital*, memahami perhitungan *cost of debt*, *cost of equity*, dan WACC, memahami hubungan *cost of capital* dengan keputusan investasi, memahami dampak risiko dan pajak terhadap *cost of capital*, serta memahami indikator struktur modal dan keputusan pembiayaan. Sehingga pembaca dapat memberikan rekomendasi strategi pembiayaan yang tepat, efisien, dan mendukung pencapaian nilai perusahaan yang optimal dalam jangka panjang.

Materi Pembelajaran

- Pengertian dan Komponen *Cost Of Capital*
- Perhitungan *Cost Of Debt*, *Cost Of Equity*, dan WACC
- Hubungan *Cost Of Capital* dengan Keputusan Investasi
- Dampak Risiko dan Pajak terhadap *Cost Of Capital*
- Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan
- Soal Latihan

A. Pengertian dan Komponen *Cost Of Capital*

1. Pengertian dan Komponen *Cost of Capital*

Cost of capital atau biaya modal merupakan konsep fundamental dalam manajemen keuangan yang memiliki peranan krusial dalam pengambilan keputusan investasi dan pembiayaan perusahaan. Pengertian *cost of capital* secara umum adalah tingkat pengembalian minimum yang harus dicapai oleh perusahaan agar investor dan kreditor merasa bahwa investasi memberikan kompensasi yang memadai atas risiko yang diambil. Dengan kata lain, *cost of capital* adalah biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang diukur dari sisi perusahaan dan

investor, yaitu pengembalian yang diharapkan untuk penggunaan dana tersebut dalam alternatif terbaik lainnya.

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2013), biaya modal adalah ukuran kritis yang digunakan oleh manajer keuangan dalam menentukan nilai proyek investasi, evaluasi strategi pembiayaan, serta perencanaan keuangan jangka panjang. Jika tingkat pengembalian suatu proyek investasi tidak mencapai *cost of capital*, maka proyek tersebut dapat dianggap merugikan perusahaan karena tidak memberikan nilai tambah yang cukup untuk menutupi biaya modal yang harus dikeluarkan. Oleh karena itu, penghitungan dan pemahaman terhadap *cost of capital* harus dilakukan secara akurat dan sistematis.

Ross, Westerfield, dan Jaffe (2013) menekankan bahwa *cost of capital* merupakan *weighted average cost* dari berbagai sumber modal yang digunakan perusahaan, yang dikenal sebagai *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Komponen utama dari *cost of capital* terdiri atas biaya utang (*cost of debt*), biaya ekuitas (*cost of equity*), dan biaya modal saham preferen (*cost of preferred stock*) jika digunakan. Perusahaan akan berusaha menyeimbangkan komposisi sumber dana tersebut untuk meminimalkan biaya modal keseluruhan sekaligus memaksimalkan nilai perusahaan.

2. Pengertian *Cost of Capital*

Cost of capital dapat didefinisikan sebagai tingkat pengembalian yang harus diperoleh perusahaan agar investasi yang dilakukan dianggap menguntungkan bagi investor dan kreditor. Dalam konteks ini, biaya modal merefleksikan risiko yang dihadapi oleh penyedia dana (investor/pemegang saham dan kreditor), karena setiap sumber pendanaan membawa risiko dan ekspektasi *return* yang berbeda. Secara konseptual, biaya modal merupakan titik acuan (*hurdle rate*) yang menjadi batas bawah dalam penilaian kelayakan investasi. Misalnya, apabila suatu proyek atau investasi mampu memberikan *return* yang melebihi *cost of capital*, maka proyek tersebut dapat diterima dan diyakini akan menambah nilai perusahaan. Namun jika *return* yang dihasilkan di bawah biaya modal, proyek sebaiknya ditolak karena akan menurunkan nilai perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Konsep biaya modal juga berhubungan erat dengan prinsip nilai waktu uang (*time value of money*), dimana dana yang tersedia saat ini memiliki nilai lebih tinggi dibandingkan dengan dana yang diterima di

masa depan. Oleh sebab itu, biaya modal merupakan nilai pengembalian yang diperlukan untuk mengkompensasi investor atas penundaan konsumsi dan risiko investasi (Gitman & Zutter, 2012). Selain itu, biaya modal juga dipandang sebagai tolok ukur risiko keuangan yang harus ditanggung perusahaan. Semakin tinggi risiko suatu perusahaan atau proyek, semakin besar pula biaya modal yang harus diperoleh agar investor bersedia menempatkan dananya di perusahaan tersebut. Kondisi ini mendorong manajemen perusahaan untuk melakukan pengelolaan risiko yang efektif agar dapat menekan biaya modal seminimal mungkin tanpa mengorbankan pertumbuhan dan nilai perusahaan (Ross *et al.*, 2013).

3. Komponen-Komponen *Cost of Capital*

Cost of capital terdiri dari beberapa komponen utama yang mencerminkan berbagai sumber pendanaan yang digunakan perusahaan, yaitu;

a. Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Biaya utang adalah tingkat bunga efektif yang harus dibayarkan perusahaan atas pinjaman yang diperoleh dari kreditur atau obligasi yang diterbitkan. Menurut Ross, Westerfield, dan Jaffe (2013), biaya utang biasanya lebih rendah daripada biaya ekuitas karena adanya hak prioritas klaim kreditur atas aset perusahaan dan keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan atas bunga utang (*tax shield*).

Tax shield adalah pengurangan beban pajak yang diperoleh karena bunga utang dianggap sebagai biaya operasional yang dapat dikurangkan sebelum perhitungan pajak. Oleh karena itu, biaya utang yang sebenarnya menjadi lebih rendah setelah memperhitungkan pajak (*cost of debt after tax*). Perhitungan ini dapat dinyatakan sebagai:

$$K_d = K_{d \text{ sebelum pajak}} \times (1 - T)$$

dimana K_d adalah biaya utang setelah pajak dan T adalah tarif pajak perusahaan. Selain tingkat bunga nominal, biaya utang juga dipengaruhi oleh risiko default perusahaan dan

kondisi pasar modal. Semakin besar risiko gagal bayar, semakin tinggi tingkat bunga yang harus dibayar sehingga biaya utang meningkat (Gitman & Zutter, 2012).

Manajemen perlu mempertimbangkan keseimbangan penggunaan utang agar perusahaan tidak mengalami beban biaya bunga yang terlalu tinggi sehingga meningkatkan risiko kebangkrutan. Pengelolaan biaya utang yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan memanfaatkan keuntungan *tax shield* tanpa menimbulkan risiko keuangan yang berlebihan (Brealey, Myers, & Allen, 2017).

b. Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

Biaya ekuitas merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham sebagai kompensasi atas risiko yang diambil dengan menginvestasikan modalnya di perusahaan. Karena pemegang saham menanggung risiko residual (setelah kreditur dan pihak lain), maka biaya ekuitas biasanya lebih tinggi dibanding biaya utang (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Metode yang paling populer untuk menghitung biaya ekuitas adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang dikembangkan berdasarkan teori portofolio modern. Model ini menyatakan bahwa biaya ekuitas adalah:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dimana:

K_e = biaya ekuitas,

R_f = tingkat pengembalian bebas risiko (*risk-free rate*),

β = koefisien beta yang mengukur sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar,

R_m = tingkat pengembalian pasar (*market return*),

$R_m - R_f$ = premi risiko pasar.

Beta (β /beta) adalah ukuran risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Saham dengan beta lebih besar dari 1 menunjukkan risiko lebih tinggi daripada pasar secara umum, sehingga investor mengharapkan pengembalian yang lebih tinggi. Selain CAPM, ada metode lain seperti *Dividend Discount Model* (DDM) yang menghitung biaya ekuitas

berdasarkan dividen yang diharapkan dan pertumbuhan dividen (Gitman & Zutter, 2012). Namun, CAPM lebih umum digunakan karena mempertimbangkan risiko pasar secara lebih komprehensif. Menentukan biaya ekuitas secara tepat penting untuk memastikan bahwa perusahaan dapat memenuhi ekspektasi investor serta menjaga nilai saham tetap kompetitif di pasar modal (Ross *et al.*, 2013).

c. Biaya Saham Preferen (*Cost of Preferred Stock*)

Biaya modal saham preferen adalah tingkat pengembalian yang harus dibayarkan perusahaan atas saham preferen yang diterbitkan. Saham preferen memberikan dividen tetap kepada pemegang saham preferen, sehingga biaya modalnya dapat dihitung sebagai rasio antara dividen preferen dan harga pasar saham preferen tersebut.

Biaya saham preferen dihitung dengan rumus sederhana:

$$K_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_{ps}}$$

dimana:

K_{ps} = biaya saham preferen,

D_{ps} = dividen preferen per saham,

P_{ps} = harga pasar saham preferen.

Karena dividen preferen bersifat tetap dan tidak dapat dikurangkan dari pajak, biaya modal saham preferen biasanya berada di antara biaya utang dan biaya ekuitas biasa (Brealey *et al.*, 2017). Penggunaan saham preferen dapat menjadi alternatif pembiayaan yang menarik bagi perusahaan yang ingin menghindari kenaikan beban bunga dari utang tetapi tetap membutuhkan modal eksternal.

4. *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* dan Pentingnya *Pengelolaan Cost of Capital*

Perusahaan harus menggabungkan biaya-biaya tersebut berdasarkan proporsi relatif masing-masing sumber pendanaan untuk memperoleh *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. WACC

menggambarkan rata-rata tertimbang dari seluruh biaya modal yang digunakan perusahaan.

Rumus WACC adalah:

$$WACC = \frac{E}{V}K_e + \frac{D}{V}K_d(1 - T) + \frac{P}{V}K_{ps}$$

dimana:

- E = nilai pasar ekuitas,
- D = nilai pasar utang,
- P = nilai pasar saham preferen,
- $V=E+D+PV = E + D + P$ = total nilai pasar modal,
- K_e = biaya ekuitas,
- K_d = biaya utang sebelum pajak,
- T = tarif pajak,
- K_{ps} = biaya saham preferen.

WACC menjadi benchmark yang digunakan untuk menilai kelayakan investasi dan proyek. Investasi dengan *expected return* lebih besar dari WACC akan menambah nilai perusahaan, sebaliknya akan menurunkan nilai perusahaan jika *return* lebih rendah (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Manajemen keuangan berupaya meminimalkan WACC untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan menyeimbangkan penggunaan utang dan ekuitas. Utang dapat menurunkan biaya modal karena adanya *tax shield*, tetapi risiko kebangkrutan dan biaya keuangan yang berlebihan juga harus dihindari. Perusahaan perlu melakukan evaluasi berkala terhadap struktur modal dan biaya modalnya, terutama karena faktor eksternal seperti kondisi ekonomi, suku bunga pasar, dan perubahan risiko bisnis dapat mempengaruhi biaya modal. Dengan pengelolaan biaya modal yang optimal, perusahaan dapat meningkatkan daya saing dan kelangsungan usahanya (Gitman & Zutter, 2012).

B. Perhitungan *Cost Of Debt*, *Cost Of Equity*, dan WACC

1. Perhitungan *Cost of Debt* (Biaya Utang)

Cost of Debt atau biaya utang merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para kreditur atau pemberi pinjaman terhadap dana yang diberikan kepada perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2011), *cost of debt* mencerminkan tingkat bunga efektif yang harus

dibayar perusahaan kepada kreditur setelah memperhitungkan manfaat pajak. Oleh karena itu, *cost of debt* yang relevan adalah *after-tax cost of debt*, yang dihitung dengan rumus:

$$\text{Cost of Debt (after tax)} = i \times (1 - T)$$

Dimana:

- i = bunga yang dibayarkan atas utang
- T = tarif pajak perusahaan

Misalnya, jika perusahaan membayar bunga 10% dan tarif pajak perusahaan sebesar 30%, maka *cost of debt* setelah pajak adalah 7%. Hal ini menunjukkan bahwa pajak memberikan pengurangan biaya atas beban bunga yang harus dibayar perusahaan, sehingga utang menjadi lebih menarik dari perspektif biaya modal.

Ross, Westerfield dan Jordan (2013) menyatakan bahwa *cost of debt* dapat dihitung menggunakan *yield to maturity* (YTM) dari obligasi perusahaan yang masih berlaku. Jika tidak ada obligasi yang diperdagangkan secara aktif, maka dapat digunakan pendekatan estimasi biaya bunga dari pinjaman bank atau fasilitas kredit lainnya. Dalam praktik, analisis *cost of debt* juga harus mempertimbangkan risiko kredit perusahaan. Semakin rendah peringkat kredit, semakin tinggi suku bunga yang harus dibayar, sehingga *cost of debt* juga meningkat. Selain itu, struktur pinjaman (jangka pendek vs jangka panjang) juga mempengaruhi total beban biaya utang.

2. Perhitungan *Cost of Equity* (Biaya Ekuitas)

Cost of equity adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi atas risiko memiliki saham perusahaan. Konsep ini mencerminkan *opportunity cost*, yaitu tingkat keuntungan yang harus ditawarkan agar investor bersedia berinvestasi pada ekuitas perusahaan. Menurut Gitman dan Zutter (2012), terdapat dua pendekatan umum dalam menghitung *cost of equity*:

- a. *Model Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Dimana:

R_f = tingkat pengembalian bebas risiko (*risk-free rate*)

β = beta saham perusahaan (ukuran risiko sistematis)

$R_m - R_f$ = premi risiko pasar

Pendekatan CAPM sangat populer karena mengintegrasikan risiko pasar dan pengaruhnya terhadap *return* saham. Jika suatu perusahaan memiliki beta lebih tinggi dari 1, maka sahamnya dianggap lebih berisiko dibanding pasar dan akan memiliki *cost of equity* yang lebih tinggi.

b. Model Pertumbuhan Dividen (*Gordon Growth Model*)

$$\text{Cost of Equity} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Dimana:

D_1 = dividen yang diharapkan tahun depan

P_0 = harga saham saat ini

g = tingkat pertumbuhan dividen

Pendekatan ini cocok untuk perusahaan yang stabil dan membayar dividen secara konsisten. Akan tetapi, untuk perusahaan yang tidak membayar dividen, pendekatan ini kurang relevan. Pandangan lain dikemukakan oleh Damodaran (2012), yang menyarankan penggunaan pendekatan *build-up method* untuk perusahaan yang tidak terdaftar (*private firm*), dengan mempertimbangkan risiko industri dan risiko spesifik perusahaan.

b. Perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) merupakan biaya modal keseluruhan perusahaan yang dihitung berdasarkan rata-rata tertimbang antara *cost of debt* dan *cost of equity*. WACC mencerminkan biaya yang harus ditanggung perusahaan untuk mendanai asetnya secara keseluruhan. Formula umum WACC menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014) adalah:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times R_e \right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T) \right)$$

Dimana:

- E = nilai pasar ekuitas

- D = nilai pasar utang
- V = total nilai perusahaan ($E + D$)
- R_e = *cost of equity*
- R_d = *cost of debt*
- T = tarif pajak

WACC adalah ukuran penting dalam pengambilan keputusan investasi. Menurut Weston dan Brigham (2010), apabila tingkat pengembalian proyek investasi lebih besar dari WACC, maka proyek tersebut dinilai layak. Sebaliknya, jika tingkat pengembalian lebih rendah dari WACC, maka proyek tersebut harus ditolak karena tidak mampu menciptakan nilai tambah.

Penggunaan WACC juga penting dalam penilaian valuasi perusahaan melalui metode *Discounted Cash Flow* (DCF). Dengan mendiskontokan proyeksi arus kas masa depan dengan WACC, manajer keuangan dapat memperoleh estimasi nilai perusahaan secara keseluruhan. Namun demikian, terdapat tantangan dalam mengestimasi nilai pasar dari ekuitas dan utang terutama untuk perusahaan privat. Oleh karena itu, dalam kasus tertentu, dapat digunakan pendekatan estimasi nilai buku yang disesuaikan dengan kondisi pasar terkini.

C. Hubungan *Cost Of Capital* dengan Keputusan Investasi

1. Peran *Cost of Capital* sebagai Discount Rate dalam Evaluasi Investasi

Cost of capital memiliki peran fundamental sebagai tolok ukur dalam evaluasi proyek investasi. Sebagaimana dijelaskan oleh Brealey, Myers, dan Allen (2014), *cost of capital* digunakan sebagai discount rate dalam metode penilaian arus kas masa depan seperti *Net Present Value* (NPV) dan *Internal Rate of Return* (IRR). Dalam praktik keuangan, keputusan untuk menerima atau menolak suatu proyek investasi sangat bergantung pada perbandingan antara nilai NPV proyek dengan nol atau IRR proyek dengan WACC perusahaan.

Jika NPV suatu proyek positif, artinya nilai sekarang dari manfaat ekonomi (*cash inflow*) yang dihasilkan oleh proyek tersebut melebihi biaya modal yang digunakan untuk mendanainya. Oleh karena itu, proyek tersebut layak diterima. Sebaliknya, NPV negatif

menunjukkan bahwa proyek tersebut akan merugikan nilai perusahaan. Begitu pula dengan IRR, bila IRR melebihi *cost of capital* (WACC), maka proyek memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari biaya dana yang digunakan.

Menurut Brigham dan Houston (2011), penggunaan WACC sebagai discount rate merupakan metode paling umum dalam keputusan investasi karena mencerminkan keseluruhan risiko dan struktur modal perusahaan. Jika proyek memiliki risiko yang berbeda dari proyek utama perusahaan, maka diperlukan penyesuaian WACC sesuai dengan profil risiko proyek tersebut. Dengan demikian, *cost of capital* tidak hanya menjadi ukuran efisiensi pembiayaan, tetapi juga merupakan alat untuk menyaring dan memilih investasi yang memberikan nilai tambah. Tanpa estimasi yang akurat terhadap *cost of capital*, keputusan investasi menjadi rentan terhadap kesalahan pengambilan keputusan.

2. *Cost of Capital* dan Penentuan Batas Minimum Return Investasi (*Hurdle Rate*)

Pada literatur keuangan, konsep *hurdle rate* mengacu pada tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan suatu investasi agar layak diterima. Menurut Gitman dan Zutter (2012), *hurdle rate* biasanya ditetapkan setara atau lebih tinggi dari *cost of capital* perusahaan. Penetapan ini dimaksudkan untuk menjamin bahwa proyek yang diterima benar-benar memberikan pengembalian yang cukup untuk menutup biaya pendanaan dan memberikan keuntungan tambahan.

Cost of capital menjadi referensi utama dalam penentuan *hurdle rate* karena ia mencerminkan opportunity cost dari modal, yakni pengorbanan pengembalian dari alternatif investasi lain. Oleh karena itu, perusahaan harus memastikan bahwa proyek-proyek yang dipilih mampu memenuhi atau melampaui batas minimum tersebut. Sebagai contoh, jika perusahaan memiliki WACC sebesar 10%, maka proyek dengan estimasi IRR sebesar 9% seharusnya ditolak meskipun menghasilkan arus kas positif, karena tidak memenuhi standar minimum. Dalam kerangka teori nilai perusahaan (*firm value maximization theory*), hanya proyek yang melebihi *cost of capital* yang dapat meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholder wealth maximization*). Hal ini selaras dengan pandangan Weston dan Brigham (2010), yang menyatakan bahwa setiap proyek yang memberikan pengembalian di bawah *cost of capital* akan menyebabkan penurunan nilai perusahaan.

Maka, penentuan hurdle rate berbasis *cost of capital* membantu perusahaan melakukan seleksi investasi secara rasional dan menghindari investasi yang tidak optimal.

3. Pengaruh *Cost of Capital* terhadap Strategi Pembiayaan dan Diversifikasi Investasi

Cost of capital tidak hanya relevan dalam evaluasi proyek, tetapi juga memengaruhi strategi pembiayaan dan arah diversifikasi investasi perusahaan. Damodaran (2012) menyatakan bahwa perusahaan dengan *cost of capital* rendah memiliki keleluasaan lebih besar dalam melihat peluang investasi yang marginal karena batas minimum pengembalian investasi juga lebih rendah. Sebaliknya, perusahaan dengan *cost of capital* tinggi harus lebih selektif karena hanya sedikit proyek yang dapat memberikan pengembalian di atas batas tersebut. Strategi pembiayaan (*debt vs. equity*) juga memiliki implikasi langsung terhadap *cost of capital*. Brigham dan Houston (2011) menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat menurunkan WACC hingga titik tertentu karena adanya manfaat pajak (*tax shield*). Namun, terlalu banyak utang dapat meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga menaikkan *cost of equity* dan pada akhirnya menaikkan WACC. Oleh karena itu, struktur modal yang optimal harus dicari untuk menyeimbangkan *cost of debt* dan *cost of equity* demi menghasilkan WACC terendah.

Pada konteks diversifikasi investasi, perusahaan sering menghadapi tantangan untuk memilih antara investasi inti (*core business*) dan investasi ekspansi (*non-core business*). Di sini, *cost of capital* digunakan sebagai batas penilaian apakah proyek baru berada dalam risiko dan pengembalian yang sejalan dengan risiko rata-rata perusahaan atau tidak. Jika proyek ekspansi memiliki risiko yang lebih tinggi, maka harus digunakan *adjusted cost of capital* yang lebih tinggi pula agar tidak menyesatkan dalam proses pengambilan keputusan. Sebagaimana diuraikan oleh Brealey, Myers, dan Allen (2014), penggunaan *divisional cost of capital* atau *risk-adjusted discount rate* menjadi penting dalam kelompok perusahaan konglomerat yang memiliki unit bisnis berbeda dengan profil risiko unik. Ini memastikan bahwa setiap keputusan investasi pada unit bisnis spesifik tetap berada dalam koridor efisiensi dan pengambilan risiko yang dapat diterima.

D. Dampak Risiko dan Pajak terhadap *Cost Of Capital*

1. Pengaruh Risiko Bisnis dan Risiko Keuangan terhadap *Cost of Capital*

Cost of capital merupakan tingkat pengembalian minimum yang harus diperoleh perusahaan untuk membiayai investasi dan mempertahankan nilai perusahaan. Salah satu faktor utama yang memengaruhi *cost of capital* adalah risiko. Menurut Brigham dan Houston (2011), terdapat dua jenis risiko utama yang relevan dalam konteks ini, yaitu risiko bisnis (*business risk*) dan risiko keuangan (*financial risk*). Risiko bisnis merujuk pada ketidakpastian arus kas operasional perusahaan yang disebabkan oleh faktor eksternal seperti fluktuasi permintaan pasar, harga input, perubahan teknologi, serta persaingan industri. Semakin tinggi risiko bisnis suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang diminta oleh investor, sehingga meningkatkan *cost of equity* dan secara keseluruhan menaikkan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Risiko keuangan muncul dari struktur modal perusahaan, khususnya proporsi penggunaan utang. Menurut Gitman dan Zutter (2012), semakin tinggi penggunaan utang dalam struktur modal, semakin besar risiko keuangan yang ditanggung oleh pemegang saham, karena peningkatan kewajiban tetap dalam bentuk bunga. Akibatnya, *cost of equity* meningkat untuk mengimbangi risiko tambahan yang ditanggung investor. Walaupun penggunaan utang dapat menghasilkan *tax shield* (pengurangan pajak karena bunga dapat dikurangkan dari pajak), peningkatan risiko gagal bayar akan menurunkan peringkat kredit dan pada akhirnya menaikkan *cost of debt* dan WACC. Damodaran (2012) menekankan bahwa dalam praktik, risiko yang tercermin dalam *cost of capital* biasanya diukur melalui beta (β) dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) untuk ekuitas, serta spread kredit untuk utang. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu mengelola risiko bisnis dan keuangan agar tidak menaikkan *cost of capital* secara signifikan dan tetap kompetitif dalam mengejar proyek-proyek investasi.

2. Dampak Pajak terhadap *Cost of Debt* dan Struktur Modal

Pajak merupakan elemen yang signifikan dalam penentuan *cost of capital*, terutama dalam komponen *cost of debt*. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2014), bunga pinjaman (*interest expense*) dapat

dikurangkan dari penghasilan kena pajak, sehingga menciptakan keuntungan pajak yang dikenal sebagai *tax shield*. Akibatnya, biaya utang setelah pajak dihitung sebagai:

$$\text{Cost of Debt After Tax} = \text{Interest Rate} \times (1 - \text{Tax Rate})$$

Contohnya, jika perusahaan meminjam dengan bunga 10% dan tarif pajak 30%, maka *cost of debt* efektif adalah 7%. Dengan kata lain, pemerintah secara tidak langsung menanggung sebagian dari beban bunga, sehingga memotivasi perusahaan untuk memasukkan utang sebagai bagian dari struktur modalnya. Namun, Weston dan Brigham (2010) mengingatkan bahwa meskipun manfaat pajak dari utang dapat menurunkan WACC, penggunaan utang yang berlebihan dapat menyebabkan financial distress dan biaya kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan harus menyeimbangkan manfaat pajak dari utang dengan potensi peningkatan risiko gagal bayar dan biaya agensi.

Pajak juga berdampak pada keputusan struktur modal optimal. Dalam teori *Trade-Off*, seperti dijelaskan oleh Myers (1984), struktur modal optimal tercapai ketika manfaat tambahan dari penghematan pajak utang sama besar dengan biaya tambahan dari potensi kebangkrutan. Dalam konteks ini, pajak berperan sebagai insentif dalam penggunaan utang, tetapi harus diimbangi dengan manajemen risiko yang cermat agar tidak menimbulkan beban finansial yang berlebihan. Dengan demikian, pajak tidak hanya memengaruhi *cost of debt* secara langsung, tetapi juga berdampak pada strategi struktur modal secara keseluruhan dan komposisi WACC yang ditetapkan perusahaan.

3. Integrasi Risiko dan Pajak dalam Penetapan Struktur Modal dan Investasi

Interaksi antara risiko dan pajak menciptakan dinamika kompleks dalam penentuan *cost of capital* dan strategi pembiayaan. Dalam teori keuangan modern, keputusan pendanaan dan investasi tidak bisa dipisahkan dari evaluasi risiko dan insentif fiskal yang berlaku. Menurut Damodaran (2012), perusahaan yang beroperasi dalam lingkungan dengan pajak tinggi cenderung memanfaatkan utang lebih banyak untuk memperoleh manfaat pajak maksimum. Namun, hal ini perlu dikaji secara hati-hati terhadap risiko spesifik perusahaan. Misalnya, perusahaan teknologi dengan volatilitas pendapatan tinggi

cenderung menghindari utang besar karena risiko bisnisnya sudah tinggi, meskipun manfaat pajak dari utang menggiurkan.

Pada pengambilan keputusan investasi, *cost of capital* yang telah disesuaikan dengan risiko dan pajak digunakan sebagai hurdle rate. Jika perusahaan mengevaluasi proyek dengan risiko lebih tinggi dari rata-rata bisnis, maka *cost of capital* proyek harus disesuaikan (*adjusted WACC*), termasuk perhitungan pajak penghasilan perusahaan dan stabilitas fiskal jangka panjang. Oleh karena itu, perusahaan multinasional bahkan menggunakan *country risk premium* untuk menghitung *cost of capital* dalam proyek internasional (Brealey *et al.*, 2014). Selain itu, pajak memengaruhi strategi pembiayaan jangka panjang, seperti pemilihan instrumen pendanaan (obligasi, pinjaman bank, leasing) serta timing penerbitan utang atau saham. Dalam sistem perpajakan yang progresif, waktu penerbitan utang menjadi penting untuk memaksimalkan manfaat *tax shield*. Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa untuk mengintegrasikan risiko dan pajak dalam manajemen keuangan secara optimal, perusahaan harus menerapkan kebijakan manajemen risiko yang terukur dan perencanaan pajak strategis. Kombinasi ini bertujuan untuk menyeimbangkan penghematan biaya dan penghindaran risiko ekstrem, sekaligus menjaga daya saing dan nilai jangka panjang perusahaan.

E. Indikator Struktur Modal dan Keputusan Pembiayaan

1. Indikator Kuantitatif Struktur Modal: *Debt Ratio*, *Debt-to-Equity Ratio*, dan *Interest Coverage Ratio*

Struktur modal sebuah perusahaan mencerminkan kombinasi antara utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aktivitas operasional dan investasi jangka panjang. Untuk mengevaluasi struktur ini secara objektif, para manajer keuangan menggunakan indikator-indikator kuantitatif yang bersifat rasional dan terukur. Beberapa indikator paling umum antara lain *Debt Ratio*, *Debt-to-Equity Ratio* (DER), dan *Interest Coverage Ratio*. Menurut Brigham dan Houston (2011), *Debt Ratio* mengukur proporsi total aset perusahaan yang dibiayai dengan utang. Rumusnya adalah:

$$\text{Debt Ratio} = \text{Total Liabilities} / \text{Total Assets}$$

Semakin tinggi rasio ini, semakin tinggi pula risiko finansial yang ditanggung oleh perusahaan. Nilai *debt ratio* yang tinggi dapat menunjukkan ketergantungan yang besar pada utang, yang berpotensi meningkatkan *cost of capital* karena investor dan kreditur menuntut premi risiko yang lebih besar.

Debt-to-Equity Ratio (DER), seperti dijelaskan oleh Gitman dan Zutter (2012), mengukur proporsi antara dana yang berasal dari kreditur dibandingkan dengan pemegang saham:

$$DER = Total Debt / Total Equity$$

Rasio ini digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan dibandingkan dengan ekuitas. DER yang moderat menandakan struktur modal yang seimbang, sedangkan DER ekstrem (terlalu tinggi atau terlalu rendah) dapat menunjukkan strategi pembiayaan yang berisiko atau kurang efisien.

Interest Coverage Ratio, atau rasio cakupan bunga, mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga atas utangnya dari laba operasi. Brealey, Myers, dan Allen (2014) menjelaskan bahwa rumusnya adalah:

$$Interest Coverage = EBIT / Interest Expense$$

Rasio ini sangat penting karena mencerminkan keamanan pendapatan perusahaan dalam memenuhi kewajiban tetap. Rasio yang rendah (< 2 kali) menandakan tingginya risiko gagal bayar, yang akan mempengaruhi penilaian struktur modal oleh kreditur dan investor. Ketiga indikator ini digunakan secara simultan untuk mengidentifikasi apakah struktur modal perusahaan mendukung stabilitas keuangan jangka panjang serta untuk mengarahkan keputusan pembiayaan yang rasional.

2. Indikator Keputusan Pembiayaan: *Internal Financing Preference* dan *Cost-Based Selection*

Keputusan pembiayaan dalam konteks struktur modal tidak hanya didasarkan pada kondisi neraca, tetapi juga pada preferensi dan strategi manajerial terhadap sumber dana. Menurut teori *Pecking Order* oleh Myers dan Majluf (1984), perusahaan memiliki hierarki dalam

memilih sumber pembiayaan: (1) dana internal, (2) utang, dan (3) penerbitan saham baru. Berdasarkan teori ini, indikator utama keputusan pembiayaan adalah preferensi terhadap pendanaan internal yang tercermin dari:

- a. Tingkat Retensi Laba (*Retained Earnings Ratio*)
Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa semakin besar proporsi laba yang ditahan, semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membiayai investasinya tanpa perlu mencari dana eksternal. Ini menunjukkan independensi finansial dan efisiensi struktur modal.
- b. *Coverage of Investment by Internal Funds*
Jika rasio pembiayaan investasi dari dana internal $>70\%$, maka perusahaan dipandang memiliki posisi keuangan yang kuat. Hal ini juga menurunkan tekanan dari investor luar yang biasanya menginginkan kendali atas perusahaan.

Biaya modal marginal juga menjadi indikator penting dalam keputusan pembiayaan. Damodaran (2012) menjelaskan bahwa setiap tambahan pendanaan dari sumber berbeda (utang atau ekuitas) akan membawa *cost of capital* yang berbeda. Oleh karena itu, keputusan pembiayaan akan dipengaruhi oleh:

- a. *Comparative Cost of Debt vs. Equity*
Perusahaan cenderung memilih sumber dana dengan *cost of capital* yang lebih rendah. Jika *cost of debt* lebih rendah karena adanya manfaat pajak, maka utang lebih diprioritaskan, tetapi harus tetap dikendalikan agar tidak memicu risiko keuangan berlebih.
- b. Dilusi Kepemilikan
Pada penerbitan saham, manajer keuangan harus memperhatikan risiko dilusi terhadap pemegang saham lama. Oleh karena itu, keputusan untuk menerbitkan saham baru sering ditunda sampai pilihan lain tidak tersedia lagi.

Indikator keputusan pembiayaan ini menjadi acuan dalam penyusunan kebijakan modal kerja, investasi, dan ekspansi jangka panjang. Manajemen yang efisien akan menggunakan rasio internal dan eksternal ini secara strategis untuk memastikan keberlanjutan pertumbuhan tanpa membahayakan struktur modal.

3. Integrasi Indikator dalam Praktik Manajemen Keuangan dan Evaluasi Nilai Perusahaan

Indikator struktur modal dan keputusan pembiayaan tidak berdiri sendiri. Dalam praktik manajemen keuangan, kedua kelompok indikator tersebut harus diintegrasikan untuk mengevaluasi kesehatan keuangan dan nilai perusahaan secara keseluruhan. Brealey *et al.* (2014) menekankan bahwa manajer keuangan harus memperhatikan *Trade-Off Theory*, yaitu keseimbangan antara manfaat pajak utang dan biaya kebangkrutan. Dengan menggunakan indikator seperti DER dan interest coverage, perusahaan dapat menentukan batas optimal struktur modal.

Indikator struktur modal yang sehat juga berpengaruh terhadap valuasi perusahaan. Dalam konteks valuasi menggunakan metode *Discounted Cash Flow (DCF)*, penentuan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) sangat tergantung pada proporsi utang dan ekuitas. Struktur modal yang optimal akan menghasilkan WACC minimum, yang secara teoritis memaksimalkan nilai perusahaan (Gitman & Zutter, 2012). Dalam pengambilan keputusan proyek investasi (*capital budgeting*), indikator struktur modal digunakan sebagai dasar penentuan hurdle rate. Jika proyek memiliki risiko tinggi, maka *cost of capital* yang digunakan untuk evaluasi harus disesuaikan, sehingga indikator struktur modal seperti DER dan debt ratio menjadi instrumen kontrol risiko. Sebagai tambahan, perusahaan publik juga memantau indikator ini karena berpengaruh terhadap rating kredit, biaya pinjaman, dan kepercayaan investor. Rating agensi seperti Moody's atau S&P menggunakan indikator-indikator ini dalam menilai solvabilitas dan kelayakan investasi dari surat utang perusahaan. Indikator-indikator ini menjadi alat ukur utama dalam menyelaraskan antara keputusan operasional, kebijakan pembiayaan, serta tujuan jangka panjang perusahaan, yaitu penciptaan nilai bagi pemegang saham (*shareholder value*).

F. Soal Latihan

1. Jelaskan pengertian *cost of capital* dan sebutkan komponen-komponen utamanya. Mengapa pemahaman terhadap konsep ini penting bagi manajemen perusahaan?

2. Uraikan langkah-langkah dalam menghitung *cost of debt*, *cost of equity*, dan *weighted average cost of capital* (WACC). Berikan contoh perhitungan sederhana dari masing-masing komponen.
3. Bagaimana hubungan antara WACC dan keputusan investasi? Mengapa WACC sering digunakan sebagai tingkat diskonto dalam evaluasi proyek investasi?
4. Diskusikan bagaimana faktor risiko dan pajak dapat memengaruhi besarnya biaya modal perusahaan. Berikan contoh situasi yang menggambarkan pengaruh kedua faktor tersebut.
5. Jelaskan keterkaitan antara indikator struktur modal dan keputusan pembiayaan. Bagaimana perusahaan dapat menggunakan indikator ini untuk menentukan strategi pembiayaan yang optimal?

BAB VIII

MANAJEMEN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN DISTRIBUSI LABA

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan kebijakan dividen: teori relevansi dan irrelevansi, memahami faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, memahami jenis-jenis dividen dan mekanisme pembayaran, memahami model-model kebijakan dividen (Lintner, residual, dll.), memahami dampak kebijakan dividen terhadap harga saham, serta memahami indikator manajemen dividen dan kebijakan distribusi laba. Sehingga pembaca dapat mampu merancang kebijakan dividen yang seimbang, mempertimbangkan keberlanjutan bisnis, serta menciptakan nilai optimal bagi pemegang saham.

Materi Pembelajaran

- Kebijakan Dividen: Teori Relevansi dan Irrelevansi
- Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen
- Jenis-Jenis Dividen dan Mekanisme Pembayaran
- Model-Model Kebijakan Dividen (Lintner, Residual, Dll.)
- Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham
- Indikator Manajemen Dividen dan Kebijakan Distribusi Laba
- Soal Latihan

A. Kebijakan Dividen: Teori Relevansi dan Irrelevansi

1. Teori Irrelevansi Dividen oleh Modigliani dan Miller (1961)

Franco Modigliani dan Merton H. Miller, dua ekonom peraih Nobel, merupakan pelopor utama dalam pengembangan teori kebijakan dividen modern melalui publikasi seminal berjudul *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares* pada tahun 1961. Dalam kerangka teori, Modigliani dan Miller (MM) berargumen bahwa dalam pasar modal yang sempurna di mana tidak ada pajak, biaya transaksi, atau

asimetri informasi kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan, menurutnya, ditentukan semata-mata oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas investasinya, bukan oleh keputusan manajemen dalam mendistribusikan laba atau menahannya. Dalam model MM, investor bersifat rasional dan dapat melakukan pengganti dividen sendiri melalui mekanisme homemade dividend. Misalnya, jika perusahaan tidak membayar dividen, investor dapat menjual sebagian saham untuk memperoleh likuiditas. Sebaliknya, jika perusahaan membayar dividen, investor dapat menggunakan kembali dana tersebut untuk membeli saham jika lebih menyukai pertumbuhan modal. Dengan kata lain, dividen hanyalah konversi bentuk kekayaan, bukan penambah nilai kekayaan itu sendiri.

Asumsi pasar sempurna ini jarang terjadi dalam praktik. Dalam dunia nyata, terdapat pajak, biaya emisi saham, dan informasi asimetris yang signifikan. Oleh karena itu, meskipun teori MM memberikan dasar penting dalam ekonomi keuangan, ia juga memicu serangkaian kritik dan pengembangan teori alternatif yang lebih realistis terhadap perilaku investor dan manajemen. Modigliani dan Miller menekankan bahwa jika perusahaan memilih kebijakan dividen yang berbeda, misalnya meningkatkan dividen sambil menerbitkan saham baru untuk menutupi kebutuhan investasi, maka nilai perusahaan tetap tidak berubah karena investor memperhitungkan penerbitan saham baru tersebut dalam valuasi. Ini disebut sebagai *dividend irrelevance theorem*, yang menyatakan bahwa struktur distribusi laba tidak relevan dalam memengaruhi harga saham atau biaya modal perusahaan.

2. Teori Relevansi Dividen: Gordon, Lintner, dan Konsep “*Bird in the Hand*”

Bertentangan dengan pandangan Modigliani dan Miller, Myron J. Gordon dan John Lintner menyatakan bahwa kebijakan dividen justru relevan terhadap nilai perusahaan. Dalam teori yang dikenal dengan nama *Bird in the Hand Theory*, Gordon (1963) dan Lintner (1962) mengemukakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang dibayarkan saat ini dibandingkan potensi capital gain di masa depan, karena dividen saat ini memiliki kepastian yang lebih tinggi dibandingkan keuntungan di masa depan yang bersifat spekulatif. Teori ini menyatakan bahwa investor menilai saham dengan risiko yang lebih rendah ketika perusahaan secara konsisten membayar dividen. Oleh karena itu,

perusahaan yang memiliki kebijakan dividen stabil cenderung dihargai lebih tinggi di pasar karena mengurangi ketidakpastian terhadap arus kas di masa mendatang. Dalam kerangka ini, dividen berfungsi sebagai sinyal kepercayaan dari manajemen atas profitabilitas dan keberlanjutan kinerja perusahaan.

Gordon dalam *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation* (1962), menjelaskan bahwa tingkat diskonto yang digunakan investor dalam menilai saham mencerminkan risiko, dan dividen yang lebih tinggi saat ini mengurangi kebutuhan diskonto yang besar terhadap *cash flow* masa depan. Dengan demikian, saham perusahaan dengan kebijakan dividen tinggi akan memiliki nilai sekarang yang lebih besar karena investor bersedia menerima pengembalian yang lebih kecil atas risiko yang dirasa lebih rendah. Namun, teori ini juga memiliki kelemahan. Misalnya, dalam konteks perpajakan, dividen sering kali dikenakan pajak lebih tinggi dibandingkan *capital gain*. Oleh karena itu, preferensi investor terhadap dividen dapat berbeda tergantung pada posisi pajak. Meskipun begitu, kontribusi Gordon dan Lintner penting dalam membentuk perspektif bahwa kebijakan dividen tidak bisa dianggap netral dalam pengambilan keputusan investor.

3. Perspektif Modern: Teori Signaling, Teori Preferensi Pajak, dan *Residual Dividend Policy*

Literatur keuangan modern memperkenalkan pendekatan yang lebih realistis terhadap kebijakan dividen, mencerminkan kompleksitas pasar dan beragam motif di balik keputusan distribusi laba. Beberapa teori relevansi dividen tambahan yang signifikan antara lain:

a. Signaling Theory

Teori sinyal (*signaling theory*) menyatakan bahwa kebijakan dividen digunakan oleh manajemen sebagai alat untuk menyampaikan informasi kepada pasar tentang prospek masa depan perusahaan. Diperkenalkan oleh Ross (1977), teori ini menjelaskan bahwa dalam kondisi informasi asimetris, di mana manajemen mengetahui lebih banyak tentang prospek internal perusahaan dibandingkan investor luar, perubahan kebijakan dividen dapat menjadi sinyal kredibilitas terhadap kondisi keuangan perusahaan.

Sebagai contoh, kenaikan dividen sering diinterpretasikan sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki arus kas yang stabil dan prospek pertumbuhan yang cerah. Sebaliknya, pemotongan dividen bisa menimbulkan kekhawatiran investor terhadap kondisi keuangan perusahaan. Studi empiris oleh Bhattacharya (1979) mendukung pandangan ini dengan menunjukkan bahwa harga saham biasanya bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen, bahkan jika laba tidak berubah signifikan. Namun, signaling theory juga menyiratkan adanya biaya bagi perusahaan yang mengirim sinyal palsu, misalnya mempertahankan dividen tinggi dengan utang berlebihan, yang dalam jangka panjang dapat merugikan perusahaan dan investor. Oleh karena itu, dividen menjadi alat komunikasi yang hanya dapat digunakan secara kredibel oleh perusahaan yang benar-benar memiliki performa kuat.

b. *Tax Preference Theory*

Disampaikan oleh Miller dan Scholes (1978), *Tax Preference Theory* menyatakan bahwa investor cenderung lebih memilih laba ditahan atau capital gain daripada dividen, karena pertimbangan efisiensi pajak. Di banyak yurisdiksi, termasuk Amerika Serikat, dividen dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada capital gain, terutama jika capital gain hanya dikenakan saat direalisasikan. Oleh karena itu, investor mungkin menilai perusahaan dengan kebijakan dividen rendah secara lebih positif karena menunjukkan potensi pertumbuhan nilai saham dan pajak yang lebih efisien. Implikasi dari teori ini adalah bahwa perusahaan yang berada di pasar dengan investor dominan yang sensitif terhadap pajak kemungkinan besar akan mengadopsi kebijakan dividen konservatif. Studi empiris juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen berubah dari waktu ke waktu sebagai respons terhadap perubahan kebijakan pajak pemerintah. Misalnya, setelah reformasi pajak yang menurunkan pajak atas dividen, beberapa perusahaan AS mulai menaikkan rasio pembayaran dividen.

c. *Residual Dividend Theory*

Pada kerangka *Residual Dividend Theory*, kebijakan dividen ditentukan berdasarkan sisa laba setelah seluruh kebutuhan investasi terpenuhi. Teori ini bersifat praktis dan menekankan

efisiensi internal dalam penggunaan dana perusahaan. Brigham dan Ehrhardt dalam *Financial Management: Theory & Practice* (2011) menjelaskan bahwa perusahaan harus memprioritaskan penggunaan laba untuk mendanai proyek-proyek dengan NPV positif, dan hanya membagikan dividen jika masih terdapat laba bersih setelah semua kebutuhan pendanaan terpenuhi. Pendekatan ini memaksimalkan nilai perusahaan dengan menjaga biaya modal tetap rendah, karena pembiayaan internal lebih murah daripada eksternal. Namun, kekurangannya adalah dividen menjadi tidak stabil dari tahun ke tahun, tergantung pada fluktuasi kebutuhan investasi. Hal ini dapat menciptakan ketidakpastian bagi investor yang bergantung pada dividen sebagai sumber pendapatan tetap.

B. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan strategis dalam manajemen keuangan yang berkaitan dengan penentuan proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan yang akan ditahan untuk keperluan reinvestasi. Keputusan ini dipengaruhi oleh berbagai faktor internal dan eksternal perusahaan. Berbagai penelitian dan teori dari literatur akademik menjelaskan bahwa kebijakan dividen tidak hanya bergantung pada laba bersih, tetapi juga pada kondisi keuangan perusahaan, kebutuhan investasi, stabilitas arus kas, dan faktor-faktor lingkungan seperti kebijakan perpajakan, struktur kepemilikan, dan ekspektasi pasar. Tiga faktor utama yang sering diidentifikasi dalam literatur keuangan sebagai penentu kebijakan dividen adalah: ketersediaan laba dan arus kas, peluang pertumbuhan investasi, dan struktur kepemilikan serta pengaruh agensi.

1. Ketersediaan Laba, Stabilitas Arus Kas, dan Likuiditas Perusahaan

Faktor paling mendasar dalam penentuan kebijakan dividen adalah ketersediaan laba dan arus kas. Meskipun laba bersih merupakan dasar utama perhitungan dividen, perusahaan tidak dapat membayar dividen kecuali memiliki likuiditas yang cukup. Brigham dan Daves (2010) dalam *Intermediate Financial Management* menekankan bahwa arus kas aktual yang tersedia, bukan laba akuntansi, menjadi acuan

realistis dalam penetapan dividen karena dividen merupakan pengeluaran tunai yang aktual.

Perusahaan yang memiliki arus kas operasional yang stabil lebih cenderung menetapkan dan mempertahankan kebijakan dividen yang konsisten. Hal ini sesuai dengan pandangan Lintner (1956) dalam penelitiannya yang terkenal, yang menunjukkan bahwa manajer cenderung menaikkan dividen hanya jika yakin bahwa peningkatan laba bersifat permanen. Perusahaan juga cenderung menghindari pemotongan dividen karena dapat memberi sinyal negatif kepada investor, sebagaimana dijelaskan dalam teori sinyal oleh Bhattacharya (1979). Oleh karena itu, kestabilan dan prediktabilitas arus kas sangat penting.

Perusahaan dengan tingkat likuiditas rendah atau menghadapi fluktuasi arus kas besar mungkin memilih untuk menahan laba guna mengamankan posisi keuangan dan mendanai operasi. Ini sejalan dengan pendekatan *conservative dividend policy*, yang banyak diterapkan pada sektor industri siklikal seperti pertambangan atau manufaktur berat. Selain itu, adanya pembatasan dalam perjanjian utang (*debt covenant*) juga dapat memengaruhi kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2008), beberapa perjanjian pinjaman melarang atau membatasi pembayaran dividen jika rasio tertentu tidak terpenuhi. Hal ini memperlihatkan bahwa likuiditas dan kondisi keuangan bukan hanya menjadi faktor internal, tetapi juga terikat pada kewajiban kontraktual eksternal.

2. Peluang Pertumbuhan dan Kebutuhan Pendanaan Investasi

Faktor kedua yang signifikan dalam menentukan kebijakan dividen adalah tingkat peluang pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi cenderung menahan sebagian besar labanya untuk membiayai proyek-proyek investasi. Ini dikenal dengan nama residual dividend policy, seperti yang dijelaskan dalam buku oleh Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) dalam *Corporate Finance*. Dalam model ini, dividen hanya dibagikan jika terdapat sisa laba setelah kebutuhan investasi yang layak dan menguntungkan terpenuhi. Menurut Myers dan Majluf (1984), perusahaan dengan peluang investasi yang baik akan memilih untuk menggunakan sumber pembiayaan internal daripada eksternal karena adanya *asymmetric information* yang menyebabkan biaya modal eksternal lebih tinggi. Maka dari itu, semakin tinggi kebutuhan pendanaan investasi, semakin

rendah kecenderungan perusahaan untuk membayar dividen. Ini juga sejalan dengan teori pecking order, di mana urutan preferensi sumber dana adalah laba ditahan, utang, baru kemudian penerbitan saham.

Hal ini dapat dilihat secara empiris dalam studi Fama dan French (2001) yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan pertumbuhan tinggi di Amerika Serikat cenderung tidak membayar dividen, menemukan bahwa semakin kecil ukuran perusahaan dan semakin tinggi pertumbuhan aset, maka semakin rendah probabilitas perusahaan tersebut membayar dividen. Sebaliknya, perusahaan yang berada dalam fase mature, dengan peluang investasi yang terbatas, cenderung memiliki kebijakan dividen yang lebih stabil dan tinggi. Hal ini karena kebutuhan dana internal untuk ekspansi relatif rendah, dan pengembalian dana kepada pemegang saham menjadi pilihan yang efisien. Oleh sebab itu, kebijakan dividen juga merefleksikan siklus hidup perusahaan.

3. Struktur Kepemilikan, Konflik Kepentingan, dan Mekanisme Agensi

Faktor penting lain yang memengaruhi kebijakan dividen adalah struktur kepemilikan perusahaan dan dinamika hubungan antara manajemen dan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) memperkenalkan konsep agency theory, yang menyatakan bahwa terdapat potensi konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal), terutama dalam hal penggunaan laba perusahaan. Dalam konteks ini, dividen dapat berfungsi sebagai alat kontrol untuk membatasi perilaku oportunistik manajer, seperti pemborosan dana perusahaan untuk kepentingan pribadi atau investasi yang tidak menguntungkan.

Menurut Easterbrook (1984), dividen dapat memaksa manajer untuk kembali ke pasar modal untuk memperoleh pendanaan eksternal, yang mana proses ini menciptakan pengawasan oleh investor dan analisis keuangan. Oleh karena itu, perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar dan potensi konflik agensi tinggi cenderung membayar dividen lebih tinggi sebagai bentuk disiplin keuangan. Sebaliknya, perusahaan yang dimiliki oleh kelompok dominan (insider ownership) atau konglomerasi keluarga cenderung membayar dividen lebih rendah karena pengawasan internal sudah kuat dan motivasi manajemen cenderung selaras dengan pemegang saham.

La Porta *et al.* (2000) dalam studi lintas negara menemukan bahwa perusahaan di negara dengan perlindungan hukum investor yang kuat lebih cenderung memiliki kebijakan dividen yang tinggi. Ini menunjukkan bahwa mekanisme hukum dan kelembagaan juga memengaruhi sejauh mana struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan menentukan kebijakan dividen. Selain itu, investor institusional juga memiliki pengaruh besar. Gill, Biger, dan Tibrewala (2010) dalam studinya menemukan bahwa kehadiran investor institusional dalam struktur kepemilikan dapat meningkatkan tekanan terhadap manajemen untuk membayar dividen, karena investor institusional cenderung lebih aktif dalam pengawasan dan memiliki ekspektasi pengembalian tunai yang terukur.

C. Jenis-Jenis Dividen dan Mekanisme Pembayaran

1. Jenis-Jenis Dividen dalam Praktik Keuangan Perusahaan

Dividen merupakan bentuk pembagian laba perusahaan kepada pemegang saham dan dapat dilakukan dalam berbagai bentuk tergantung pada kondisi keuangan perusahaan, strategi manajemen, dan preferensi pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2012), dividen tidak selalu berupa uang tunai; ada berbagai jenis dividen yang umum digunakan, masing-masing memiliki implikasi akuntansi dan keuangan yang berbeda.

a. Dividen Tunai (*Cash Dividend*)

Dividen tunai adalah bentuk dividen paling umum dan langsung, di mana perusahaan membagikan sejumlah uang tunai kepada pemegang saham. Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) menekankan bahwa dividen tunai mengindikasikan kekuatan arus kas perusahaan dan sering dianggap sebagai sinyal positif oleh pasar. Namun, dividen ini mengurangi kas perusahaan dan berdampak langsung pada likuiditas. Oleh karena itu, perusahaan harus mempertimbangkan kestabilan arus kas sebelum menetapkan dividen tunai secara berkala. Dividen tunai biasanya dibagikan secara kuartalan, tetapi juga bisa tahunan tergantung kebijakan perusahaan. Pemberian dividen tunai menunjukkan bahwa manajemen yakin perusahaan memiliki surplus kas setelah membiayai semua peluang investasi yang menguntungkan.

b. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen saham merupakan pembagian saham tambahan kepada pemegang saham, bukan uang tunai. Dalam pandangan Van Horne dan Wachowicz (2008), dividen saham tidak mengubah kekayaan pemegang saham secara langsung karena tetap memiliki proporsi kepemilikan yang sama. Namun, perusahaan dapat menggunakan dividen saham untuk menghemat kas dan menjaga fleksibilitas keuangan, khususnya ketika ingin mempertahankan hubungan baik dengan investor tetapi sedang menghadapi keterbatasan likuiditas. Stock dividend juga digunakan sebagai strategi psikologis untuk meningkatkan likuiditas saham di pasar dengan meningkatkan jumlah saham beredar, yang sering diikuti oleh penurunan harga per saham secara proporsional. Dividen saham umumnya digunakan oleh perusahaan yang mengalami pertumbuhan cepat.

c. Dividen Properti (*Property Dividend*) dan Dividen Skrip (*Scrip Dividend*)

Dividen properti diberikan dalam bentuk aset selain kas, seperti saham anak perusahaan, persediaan, atau aset tetap. Brigham dan Daves (2010) menyebutkan bahwa jenis dividen ini jarang digunakan karena kompleksitas penilaian dan ketentuan perpajakan. Sementara itu, scrip dividend adalah surat janji dari perusahaan untuk membayar dividen tunai di masa depan, biasanya ketika perusahaan kekurangan kas. Jenis ini menunjukkan komitmen membayar dividen, tetapi masih bersifat penundaan. Dalam jangka panjang, penggunaan scrip dividend harus berhati-hati karena bisa memberikan sinyal bahwa perusahaan mengalami tekanan likuiditas.

2. Mekanisme Pembayaran Dividen: Tahapan dan Prosedur

Proses pembayaran dividen tidak hanya melibatkan keputusan strategis, tetapi juga prosedur formal yang mencakup pengumuman, penetapan tanggal penting, dan distribusi. Setiap tahap ini memiliki dampak akuntansi, hukum, dan pasar.

a. Keputusan Dividen dan Tanggal-Tanggal Penting

Menurut Gitman dan Zutter (2012), proses pembayaran dividen diawali dengan keputusan dewan direksi yang

menetapkan jumlah dan jenis dividen. Setelah itu, empat tanggal penting menjadi acuan dalam sistem pembayaran dividen:

- 1) *Declaration Date*: Tanggal di mana dewan direksi mengumumkan pembagian dividen. Pada tanggal ini, perusahaan mencatat kewajiban pembayaran dividen di neraca.
 - 2) *Ex-Dividend Date*: Tanggal di mana saham mulai diperdagangkan tanpa hak atas dividen. Jika seorang investor membeli saham pada atau setelah tanggal ini, tidak berhak atas dividen yang diumumkan.
 - 3) *Record Date*: Tanggal pencatatan pemegang saham yang akan menerima dividen. Hanya investor yang tercatat pada tanggal ini yang berhak menerima pembayaran.
 - 4) *Payment Date*: Tanggal aktual perusahaan membayar dividen kepada para pemegang saham yang memenuhi syarat.
- b. Instrumen Pembayaran dan Media Distribusi

Pada pembayaran dividen tunai, transfer dana dapat dilakukan melalui sistem perbankan atau jasa kustodian saham, terutama di pasar modal yang maju. Teknologi informasi memungkinkan pembayaran dividen dilakukan secara efisien dan real-time. Dalam dividen saham, perusahaan mengeluarkan saham baru dan mendistribusikannya kepada pemegang saham proporsional terhadap jumlah saham yang dimiliki. Ross *et al.* (2019) menekankan bahwa proses ini harus mengikuti ketentuan hukum perusahaan dan mematuhi persyaratan pencatatan saham baru di bursa.

- c. Aspek Perpajakan dan Biaya Transaksi

Perlakuan pajak terhadap dividen berbeda-beda menurut yurisdiksi. Menurut Brigham dan Houston (2012), beberapa negara menerapkan pajak ganda atas dividen pertama pada tingkat perusahaan (*corporate tax*) dan kemudian pada tingkat individu (*dividend tax*). Hal ini dapat mengurangi daya tarik dividen tunai bagi investor. Oleh karena itu, manajer keuangan harus mempertimbangkan struktur pajak ketika menetapkan bentuk dan besaran dividen. Di sisi lain, biaya transaksi seperti biaya pencetakan saham (untuk dividen saham), biaya pengiriman, dan biaya administratif dapat menjadi pertimbangan

dalam memilih metode pembayaran. Oleh karena itu, efisiensi biaya merupakan aspek penting dalam mekanisme distribusi laba.

3. Aspek Hukum, Peraturan, dan Implikasi Pasar dari Pembayaran Dividen

Pembayaran dividen tidak hanya keputusan finansial, tetapi juga tunduk pada kerangka hukum dan regulasi yang ketat, terutama untuk perusahaan publik. Negara-negara dengan sistem hukum yang kuat memiliki peraturan yang mengatur kelayakan dan prosedur pembayaran dividen demi perlindungan investor.

a. Batasan Hukum dalam Pembayaran Dividen

Menurut Keown *et al.* (2005), di banyak negara, dividen hanya dapat dibayarkan dari laba ditahan atau surplus kas. Hal ini untuk mencegah perusahaan membayar dividen secara berlebihan yang dapat membahayakan kelangsungan operasional. Di Indonesia, misalnya, Undang-Undang Perseroan Terbatas mengatur bahwa sebagian laba bersih harus disisihkan sebagai cadangan sebelum dividen dibagikan, sebagai bentuk kehati-hatian keuangan. Selain itu, perjanjian utang (*debt covenants*) juga bisa menjadi batasan hukum. Jika rasio keuangan perusahaan berada di bawah ambang tertentu, maka perusahaan tidak diperbolehkan membayar dividen. Hal ini menjamin kreditor bahwa perusahaan tidak mengalihkan sumber daya ke pemegang saham tanpa memenuhi kewajiban utangnya.

b. Implikasi Pasar dari Pembayaran Dividen

Pembayaran dividen, terutama dividen tunai, sering kali dipandang sebagai sinyal positif oleh pasar. Bhattacharya (1979) dalam teori sinyal menjelaskan bahwa perusahaan hanya akan membayar dividen tinggi jika yakin dapat mempertahankan arus kas masa depan. Oleh karena itu, pengumuman dividen seringkali disambut dengan kenaikan harga saham. Namun, perubahan kebijakan dividen yang drastis juga bisa memicu volatilitas harga. Penurunan atau penghapusan dividen dapat memicu penurunan harga saham karena dianggap sebagai sinyal negatif. Oleh sebab itu, perusahaan cenderung mengadopsi kebijakan stabilitas dividen (*dividend stability policy*) di mana besaran dividen dijaga konsisten atau meningkat perlahan, sebagaimana disarankan oleh Lintner (1956) dalam penelitiannya.

c. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Jenis Dividen

Kepemilikan perusahaan juga memengaruhi jenis dan mekanisme dividen. Menurut La Porta *et al.* (2000), perusahaan keluarga atau perusahaan dengan pemegang saham dominan cenderung lebih fleksibel dalam jenis dividen yang dibayarkan, dapat memilih dividen saham untuk mempertahankan kontrol atau memilih dividen tunai jika pemegang saham dominan membutuhkan dana.

Investor institusional cenderung menyukai dividen tunai karena memberikan arus kas aktual, sementara investor individual kadang lebih menyukai dividen saham karena potensi penghindaran pajak atau alasan psikologis. Maka dari itu, pemahaman terhadap komposisi pemegang saham penting dalam menentukan bentuk dividen yang optimal.

D. Model-Model Kebijakan Dividen (Lintner, Residual, Dll.)

Kebijakan dividen merupakan keputusan strategis dalam manajemen keuangan yang menyangkut pembagian laba perusahaan kepada pemegang saham. Dalam praktiknya, berbagai model telah dikembangkan untuk menjelaskan bagaimana perusahaan menetapkan kebijakan dividen, di antaranya model Lintner, model residual, serta model stabilitas dividen dan signaling theory. Ketiga pendekatan ini mencerminkan bagaimana manajemen mempertimbangkan faktor-faktor internal dan eksternal dalam memutuskan besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Uraian berikut menjelaskan ketiga model tersebut berdasarkan referensi akademik langsung dari buku dan jurnal keuangan yang diakui secara luas.

1. Model Lintner: Kecenderungan terhadap Dividen Stabil

Model Lintner dikembangkan oleh John Lintner (1956) dalam studinya yang terkenal mengenai kebijakan dividen di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat. Penelitian ini merupakan salah satu studi awal dan paling berpengaruh dalam literatur keuangan korporasi. Berdasarkan wawancara mendalam dengan para manajer keuangan, Lintner menemukan bahwa perusahaan cenderung untuk mempertahankan stabilitas dividen dan tidak langsung menyesuaikan dividen dengan perubahan laba bersih tahunan.

a. Dasar Model

Menurut Lintner, perusahaan tidak serta-merta mengubah dividen seiring perubahan laba. Sebaliknya, perusahaan memiliki target payout ratio jangka panjang (rasio dividen terhadap laba), tetapi menyesuaikan dividen secara bertahap terhadap laba tahunan. Model ini dinyatakan dalam persamaan berikut:

$$D_t = D_{t-1} + c (D - D_{t-1})^*$$

dimana:

- D_t adalah dividen saat ini
- D_{t-1} adalah dividen periode sebelumnya
- c adalah koefisien penyesuaian (*adjustment coefficient*)
- D adalah target dividen (*target payout ratio* × laba bersih)

Lintner menyimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki nilai c antara 0,3 hingga 0,5, yang artinya hanya sebagian dari perubahan target dividen yang diterapkan dalam satu periode.

b. Implikasi Praktis

Brigham dan Daves (2010) mencatat bahwa model Lintner menjadi fondasi dalam pengembangan kebijakan dividen modern. Stabilitas dividen yang dikemukakan Lintner berkaitan erat dengan sinyal kepada pasar bahwa perusahaan memiliki kestabilan laba dan prospek jangka panjang. Kenaikan dividen dipandang sebagai sinyal positif, sedangkan pemotongan dividen dianggap sebagai sinyal negatif. Model ini juga menjelaskan mengapa banyak perusahaan enggan mengubah dividen secara drastis. Bahkan ketika laba meningkat signifikan, perusahaan cenderung menunggu beberapa periode untuk memastikan bahwa peningkatan tersebut bersifat berkelanjutan sebelum menaikkan dividen.

c. Kritik dan Kelemahan

Meskipun model ini menggambarkan perilaku riil perusahaan, Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) menyebut bahwa model Lintner kurang fleksibel dalam menjelaskan kondisi perusahaan dengan arus kas fluktuatif atau dalam tahap pertumbuhan. Model ini juga tidak mempertimbangkan kebutuhan investasi atau biaya modal secara eksplisit.

2. Model Residual: Dividen Sebagai Sisa Setelah Investasi

Model residual merupakan pendekatan kebijakan dividen yang bertumpu pada prioritas terhadap investasi. Dalam model ini, perusahaan hanya akan membayar dividen apabila seluruh kebutuhan investasi yang bernilai positif ($NPV > 0$) telah terpenuhi dari laba bersih.

a. Prinsip Dasar Model

Menurut Gitman dan Zutter (2012), model residual menyarankan bahwa pembagian dividen hanya dilakukan setelah perusahaan mendanai semua proyek yang memenuhi kriteria kelayakan finansial. Dengan demikian, dividen adalah "residual" atau sisa dari laba bersih setelah dikurangi kebutuhan pembiayaan internal. Rumus sederhananya:

$$\text{Dividen} = \text{Laba Bersih} - \text{Pembiayaan Proyek Investasi}$$

Pendekatan ini selaras dengan prinsip nilai waktu uang dan struktur biaya modal yang efisien. Jika proyek investasi memberikan pengembalian lebih besar dari *cost of capital*, maka proyek harus didanai terlebih dahulu sebelum membayar dividen.

b. Manfaat Model

Model ini memaksimalkan nilai perusahaan dengan mengutamakan reinvestasi laba dalam proyek-proyek produktif. Seperti yang dijelaskan oleh Keown *et al.* (2005), penggunaan laba untuk mendanai proyek internal menghindari biaya emisi (*flotation costs*) dan risiko keuangan dari utang. Dengan demikian, struktur modal tetap efisien dan tidak terganggu oleh tekanan eksternal dari pembagian dividen. Selain itu, model ini cocok bagi perusahaan dalam fase pertumbuhan tinggi, di mana kebutuhan investasi sangat besar. Dalam konteks ini, pengurangan atau tidak adanya dividen bukanlah sinyal negatif, melainkan bentuk strategi ekspansi.

c. Tantangan Model

Meski logis secara finansial, model residual memiliki kelemahan utama yaitu ketidakpastian dividen. Brigham dan Houston (2012) menyebut bahwa investor umumnya menghargai stabilitas dan prediktabilitas dividen. Volatilitas dividen akibat fluktuasi kebutuhan investasi bisa berdampak negatif terhadap persepsi investor, terutama investor institusional yang mengandalkan dividen sebagai sumber arus kas tetap.

3. Model Lain: *Signaling*, *Clientele*, dan *Constant Payout*

Terdapat pendekatan lain yang membantu menjelaskan kebijakan dividen perusahaan, yaitu teori sinyal (*signaling theory*), model *clientele effect*, dan model *constant payout ratio*. Ketiganya menekankan interaksi perusahaan dengan pasar modal dan preferensi investor.

a. *Signaling Theory*

Signaling theory dikembangkan sebagai respons terhadap ketidaksempurnaan informasi antara manajemen dan investor. Bhattacharya (1979) menyatakan bahwa pembayaran dividen dapat digunakan oleh manajer sebagai sinyal kualitas perusahaan kepada pasar. Dividen tinggi memberikan sinyal bahwa manajer optimis terhadap arus kas masa depan perusahaan. Ross *et al.* (2019) menambahkan bahwa sinyal dividen hanya efektif jika terdapat biaya yang harus ditanggung manajer saat sinyal tersebut palsu. Oleh karena itu, perusahaan hanya akan menaikkan dividen jika yakin akan kelangsungan laba di masa depan. Namun, teori ini juga dapat menimbulkan risiko manipulasi sinyal oleh manajer yang ingin mempertahankan citra positif, meskipun kondisi keuangan tidak mendukung. Karena itu, investor perlu mengombinasikan sinyal dividen dengan indikator fundamental lainnya.

b. *Clientele Effect*

Clientele effect menjelaskan bahwa kebijakan dividen harus mempertimbangkan preferensi investor. Menurut Black dan Scholes (1974), investor yang menginginkan pendapatan tetap cenderung berinvestasi pada perusahaan dengan dividen stabil, sementara investor yang mencari pertumbuhan modal lebih tertarik pada perusahaan yang menahan laba untuk ekspansi. Van Horne dan Wachowicz (2008) menyebut bahwa perusahaan sering mengadopsi kebijakan dividen tertentu untuk mempertahankan kelompok investor (*clientele*). Oleh karena itu, perubahan mendadak dalam kebijakan dividen dapat mengakibatkan pergeseran dalam struktur kepemilikan saham perusahaan.

c. *Constant Payout Ratio*

Model *constant payout ratio* menyatakan bahwa perusahaan menetapkan rasio tetap antara laba bersih dan dividen. Misalnya, jika perusahaan menetapkan payout ratio sebesar 40%, maka

40% dari laba bersih akan dibagikan sebagai dividen setiap tahun. Menurut Brigham dan Daves (2010), model ini menciptakan hubungan langsung antara laba dan dividen. Kelebihannya adalah kesederhanaan dan konsistensi terhadap laba perusahaan. Namun, model ini mengabaikan stabilitas dividen yang dihargai pasar, karena dividen akan naik-turun mengikuti fluktuasi laba.

E. Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham

Kebijakan dividen merupakan salah satu aspek penting dalam manajemen keuangan yang memiliki implikasi langsung terhadap persepsi investor dan nilai pasar suatu perusahaan. Perusahaan menghadapi dilema antara membagikan laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau menahannya untuk diinvestasikan kembali. Keputusan ini secara langsung memengaruhi harga saham karena investor menggunakan informasi dividen untuk menilai prospek dan stabilitas keuangan perusahaan. Literatur keuangan telah mengkaji secara luas hubungan antara kebijakan dividen dan harga saham, dengan berbagai pendekatan teoretis dan empiris. Dalam pembahasan ini, akan diuraikan tiga pendekatan utama yang menjelaskan dampak kebijakan dividen terhadap harga saham: teori relevansi dividen (Modigliani dan Miller), teori sinyal (*Signaling Theory*), dan efek preferensi investor (*Clientele Effect*), dengan mengacu pada referensi buku dan jurnal akademik terkemuka.

1. Teori Relevansi Dividen: Perspektif Investor terhadap Nilai Perusahaan

Modigliani dan Miller (1961) dalam hipotesis terkenal menyatakan bahwa dalam pasar yang sempurna tanpa pajak, biaya transaksi, dan asimetri informasi kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan keputusan investasinya, bukan oleh bagaimana laba tersebut dibagi antara dividen dan laba ditahan.

a. Penjelasan Teoritis

Menurut Modigliani dan Miller (1961), seorang investor bisa mereplikasi aliran kas dari dividen melalui penjualan sebagian saham jika perusahaan tidak membagikan dividen, sehingga

kebijakan dividen menjadi irelevan, menyatakan bahwa investor hanya peduli pada total *return*, yang merupakan kombinasi dari capital gain dan dividen. Namun, dalam praktiknya, asumsi pasar sempurna sulit terpenuhi. Brigham dan Houston (2012) menunjukkan bahwa dalam kenyataannya, terdapat pajak atas dividen, biaya transaksi, dan preferensi investor tertentu, yang semuanya membuat kebijakan dividen menjadi relevan terhadap nilai saham.

b. Kritik terhadap Teori

Penelitian empiris seperti yang dilakukan oleh Black dan Scholes (1974) mencoba menguji teori MM dan menemukan bahwa meskipun terdapat pengaruh dividen terhadap harga saham dalam jangka pendek, efek jangka panjangnya tidak signifikan jika dikontrol terhadap variabel lain seperti laba, pertumbuhan, dan leverage. Ini memperkuat pandangan bahwa dalam kondisi tertentu, dividen memang bisa memengaruhi harga saham, tetapi tidak sepenuhnya dominan.

c. Implikasi Praktis

Bagi investor dan manajer keuangan, teori ini memberi landasan untuk memahami bahwa dividen bukan satu-satunya indikator nilai perusahaan. Kinerja fundamental dan prospek pertumbuhan tetap menjadi pendorong utama harga saham. Namun, dalam kondisi pasar yang tidak sempurna, kebijakan dividen tetap berperan penting dalam pembentukan harga saham.

2. Teori Signaling: Dividen Sebagai Indikator Informasi Asimetris

Teori sinyal (*signaling theory*) memberikan pandangan berbeda dengan asumsi adanya informasi asimetris antara manajemen dan investor. Teori ini menyatakan bahwa dividen mengandung informasi tentang ekspektasi manajemen terhadap prospek perusahaan ke depan. Artinya, kebijakan dividen berfungsi sebagai sinyal terhadap kondisi keuangan dan keberlanjutan laba perusahaan.

a. Teori dan Justifikasi

Bhattacharya (1979) dan Miller & Rock (1985) berpendapat bahwa perusahaan yang meningkatkan dividen mengirim sinyal positif bahwa memiliki arus kas masa depan yang kuat. Sebaliknya, pengurangan dividen dianggap sebagai sinyal negatif yang mengindikasikan potensi penurunan laba. Investor, yang

tidak memiliki akses langsung terhadap informasi internal perusahaan, menggunakan perubahan dividen sebagai indikator kredibilitas terhadap kondisi fundamental perusahaan. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2019), teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan enggan mengurangi dividen bahkan saat mengalami penurunan laba, karena penurunan dividen dapat menyebabkan reaksi negatif pasar dan penurunan harga saham.

b. Bukti Empiris

Lintner (1956) dalam studinya terhadap perusahaan-perusahaan besar di Amerika Serikat, menemukan bahwa perusahaan sangat berhati-hati dalam mengubah kebijakan dividen. Sebagian besar perusahaan lebih memilih untuk mempertahankan dividen stabil dan hanya menaikkan dividen jika yakin bahwa laba di masa depan cukup kuat untuk mendukungnya. Empirically, Asquith dan Mullins (1983) menemukan bahwa pengumuman kenaikan dividen biasanya diikuti oleh kenaikan harga saham, menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap sinyal yang diberikan manajemen melalui kebijakan dividen.

c. Implikasi Strategis

Implikasi dari teori ini adalah bahwa kebijakan dividen harus dipertimbangkan tidak hanya dari sisi keuangan internal, tetapi juga dari sisi komunikasi eksternal. Dalam pasar modal yang sensitif terhadap informasi, perubahan dividen harus dilakukan secara strategis untuk menjaga kepercayaan investor. Dalam konteks ini, dividen bukan sekadar distribusi laba, tetapi juga alat untuk mengelola ekspektasi pasar dan reputasi perusahaan.

3. *Clientele Effect*: Preferensi Investor Terhadap Kebijakan Dividen

Clientele effect merupakan teori yang menyatakan bahwa investor memiliki preferensi terhadap pola pembayaran dividen tertentu dan akan memilih berinvestasi pada perusahaan yang kebijakannya sesuai dengan preferensi tersebut. Dengan demikian, kebijakan dividen dapat memengaruhi struktur kepemilikan saham perusahaan dan pada gilirannya harga saham.

a. Preferensi Investor

Menurut Black dan Scholes (1974), beberapa investor seperti pensiunan dan lembaga keuangan lebih menyukai dividen tetap karena memberikan aliran kas reguler, sedangkan investor muda atau investor institusional mungkin lebih tertarik pada capital gain dan memilih perusahaan yang menahan laba untuk pertumbuhan. Van Horne dan Wachowicz (2008) menjelaskan bahwa jika perusahaan mengubah kebijakannya secara signifikan, misalnya mengurangi atau menghentikan pembayaran dividen, maka hal ini dapat menyebabkan investor yang tidak cocok dengan kebijakan baru tersebut menjual sahamnya. Akibatnya, harga saham bisa turun karena pergeseran struktur kepemilikan.

b. Pengaruh Terhadap Harga Saham

Bukti empiris menunjukkan bahwa harga saham bisa terpengaruh oleh komposisi investor. Baker dan Wurgler (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan basis investor yang kuat pada dividen mengalami penurunan harga saham lebih tajam ketika mengurangi dividen, dibandingkan dengan perusahaan yang basis investornya lebih netral terhadap dividen. Dengan demikian, kebijakan dividen tidak hanya berdampak pada arus kas investor, tetapi juga menciptakan loyalitas atau migrasi investor yang pada akhirnya memengaruhi permintaan dan harga saham.

c. Strategi Perusahaan

Untuk merancang kebijakan dividen, perusahaan perlu mempertimbangkan segmentasi pasar investor. Seperti yang dijelaskan oleh Brigham dan Daves (2010), perusahaan yang memiliki basis investor yang menghargai stabilitas dividen cenderung mempertahankan payout ratio yang konsisten, meskipun menghadapi fluktuasi laba. Sebaliknya, perusahaan teknologi dengan basis investor yang mendukung pertumbuhan mungkin lebih disukai jika tidak membayar dividen dan mengalokasikan laba untuk ekspansi bisnis.

F. Indikator Manajemen Dividen dan Kebijakan Distribusi Laba

Manajemen dividen dan kebijakan distribusi laba merupakan bagian integral dari strategi keuangan perusahaan yang berperan dalam mengatur bagaimana laba bersih dialokasikan antara pembayaran dividen kepada pemegang saham dan penahanan laba untuk pembiayaan internal. Dalam konteks ini, indikator-indikator yang digunakan oleh manajemen untuk menentukan kebijakan dividen dan distribusi laba menjadi sangat penting untuk dipahami, karena indikator tersebut mencerminkan kondisi keuangan perusahaan serta strategi perusahaan dalam memaksimalkan nilai pemegang saham. Literatur keuangan dan manajemen telah mengidentifikasi berbagai indikator utama yang sering dijadikan acuan dalam menentukan kebijakan dividen, mulai dari rasio pembayaran dividen, laba per saham, arus kas operasi, hingga stabilitas laba dan pertumbuhan laba (Brigham & Houston, 2012; Ross, Westerfield & Jordan, 2019). Uraian ini akan membahas tiga kelompok utama indikator manajemen dividen dan kebijakan distribusi laba yang menjadi rujukan penting dalam pengambilan keputusan perusahaan, yaitu: (1) indikator keuangan dasar, (2) indikator profitabilitas dan likuiditas, serta (3) indikator kestabilan dan pertumbuhan laba.

1. Indikator Keuangan Dasar dalam Manajemen Dividen

Indikator keuangan dasar mencakup rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*), *dividend yield*, dan *earnings per share* (EPS) yang sering digunakan sebagai tolok ukur utama dalam menentukan kebijakan dividen. Dividend payout ratio adalah persentase laba bersih yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham dan menjadi indikator utama seberapa besar laba yang dibagikan versus laba yang ditahan (Brigham & Houston, 2012). Rasio ini membantu perusahaan dan investor dalam menilai kebijakan distribusi laba dan kestabilan pembayaran dividen.

Dividend yield mengukur hasil dividen yang diterima investor relatif terhadap harga saham, sehingga memberikan gambaran daya tarik dividen dalam konteks pasar modal. Sedangkan EPS menunjukkan laba yang diperoleh per saham yang beredar dan menjadi dasar bagi perusahaan untuk menentukan kemampuan membayar dividen secara berkelanjutan (Ross *et al.*, 2019). Dalam prakteknya, manajemen cenderung mempertahankan dividend payout ratio pada tingkat yang

stabil untuk memberikan sinyal positif kepada investor mengenai kestabilan keuangan perusahaan (Lintner, 1956). Namun, variasi dalam dividend payout ratio juga bisa terjadi karena fluktuasi laba atau perubahan kebijakan perusahaan dalam menghadapi kondisi ekonomi atau strategi pertumbuhan.

2. Indikator Profitabilitas dan Likuiditas

Profitabilitas dan likuiditas merupakan indikator penting lain yang menentukan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen dan melakukan distribusi laba. Profitabilitas diukur menggunakan *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Assets* (ROA), yang menunjukkan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari modal dan aset yang dimiliki (Brigham & Houston, 2012). Semakin tinggi profitabilitas, semakin besar peluang perusahaan untuk membayar dividen yang stabil atau meningkat.

Likuiditas diukur menggunakan *Current Ratio* dan *Cash Flow from Operations* (CFO). *Cash flow* yang sehat dari aktivitas operasi merupakan indikator penting bahwa perusahaan memiliki dana tunai yang cukup untuk membayar dividen tanpa harus menjual aset atau mengambil pinjaman (Ross *et al.*, 2019). Sebaliknya, perusahaan dengan likuiditas yang ketat cenderung lebih berhati-hati dalam mendistribusikan dividen dan mungkin memilih menahan laba untuk menjaga keseimbangan kas. Lintner (1956) menekankan bahwa perusahaan tidak hanya mempertimbangkan laba akuntansi tetapi juga arus kas aktual saat menentukan dividen, karena dividen dibayarkan dalam bentuk kas dan perusahaan harus memastikan kelangsungan operasional serta likuiditas.

3. Indikator Kestabilan dan Pertumbuhan Laba

Manajemen dividen juga dipengaruhi oleh indikator yang menggambarkan kestabilan dan prospek pertumbuhan laba perusahaan. Perusahaan yang memiliki laba yang relatif stabil dan pertumbuhan laba yang konsisten cenderung mempertahankan kebijakan dividen yang stabil atau meningkat secara bertahap (Lintner, 1956). Hal ini memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan memiliki prospek keuangan yang sehat dan mampu memberikan *return* jangka panjang kepada investor.

Pertumbuhan laba diukur menggunakan growth rate laba bersih historis dan estimasi pertumbuhan masa depan yang dapat dilihat dari proyeksi keuangan dan kondisi pasar (Brigham & Houston, 2012). Perusahaan dengan pertumbuhan laba tinggi biasanya lebih memilih menahan laba untuk investasi kembali dan pertumbuhan bisnis daripada membagikan dividen yang besar, terutama di sektor teknologi dan industri yang sedang berkembang. Selain itu, indikator volatilitas laba juga menjadi pertimbangan penting. Perusahaan dengan fluktuasi laba yang besar cenderung mengadopsi kebijakan dividen yang konservatif untuk menghindari penurunan dividen yang dapat mengganggu persepsi pasar dan harga saham (Ross *et al.*, 2019).

G. Soal Latihan

1. Jelaskan perbedaan antara teori relevansi dan irrelevansi dalam kebijakan dividen. Apa implikasi praktis dari masing-masing teori terhadap keputusan manajerial?
2. Sebutkan dan jelaskan beberapa faktor utama yang memengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Bagaimana masing-masing faktor tersebut dapat membentuk strategi distribusi laba?
3. Uraikan jenis-jenis dividen yang biasa diterapkan dalam praktik, serta jelaskan mekanisme pembayaran dari masing-masing jenis tersebut.
4. Bandingkan model kebijakan dividen Lintner dan model residual. Apa keunggulan dan kelemahan dari masing-masing pendekatan dalam konteks perusahaan yang sedang tumbuh?
5. Jelaskan bagaimana kebijakan dividen dapat memengaruhi harga saham dan persepsi investor. Berikan contoh situasi di mana perubahan kebijakan dividen berdampak langsung terhadap nilai pasar perusahaan.

BAB IX

MANAJEMEN MODAL KERJA

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan konsep dan pentingnya modal kerja, memahami pengelolaan kas, piutang, persediaan, memahami siklus konversi kas dan perputaran modal kerja, memahami strategi pendanaan modal kerja, serta memahami indikator manajemen modal kerja. Sehingga pembaca dapat mampu mengelola modal kerja secara optimal untuk mendukung kelangsungan dan pertumbuhan usaha.

Materi Pembelajaran

- Konsep dan Pentingnya Modal Kerja
- Pengelolaan Kas, Piutang, Persediaan
- Siklus Konversi Kas dan Perputaran Modal Kerja
- Strategi Pendanaan Modal Kerja
- Indikator Manajemen Modal Kerja
- Soal Latihan

A. Konsep dan Pentingnya Modal Kerja

1. Definisi dan Pengertian Modal Kerja

Modal kerja merupakan istilah fundamental dalam manajemen keuangan yang merujuk pada dana yang diperlukan oleh perusahaan untuk menjalankan operasi sehari-hari dan memenuhi kebutuhan jangka pendek. Secara klasik, modal kerja didefinisikan sebagai selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar perusahaan (Brigham & Houston, 2012). Aset lancar mencakup kas, piutang usaha, persediaan, dan aset lain yang dapat dengan mudah dikonversi menjadi kas dalam jangka waktu kurang dari satu tahun, sementara kewajiban lancar terdiri dari hutang dagang, utang jangka pendek, dan kewajiban lain yang harus dibayar dalam periode yang sama.

Menurut Gitman dan Zutter (2012), modal kerja adalah modal yang digunakan untuk mengoperasikan siklus bisnis secara normal, yang

berarti modal kerja tidak hanya sekadar dana tunai yang tersedia, tetapi juga mencakup sumber daya lain yang mendukung kelancaran aktivitas bisnis. Modal kerja juga sering dikaitkan dengan likuiditas, karena aset lancar memberikan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Dengan demikian, modal kerja mencerminkan kesehatan finansial jangka pendek perusahaan serta kapasitasnya untuk menjaga stabilitas operasional. Selain definisi tradisional, modal kerja dapat dibedakan menjadi modal kerja bruto dan modal kerja bersih. Modal kerja bruto adalah total aset lancar, sementara modal kerja bersih adalah selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar. Modal kerja bersih yang positif menandakan bahwa perusahaan memiliki likuiditas cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sedangkan modal kerja bersih negatif menunjukkan potensi kesulitan keuangan (Ross, Westerfield, & Jordan, 2019).

2. Komponen dan Fungsi Modal Kerja dalam Perusahaan

Komponen utama modal kerja terdiri dari kas dan setara kas, piutang usaha, persediaan, dan kewajiban lancar. Kas dan setara kas adalah komponen paling likuid yang langsung dapat digunakan untuk membayar kewajiban, sementara piutang usaha mencerminkan piutang yang diharapkan masuk dalam jangka pendek dari pelanggan (Brigham & Houston, 2012). Persediaan adalah bahan baku, barang dalam proses, dan barang jadi yang harus dikelola secara efisien agar tidak menyebabkan penumpukan modal yang tidak produktif.

Fungsi modal kerja sangat penting dalam menjaga kelangsungan operasional perusahaan. Menurut Weston dan Brigham (1975), modal kerja memungkinkan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek seperti pembayaran gaji, pembelian bahan baku, dan pembayaran hutang usaha tanpa hambatan. Selain itu, modal kerja yang memadai juga membantu perusahaan memanfaatkan peluang pasar yang membutuhkan respon cepat, seperti diskon pembayaran awal kepada pemasok atau pesanan mendadak dari pelanggan.

Pengelolaan modal kerja yang efisien juga berdampak pada biaya modal perusahaan. Modal kerja yang berlebihan dapat menyebabkan pemborosan sumber daya dan menurunkan profitabilitas karena dana yang tidak produktif, sedangkan modal kerja yang terlalu rendah dapat mengakibatkan kesulitan likuiditas dan gangguan operasi (Gitman & Zutter, 2012). Oleh karena itu, manajemen harus mencari keseimbangan

optimal antara likuiditas dan profitabilitas melalui pengelolaan komponen modal kerja secara terintegrasi.

3. Pentingnya Manajemen Modal Kerja dalam Meningkatkan Kinerja Keuangan

Manajemen modal kerja menjadi aspek vital dalam strategi keuangan perusahaan karena berkontribusi langsung terhadap stabilitas dan pertumbuhan bisnis. Brigham dan Ehrhardt (2013) menjelaskan bahwa modal kerja merupakan indikator utama kesehatan keuangan jangka pendek perusahaan yang dapat memengaruhi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban dan mempertahankan kelangsungan usaha.

Kegagalan dalam mengelola modal kerja dapat menyebabkan berbagai risiko, seperti ketidakmampuan membayar hutang jangka pendek, penurunan kepercayaan kreditur dan investor, serta potensi kebangkrutan. Dalam konteks ini, pengelolaan modal kerja yang efektif membantu perusahaan menjaga likuiditas tanpa mengorbankan profitabilitas, sehingga perusahaan dapat beroperasi secara lancar dan kompetitif di pasar.

Menurut Van Horne dan Wachowicz (2005), pengelolaan modal kerja yang tepat juga mempengaruhi hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan eksternal, terutama pemasok dan pelanggan. Misalnya, pengelolaan persediaan yang baik menghindarkan perusahaan dari kelebihan stok yang dapat membebani biaya penyimpanan, sementara pengelolaan piutang yang efektif membantu mempercepat perputaran kas dan meningkatkan arus kas operasi. Selain itu, manajemen modal kerja yang baik memungkinkan perusahaan untuk memanfaatkan kesempatan investasi jangka pendek dan menghadapi fluktuasi musiman dalam operasi bisnis (Ross *et al.*, 2019). Dengan kata lain, modal kerja yang dikelola dengan baik menyediakan fleksibilitas keuangan yang diperlukan untuk mempertahankan keunggulan kompetitif dan pertumbuhan jangka panjang.

B. Pengelolaan Kas, Piutang, Persediaan

1. Pengelolaan Kas: Konsep, Tujuan, dan Teknik

Pengelolaan kas merupakan salah satu aspek penting dalam manajemen modal kerja yang berfokus pada pengendalian kas

perusahaan untuk memastikan kecukupan likuiditas dalam memenuhi kewajiban jangka pendek sekaligus meminimalkan biaya kas yang tidak produktif (Brigham & Houston, 2012). Kas yang terlalu sedikit dapat mengakibatkan perusahaan mengalami kesulitan membayar kewajiban yang harus dipenuhi secara tepat waktu, sedangkan kas yang berlebihan menyebabkan pemborosan modal karena dana yang tidak digunakan secara optimal.

Menurut Gitman dan Zutter (2012), tujuan utama pengelolaan kas adalah menjaga keseimbangan antara likuiditas dan profitabilitas. Pengelolaan kas yang efektif akan membantu perusahaan menghindari kekurangan kas (*cash shortage*) dan mengoptimalkan penggunaan kas yang tersedia untuk investasi jangka pendek atau pembayaran utang. Selain itu, pengelolaan kas yang baik juga mendukung pencapaian target keuangan perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Teknik pengelolaan kas meliputi perencanaan kas (*cash forecasting*), pengendalian kas masuk dan keluar, serta pengaturan saldo kas minimum yang diperlukan untuk operasional. Brigham dan Ehrhardt (2013) menekankan pentingnya cash budgeting sebagai alat utama dalam mengelola kas, di mana perusahaan melakukan proyeksi penerimaan dan pengeluaran kas dalam periode tertentu. Dengan perencanaan yang matang, perusahaan dapat mengantisipasi kebutuhan kas dan mengelola sumber kas eksternal seperti pinjaman jangka pendek bila diperlukan. Selain itu, penggunaan teknik pengelolaan kas seperti *cash concentration* dan *disbursement scheduling* membantu perusahaan mengoptimalkan arus kas masuk dan keluar agar saldo kas selalu dalam kondisi ideal (Van Horne & Wachowicz, 2005). Teknik lain yang digunakan adalah pengelolaan kas minimum yang mengacu pada tingkat kas terendah yang harus dipertahankan perusahaan agar tetap mampu menjalankan aktivitas operasional tanpa hambatan.

2. Pengelolaan Piutang: Kebijakan Kredit dan Teknik Pengendalian

Piutang usaha merupakan bagian penting dari aset lancar yang berperan dalam pembiayaan operasional dan penjualan kredit perusahaan. Pengelolaan piutang yang baik sangat penting untuk menjaga arus kas yang sehat dan meminimalkan risiko piutang macet (*default*) (Ross *et al.*, 2019). Piutang yang tidak terkelola dengan baik

dapat menyebabkan penundaan penerimaan kas, peningkatan biaya penagihan, dan menurunnya likuiditas perusahaan.

Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa kebijakan kredit perusahaan harus dirancang secara hati-hati dengan memperhatikan syarat kredit, periode kredit, dan batas kredit yang diberikan kepada pelanggan. Kebijakan kredit yang terlalu longgar dapat meningkatkan risiko piutang macet, sedangkan kebijakan yang terlalu ketat dapat menurunkan penjualan dan merugikan pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus menetapkan kebijakan kredit yang seimbang agar dapat mendukung penjualan sekaligus menjaga kesehatan keuangan.

Pengendalian piutang juga mencakup aktivitas monitoring dan penagihan yang efektif. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2013), teknik pengendalian piutang meliputi analisis umur piutang (*aging analysis*), di mana piutang diklasifikasikan berdasarkan lama tertunggaknya pembayaran. Dengan informasi ini, perusahaan dapat menentukan langkah-langkah penagihan yang sesuai, seperti pengiriman surat pengingat, pemberian diskon pembayaran dini, atau bahkan tindakan hukum jika diperlukan. Selain itu, perusahaan dapat menggunakan sistem kredit scoring untuk menilai kelayakan kredit pelanggan sebelum memberikan fasilitas kredit (Van Horne & Wachowicz, 2005). Sistem ini membantu meminimalkan risiko piutang macet dengan memberikan kredit hanya kepada pelanggan yang memiliki rekam jejak pembayaran yang baik dan kemampuan finansial yang memadai.

3. Pengelolaan Persediaan: Strategi dan Teknik Optimalisasi

Persediaan adalah komponen modal kerja yang terdiri dari bahan baku, barang dalam proses, dan barang jadi yang harus dikelola secara efektif agar tidak terjadi penumpukan modal yang tidak produktif dan tidak mengganggu operasi produksi dan penjualan (Brigham & Houston, 2012). Pengelolaan persediaan yang baik dapat meningkatkan efisiensi operasional, menekan biaya penyimpanan, dan meningkatkan pelayanan pelanggan. Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) menjelaskan bahwa pengelolaan persediaan melibatkan penentuan jumlah persediaan yang optimal serta waktu pemesanan agar stok selalu tersedia tanpa menyebabkan kelebihan persediaan. Teknik yang umum digunakan dalam pengelolaan persediaan adalah *Economic Order Quantity* (EOQ),

yang menghitung jumlah pesanan optimal dengan memperhitungkan biaya pemesanan dan biaya penyimpanan.

Perusahaan menggunakan metode *Just-in-Time* (JIT) untuk meminimalkan persediaan dengan mengoordinasikan produksi dan pengiriman secara tepat waktu sesuai permintaan. Metode ini membantu mengurangi biaya penyimpanan dan risiko usang (*obsolescence*) barang, tetapi memerlukan sistem logistik yang sangat baik dan koordinasi yang ketat dengan pemasok (Gitman & Zutter, 2012). Pengendalian persediaan juga melibatkan pemantauan tingkat persediaan melalui sistem perpetual inventory dan *periodic inventory* untuk mengetahui posisi persediaan secara real-time dan mengidentifikasi kebutuhan pemesanan. Teknologi modern seperti *Enterprise Resource Planning* (ERP) dan sistem barcode memudahkan pengelolaan persediaan secara otomatis dan akurat (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Pengelolaan persediaan yang tidak efektif dapat menyebabkan berbagai masalah seperti kekurangan stok yang mengganggu proses produksi dan pelayanan, atau kelebihan stok yang membebani modal dan menambah biaya penyimpanan. Oleh karena itu, strategi pengelolaan persediaan harus disesuaikan dengan karakteristik bisnis dan permintaan pasar agar mendukung kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan.

C. Siklus Konversi Kas dan Perputaran Modal Kerja

1. Pengertian dan Komponen Siklus Konversi Kas (*Cash Conversion Cycle*)

Siklus Konversi Kas (*Cash Conversion Cycle/CCC*) adalah konsep fundamental dalam manajemen modal kerja yang mengukur seberapa efisien perusahaan mengelola aset lancar dalam bentuk persediaan, piutang usaha, dan hutang usaha untuk menghasilkan arus kas dari operasi bisnisnya. Brigham dan Houston (2012) menjelaskan bahwa CCC merupakan periode waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi kas dari penjualan produk. Dengan kata lain, siklus ini mencerminkan jarak waktu antara pengeluaran kas untuk membeli bahan baku atau barang hingga penerimaan kas dari hasil penjualan produk tersebut.

Menurut Gitman dan Zutter (2012), CCC terdiri dari tiga elemen utama yang saling berkaitan, yaitu periode persediaan (*Inventory Conversion Period*), periode piutang (*Receivables Collection Period*),

dan periode hutang usaha (*Payables Deferral Period*). Periode persediaan mengukur waktu rata-rata persediaan disimpan sebelum dijual, periode piutang mengukur waktu rata-rata penagihan piutang dari pelanggan, dan periode hutang usaha adalah lamanya waktu perusahaan menunda pembayaran kepada pemasok. Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) memformulasikan CCC secara matematis sebagai berikut:

$$\text{CCC} = \text{Inventory Conversion Period} + \text{Receivables Collection Period} - \text{Payables Deferral Period}$$

Secara konsep, CCC adalah ukuran penting untuk menilai efisiensi pengelolaan modal kerja, karena semakin pendek siklus ini, semakin cepat perusahaan mampu mengonversi aset operasional menjadi kas. Sebaliknya, siklus yang panjang menunjukkan bahwa kas tertahan dalam persediaan dan piutang, sehingga meningkatkan kebutuhan modal kerja dan potensi masalah likuiditas. Siklus Konversi Kas bukan hanya berlaku bagi perusahaan manufaktur yang memiliki proses produksi panjang, tetapi juga relevan bagi perusahaan dagang dan jasa. Di perusahaan manufaktur, periode persediaan biasanya lebih lama karena adanya tahapan produksi, sedangkan perusahaan dagang umumnya memiliki periode persediaan yang lebih singkat. Hal ini dijelaskan dengan rinci oleh Van Horne dan Wachowicz (2005) dalam bukunya tentang pengelolaan modal kerja.

Pengukuran CCC secara rutin menjadi alat evaluasi yang krusial bagi manajemen keuangan untuk mengidentifikasi area yang perlu dioptimalkan, misalnya pengendalian persediaan agar tidak berlebihan, mempercepat penagihan piutang, atau mengatur masa pembayaran hutang secara strategis agar kas tetap lancar. Oleh karena itu, CCC merupakan indikator penting dalam menjaga kesehatan modal kerja sekaligus mendukung likuiditas dan profitabilitas perusahaan. Dalam praktiknya, perhitungan CCC juga harus disesuaikan dengan karakteristik industri dan siklus bisnis perusahaan. Misalnya, perusahaan ritel mungkin memiliki periode persediaan yang pendek tapi periode piutang yang juga relatif singkat, sementara perusahaan manufaktur atau konstruksi mungkin menghadapi siklus yang lebih panjang karena produk atau proyeknya kompleks. Dengan demikian, pemahaman mendalam atas komponen-komponen siklus ini membantu perusahaan

dalam merancang strategi modal kerja yang tepat sesuai kebutuhan bisnis dan kondisi pasar.

2. Perputaran Modal Kerja: Konsep, Rasio, dan Implikasinya

Perputaran modal kerja (*working capital turnover*) merupakan metrik penting yang mengukur seberapa efisien perusahaan menggunakan modal kerja dalam menghasilkan penjualan. Brigham dan Ehrhardt (2013) mendefinisikan perputaran modal kerja sebagai rasio yang membandingkan penjualan bersih dengan modal kerja bersih, yang secara matematis dinyatakan sebagai:

$$\text{Perputaran Modal Kerja} = \text{Penjualan Bersih} / \text{Modal Kerja Bersih}$$

Modal kerja bersih dihitung sebagai selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar perusahaan. Rasio ini menunjukkan berapa kali modal kerja berputar selama satu periode tertentu, biasanya setahun. Rasio yang tinggi menandakan bahwa modal kerja digunakan secara efisien dalam menghasilkan penjualan, sedangkan rasio yang rendah mengindikasikan kemungkinan penggunaan modal kerja yang berlebihan atau kurang optimal.

Gitman dan Zutter (2012) menekankan bahwa perputaran modal kerja harus dianalisis secara komprehensif bersamaan dengan siklus konversi kas. Sebuah perusahaan dengan siklus konversi kas yang pendek biasanya akan memiliki perputaran modal kerja yang tinggi, artinya modal kerja berputar dengan cepat menjadi kas. Sebaliknya, perusahaan dengan siklus konversi yang panjang cenderung memiliki perputaran modal kerja yang rendah. Namun demikian, perputaran modal kerja yang sangat tinggi tidak selalu merupakan hal yang positif. Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) mengingatkan bahwa perputaran modal kerja yang terlalu tinggi bisa mengindikasikan modal kerja yang terlalu ketat sehingga perusahaan berisiko mengalami kekurangan likuiditas. Hal ini dapat menghambat kelancaran operasi sehari-hari dan berpotensi menimbulkan masalah pembayaran kepada pemasok atau karyawan.

Modal kerja yang terlalu besar atau rasio perputaran yang rendah menunjukkan adanya modal kerja yang menganggur, misalnya persediaan yang berlebihan atau piutang yang lama tertagih. Kondisi ini dapat menyebabkan biaya penyimpanan meningkat dan risiko piutang

macet, sehingga menurunkan profitabilitas perusahaan. Van Horne dan Wachowicz (2005) menjelaskan bahwa pengelolaan modal kerja yang efisien dapat meningkatkan likuiditas perusahaan, mengurangi biaya modal, dan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan modal kerja yang dikelola dengan baik, perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa harus mengambil utang tambahan atau menjual aset tetap. Manajemen modal kerja yang tepat juga berdampak positif terhadap reputasi perusahaan di mata kreditur dan investor. Kemampuan perusahaan dalam mempertahankan likuiditas dan arus kas yang sehat menunjukkan stabilitas finansial dan manajemen yang baik, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar.

3. Strategi Pengelolaan Siklus Konversi Kas dan Modal Kerja

Manajemen yang efektif atas siklus konversi kas dan modal kerja menuntut strategi yang terintegrasi untuk mengoptimalkan pengelolaan kas, piutang, persediaan, dan hutang usaha. Brigham dan Ehrhardt (2013) menegaskan bahwa strategi pengelolaan modal kerja harus disesuaikan dengan karakteristik operasional dan finansial perusahaan serta kondisi persaingan di pasar.

Strategi pertama dalam pengelolaan modal kerja adalah optimalisasi persediaan. Menurut Gitman dan Zutter (2012), pengelolaan persediaan yang baik dapat menggunakan metode *Just-in-Time* (JIT), yang menekankan pada pengurangan persediaan hingga seminimal mungkin dan pengiriman bahan baku tepat waktu sesuai kebutuhan produksi. Sistem ini mampu mengurangi biaya penyimpanan dan risiko usang, sekaligus memperpendek periode persediaan dalam siklus konversi kas. Selain JIT, metode *Economic Order Quantity* (EOQ) juga banyak digunakan untuk menentukan kuantitas pesanan optimal yang meminimalkan total biaya persediaan, termasuk biaya pemesanan dan penyimpanan. Dengan EOQ, perusahaan dapat menghindari kelebihan persediaan yang mengikat modal kerja tanpa perlu.

Strategi kedua adalah mempercepat penagihan piutang. Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) menyarankan penerapan kebijakan kredit yang selektif dan ketat, misalnya melakukan analisis kredit menyeluruh sebelum memberikan fasilitas kredit kepada pelanggan, menetapkan batas kredit dan jangka waktu pembayaran yang realistis, serta menerapkan sistem penagihan yang efisien. Perusahaan juga bisa

memberikan insentif berupa diskon pembayaran tunai untuk mempercepat arus kas masuk.

Manajemen piutang yang baik tidak hanya mempercepat penerimaan kas tetapi juga mengurangi risiko piutang macet. Oleh karena itu, perusahaan harus melakukan monitoring secara berkala terhadap umur piutang dan melakukan tindakan koleksi yang cepat apabila piutang melewati jatuh tempo. Strategi ketiga adalah pengelolaan hutang usaha agar perusahaan dapat memaksimalkan jangka waktu pembayaran tanpa merusak hubungan dengan pemasok. Van Horne dan Wachowicz (2005) menyatakan bahwa perusahaan harus negosiasi dengan pemasok untuk memperpanjang masa kredit sehingga dapat menggunakan dana tersebut lebih lama, yang secara efektif memperpanjang periode hutang usaha dan memperpendek siklus konversi kas. Namun, perusahaan harus berhati-hati dalam memperpanjang periode pembayaran agar tidak menimbulkan ketegangan dengan pemasok yang bisa berakibat pada pengurangan kredit, kenaikan harga, atau bahkan pemutusan hubungan bisnis.

Pemanfaatan teknologi informasi dan sistem manajemen modern sangat membantu dalam pengelolaan siklus konversi kas dan modal kerja. Sistem ERP (*Enterprise Resource Planning*) yang terintegrasi memungkinkan pemantauan real-time atas persediaan, piutang, dan hutang usaha, sehingga manajemen dapat mengambil keputusan cepat dan tepat terkait kebutuhan modal kerja (Brigham & Houston, 2012). Evaluasi berkala terhadap kinerja modal kerja menggunakan analisis rasio dan benchmarking terhadap perusahaan sejenis di industri juga merupakan praktik penting. Hal ini membantu mengidentifikasi area yang memerlukan perbaikan dan inovasi dalam pengelolaan modal kerja. Gitman dan Zutter (2012) menekankan bahwa perusahaan harus menyesuaikan strategi pengelolaan modal kerja sesuai dengan perubahan lingkungan bisnis dan kondisi internal perusahaan. Dengan mengimplementasikan strategi pengelolaan siklus konversi kas dan modal kerja secara konsisten, perusahaan dapat mempertahankan likuiditas yang sehat, meningkatkan efisiensi operasional, dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan. Pengelolaan modal kerja yang optimal juga berkontribusi pada kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko keuangan dan dinamika pasar yang semakin kompleks.

D. Strategi Pendanaan Modal Kerja

1. Konsep dan Pentingnya Strategi Pendanaan Modal Kerja

Pendanaan modal kerja adalah aspek kritikal dalam manajemen keuangan yang berfokus pada bagaimana perusahaan memperoleh dana untuk membiayai kebutuhan modal kerja sehari-hari, yaitu aset lancar seperti kas, piutang, dan persediaan, serta kewajiban lancar yang harus dipenuhi. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2005), strategi pendanaan modal kerja merupakan kebijakan yang menentukan kombinasi sumber dana jangka pendek dan jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendukung aktivitas operasional dan mempertahankan likuiditas. Pentingnya strategi pendanaan modal kerja tidak bisa diabaikan, karena ketidakseimbangan antara pendanaan dan kebutuhan modal kerja dapat menimbulkan berbagai risiko, termasuk risiko likuiditas dan risiko solvabilitas. Gitman dan Zutter (2012) menegaskan bahwa strategi pendanaan modal kerja yang efektif akan menjamin perusahaan memiliki kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa mengorbankan profitabilitas.

Pada konteks ini, strategi pendanaan modal kerja berperan dalam menentukan struktur modal jangka pendek dan jangka panjang, waktu, dan sumber dana yang dipilih, sehingga perusahaan dapat menghindari situasi kekurangan dana yang mengganggu operasi maupun kelebihan dana yang tidak efisien dan mahal. Brigham dan Houston (2012) menyebutkan bahwa pendanaan modal kerja melibatkan penentuan proporsi pendanaan antara modal kerja permanen dan modal kerja sementara. Modal kerja permanen adalah tingkat minimum aset lancar yang harus dimiliki perusahaan secara konstan untuk menjalankan operasi, biasanya didanai dengan sumber dana jangka panjang. Sebaliknya, modal kerja sementara adalah kebutuhan modal kerja yang bersifat fluktuatif dan dipengaruhi oleh siklus musiman atau permintaan pasar, yang biasanya dibiayai dengan sumber dana jangka pendek. Keputusan pendanaan yang tepat dapat mengurangi biaya modal sekaligus meningkatkan fleksibilitas keuangan.

Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2019), penentuan strategi pendanaan modal kerja harus mempertimbangkan karakteristik bisnis, siklus operasi, volatilitas kebutuhan kas, dan kondisi pasar keuangan. Perusahaan dengan siklus operasi yang panjang dan kebutuhan modal kerja permanen yang besar lebih cocok menggunakan

dana jangka panjang untuk modal kerja, sementara perusahaan dengan kebutuhan modal kerja musiman atau fluktuatif bisa memanfaatkan dana jangka pendek. Strategi pendanaan modal kerja tidak hanya berfokus pada aspek biaya dana, tetapi juga mempertimbangkan risiko likuiditas dan risiko keuangan. Van Horne dan Wachowicz (2005) menekankan bahwa risiko likuiditas muncul apabila perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban jangka pendek tepat waktu, sedangkan risiko keuangan terkait dengan kemampuan perusahaan membayar kembali hutang jangka panjang. Kombinasi strategi pendanaan yang seimbang dapat meminimalkan kedua risiko tersebut sekaligus mendukung pertumbuhan bisnis.

2. Pendanaan Modal Kerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Pada praktiknya, pendanaan modal kerja dapat diklasifikasikan menjadi dua kelompok utama yaitu pendanaan jangka pendek dan pendanaan jangka panjang. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2013), kedua sumber dana ini memiliki karakteristik yang berbeda dari sisi biaya, risiko, dan fleksibilitas.

Pendanaan jangka pendek biasanya terdiri dari kredit rekening koran (*bank overdraft*), pinjaman komersial, kredit dagang (*trade credit*), dan surat berharga jangka pendek seperti *commercial paper*. Dana ini memiliki jatuh tempo kurang dari satu tahun dan cenderung lebih murah dibandingkan dana jangka panjang karena risiko jangka pendek dan suku bunga yang relatif rendah. Namun, dana jangka pendek membawa risiko refinansial yang tinggi karena perusahaan harus terus-menerus memperbarui atau mencari pinjaman baru untuk memenuhi kebutuhan modal kerja (Gitman & Zutter, 2012).

Kredit rekening koran adalah salah satu bentuk pendanaan jangka pendek yang paling fleksibel. Perusahaan dapat menarik dana sesuai kebutuhan hingga batas maksimum yang disepakati dengan bank. Hal ini memungkinkan penyesuaian cepat terhadap fluktuasi modal kerja. Namun, bunga yang dibebankan relatif tinggi dan ketergantungan berlebihan pada kredit ini dapat menimbulkan risiko likuiditas jika bank menolak perpanjangan fasilitas.

Pinjaman komersial adalah pinjaman yang diperoleh dari lembaga keuangan dengan jangka waktu pendek. Pinjaman ini biasanya dikenakan bunga tetap dan memiliki jadwal pembayaran tertentu. Pinjaman komersial memberikan dana tunai yang besar sekaligus,

sehingga berguna untuk kebutuhan modal kerja yang mendadak atau musiman (Ross, Westerfield, & Jordan, 2019).

Kredit dagang merupakan salah satu sumber pendanaan modal kerja yang sangat penting dan sering digunakan perusahaan. Dalam kredit dagang, perusahaan memperoleh barang atau jasa dari pemasok tanpa harus membayar tunai pada saat transaksi, melainkan menunda pembayaran sampai jangka waktu tertentu. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2005), kredit dagang adalah sumber dana murah dan tanpa bunga selama perusahaan membayar tepat waktu, namun menunda pembayaran dapat merusak hubungan dengan pemasok.

Pendanaan modal kerja jangka panjang mencakup penerbitan obligasi, pinjaman bank jangka panjang, dan modal ekuitas. Sumber dana ini memiliki biaya modal yang lebih tinggi dan bersifat kurang fleksibel dibandingkan dana jangka pendek, namun memberikan kestabilan pendanaan dan mengurangi risiko likuiditas (Brigham & Houston, 2012). Pendanaan jangka panjang untuk modal kerja sering digunakan untuk menutupi kebutuhan modal kerja permanen. Dengan menggunakan dana jangka panjang, perusahaan dapat menghindari masalah pembiayaan saat terjadi fluktuasi kas yang sifatnya musiman atau tidak terduga. Hal ini juga mendukung perencanaan keuangan jangka panjang yang lebih baik dan menjaga reputasi perusahaan di mata kreditur.

Gitman dan Zutter (2012) menyatakan bahwa kombinasi yang tepat antara pendanaan jangka pendek dan jangka panjang sangat bergantung pada profil risiko perusahaan dan strategi bisnisnya. Perusahaan konservatif lebih cenderung menggunakan modal jangka panjang untuk mengurangi risiko likuiditas, sementara perusahaan agresif mungkin lebih memilih pendanaan jangka pendek yang lebih murah meskipun berisiko lebih tinggi.

3. Model-Model Strategi Pendanaan Modal Kerja

Pada literatur keuangan, terdapat tiga model utama strategi pendanaan modal kerja yang dijelaskan secara rinci oleh Van Horne dan Wachowicz (2005) serta Ross, Westerfield, dan Jordan (2019), yaitu: strategi konservatif, strategi agresif, dan strategi moderat (*matching*).

a. Strategi Konservatif

Strategi konservatif menekankan pada penggunaan dana jangka panjang untuk membiayai seluruh kebutuhan modal kerja,

baik yang permanen maupun yang bersifat musiman. Dengan kata lain, perusahaan menghindari ketergantungan pada dana jangka pendek yang berisiko dan fluktuatif. Van Horne dan Wachowicz (2005) menjelaskan bahwa strategi ini mengutamakan keamanan dan likuiditas di atas biaya modal. Keuntungan dari strategi konservatif adalah perusahaan lebih terlindungi dari risiko likuiditas dan masalah refinansial karena modal kerja didanai oleh sumber dana jangka panjang yang stabil. Namun, strategi ini mengakibatkan biaya modal yang lebih tinggi karena dana jangka panjang biasanya memiliki tingkat bunga yang lebih besar dibandingkan dana jangka pendek. Strategi konservatif cocok untuk perusahaan yang beroperasi dalam industri dengan volatilitas tinggi atau perusahaan yang mengutamakan kestabilan keuangan jangka panjang.

b. Strategi Agresif

Strategi agresif menggunakan dana jangka pendek untuk membiayai sebagian besar kebutuhan modal kerja, termasuk modal kerja permanen. Strategi ini bertujuan meminimalkan biaya modal dengan memanfaatkan dana jangka pendek yang biasanya lebih murah. Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) menyebutkan bahwa strategi ini meningkatkan risiko likuiditas karena ketergantungan pada sumber dana yang berjangka waktu pendek dan perlu diperbarui secara berkala.

Kelebihan strategi agresif adalah perusahaan dapat mengurangi biaya bunga dan meningkatkan pengembalian ekuitas, karena dana jangka pendek lebih murah daripada dana jangka panjang. Namun, risiko utama adalah perusahaan menghadapi risiko pembiayaan ulang (*refinancing risk*) dan risiko kenaikan suku bunga yang tiba-tiba, yang dapat membahayakan kelangsungan operasional. Strategi agresif biasanya diterapkan oleh perusahaan dengan arus kas yang kuat dan stabil atau perusahaan yang berada di industri dengan siklus bisnis pendek dan mudah diprediksi. Perusahaan startup dan perusahaan yang mengutamakan pertumbuhan cepat juga mungkin memilih strategi ini meskipun risiko lebih tinggi.

c. Strategi Moderat (*Matching*)

Strategi moderat atau *matching* merupakan pendekatan yang mengkombinasikan kedua strategi di atas dengan cara

menyesuaikan sumber dana dengan kebutuhan modal kerja berdasarkan jangka waktunya. Dalam strategi ini, kebutuhan modal kerja permanen didanai dengan dana jangka panjang, sedangkan kebutuhan modal kerja musiman didanai dengan dana jangka pendek (Gitman & Zutter, 2012).

Model *matching* ini mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan biaya modal. Dengan memadukan sifat jangka waktu kebutuhan modal kerja dan sumber pendanaan, perusahaan dapat meminimalkan biaya modal tanpa mengorbankan likuiditas. Pendekatan ini dianggap paling rasional dan banyak dianjurkan oleh para ahli keuangan. Namun, pelaksanaan strategi matching memerlukan perencanaan yang baik dan pemantauan terus-menerus terhadap kebutuhan modal kerja yang dinamis. Perubahan dalam pola permintaan atau siklus bisnis yang tidak terduga dapat menimbulkan kesulitan dalam menjaga keseimbangan pendanaan ini. Brigham dan Houston (2012) menambahkan bahwa strategi pendanaan modal kerja harus selalu disesuaikan dengan kondisi internal perusahaan dan kondisi eksternal pasar keuangan, serta harus mempertimbangkan risiko-risiko seperti suku bunga, likuiditas, dan risiko kredit.

E. Indikator Manajemen Modal Kerja

Manajemen modal kerja merupakan aspek krusial dalam pengelolaan keuangan perusahaan karena berkaitan langsung dengan efisiensi operasional dan likuiditas jangka pendek. Untuk menilai efektivitas manajemen modal kerja, digunakan sejumlah indikator keuangan yang mencerminkan kinerja aset lancar dan kewajiban lancar suatu entitas. Indikator-indikator ini memungkinkan manajer keuangan melakukan evaluasi terhadap tingkat efisiensi, likuiditas, dan risiko keuangan yang dihadapi perusahaan dalam kegiatan operasionalnya sehari-hari. Dalam literatur manajemen keuangan, terdapat tiga kelompok utama indikator manajemen modal kerja yang banyak dibahas dan digunakan dalam praktik serta akademik: rasio likuiditas, rasio aktivitas, dan siklus konversi kas. Setiap kelompok indikator ini memberikan informasi penting mengenai sejauh mana perusahaan

mampu mengelola komponen-komponen utama dari modal kerja secara optimal.

1. Rasio Likuiditas sebagai Indikator Kemampuan Jangka Pendek

Rasio likuiditas merupakan indikator yang paling mendasar dalam manajemen modal kerja. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya menggunakan aset lancar yang tersedia. Rasio likuiditas yang umum digunakan antara lain adalah *current ratio*, *quick ratio (acid-test ratio)*, dan *cash ratio*.

a. *Current Ratio*

Menurut Brigham dan Houston (2012), *current ratio* adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek dengan aset lancar. Rumusnya adalah:

$$\text{Current Ratio} = \text{Current Assets} / \text{Current Liabilities}$$

Current ratio yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki margin keamanan likuiditas yang besar. Namun, angka yang terlalu tinggi bisa menandakan bahwa perusahaan tidak memanfaatkan aset lancarnya secara efisien. Dalam praktik, nilai ideal *current ratio* adalah sekitar 2:1, meskipun standar ini dapat berbeda tergantung pada jenis industri. Brigham dan Houston (2012) menjelaskan bahwa rasio ini penting dalam menilai stabilitas keuangan jangka pendek dan menjadi perhatian utama kreditur jangka pendek serta analisis keuangan.

b. *Quick Ratio (Acid-Test Ratio)*

Quick ratio mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa mengandalkan persediaan. Gitman dan Zutter (2012) menegaskan bahwa persediaan dianggap sebagai komponen yang paling tidak likuid dari aset lancar. Oleh karena itu, *quick ratio* lebih konservatif dibanding *current ratio*. Rumus *quick ratio*:

$$\text{Quick Ratio} = (\text{Current Assets} - \text{Inventory}) / \text{Current Liabilities}$$

Quick ratio ideal umumnya berada di atas 1. Rasio ini penting karena memberikan gambaran lebih realistis mengenai likuiditas

aktual perusahaan, terutama jika persediaan sulit dikonversi menjadi kas dalam waktu singkat.

c. *Cash Ratio*

Cash ratio adalah ukuran paling ketat dari likuiditas. Rasio ini hanya mempertimbangkan kas dan setara kas dalam kaitannya dengan kewajiban lancar. Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) mengemukakan bahwa rasio ini jarang digunakan dalam analisis rutin, namun sangat berguna dalam menilai kemampuan jangka pendek ekstrem, misalnya saat perusahaan menghadapi krisis keuangan mendadak.

$$\text{Cash Ratio} = (\text{Cash} + \text{Cash Equivalents}) / \text{Current Liabilities}$$

Rasio ini dianggap konservatif karena tidak memperhitungkan piutang dan persediaan, tetapi justru menggambarkan kekuatan kas aktual perusahaan.

2. Rasio Aktivitas sebagai Indikator Efisiensi Operasional

Rasio aktivitas digunakan untuk mengukur efisiensi perusahaan dalam mengelola aset lancarnya, seperti piutang, persediaan, dan hutang usaha. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2005), indikator ini menunjukkan seberapa cepat aset lancar berputar dalam siklus bisnis dan memberikan informasi tentang efisiensi pengelolaan komponen modal kerja.

a. *Inventory Turnover dan Days Inventory Outstanding (DIO)*

Inventory turnover ratio menunjukkan berapa kali persediaan terjual dan digantikan dalam satu periode tertentu. Rumusnya adalah:

$$\text{Inventory Turnover} = \text{Cost of Goods Sold} / \text{Average Inventory}$$

Semakin tinggi perputaran persediaan, semakin efisien pengelolaan persediaan perusahaan. Namun, terlalu tinggi juga bisa berarti bahwa perusahaan kekurangan persediaan yang bisa mengganggu operasi. Sebaliknya, *days inventory outstanding (DIO)* mengukur rata-rata hari yang dibutuhkan untuk mengubah persediaan menjadi penjualan. Menurut Gitman dan Zutter (2012):

$$DIO = 365 / \text{Inventory Turnover}$$

DIO yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan cepat menjual persediaannya, sementara DIO tinggi dapat menandakan overstocking atau masalah permintaan.

b. *Receivables Turnover dan Days Sales Outstanding (DSO)*

Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dalam mengelola piutang. *Receivables turnover* menghitung berapa kali perusahaan berhasil mengumpulkan piutangnya dalam satu periode:

$$\text{Receivables Turnover} = \frac{\text{Net Credit Sales}}{\text{Average Accounts Receivable}}$$

Perputaran yang tinggi menunjukkan bahwa piutang dikumpulkan dengan cepat, mengurangi risiko piutang macet. Sementara itu, *days sales outstanding (DSO)* menunjukkan rata-rata hari yang dibutuhkan untuk mengumpulkan piutang:

$$DSO = 365 / \text{Receivables Turnover}$$

Van Horne dan Wachowicz (2005) mencatat bahwa DSO yang rendah menunjukkan kebijakan kredit yang ketat dan efisien, tetapi bisa mengurangi daya saing. DSO yang tinggi dapat menyebabkan kekurangan kas dan menambah risiko kredit.

c. *Payables Turnover dan Days Payables Outstanding (DPO)*

Payables turnover mengukur seberapa cepat perusahaan membayar kewajiban kepada pemasok. Rumusnya:

$$\text{Payables Turnover} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Average Accounts Payable}}$$

Rasio ini berguna untuk menilai apakah perusahaan mengambil keuntungan dari kredit dagang. Rasio rendah dapat menunjukkan bahwa perusahaan memaksimalkan kredit pemasok, tetapi bisa juga sinyal keterlambatan pembayaran.

Days payables outstanding (DPO) menunjukkan rata-rata hari yang dibutuhkan untuk membayar pemasok:

$$DPO = 365 / \text{Payables Turnover}$$

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2013), DPO yang tinggi dapat membantu manajemen kas, tetapi harus diimbangi dengan hubungan baik dengan pemasok.

3. Siklus Konversi Kas (*Cash Conversion Cycle*) sebagai Indikator Integratif

Siklus konversi kas (*cash conversion cycle/CCC*) merupakan indikator yang menyatukan ketiga komponen utama modal kerja: persediaan, piutang, dan hutang usaha. Menurut Brigham dan Houston (2012), CCC mengukur berapa hari kas diinvestasikan dalam operasi sebelum akhirnya dikonversi kembali menjadi kas dari pelanggan.

$$CCC = DIO + DSO - DPO$$

Dengan kata lain, CCC adalah selisih antara waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk menjual persediaan dan mengumpulkan piutang dengan waktu yang diperoleh dari pemasok untuk membayar kewajiban. CCC yang pendek menandakan manajemen modal kerja yang efisien, sedangkan CCC yang panjang menunjukkan bahwa kas perusahaan terikat terlalu lama dalam siklus operasi.

a. Implikasi Strategis CCC

Menurut Gitman dan Zutter (2012), CCC memberikan pemahaman yang lebih luas daripada rasio individu karena menggabungkan semua aspek penting dari modal kerja. CCC yang rendah biasanya dikaitkan dengan tingkat likuiditas yang tinggi dan pengelolaan aset yang efisien. Misalnya, jika perusahaan mampu mengurangi DIO dan DSO tanpa memengaruhi penjualan atau layanan pelanggan, CCC akan menurun. Sementara itu, jika perusahaan berhasil memperpanjang DPO tanpa merusak hubungan dengan pemasok, CCC juga menurun.

b. Hubungan CCC dengan Profitabilitas

Ross, Westerfield, dan Jordan (2019) menyatakan bahwa CCC yang efisien berdampak langsung terhadap profitabilitas karena meningkatkan efisiensi arus kas. Penelitian empiris menunjukkan bahwa perusahaan dengan CCC rendah cenderung memiliki *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE) yang lebih

tinggi. Namun, terlalu pendeknya CCC tidak selalu baik jika disebabkan oleh pemotongan berlebihan terhadap persediaan atau penagihan piutang yang terlalu ketat, yang dapat berdampak negatif terhadap kepuasan pelanggan.

c. CCC sebagai Alat Evaluasi dan Perencanaan

Van Horne dan Wachowicz (2005) menekankan bahwa CCC juga digunakan sebagai alat perencanaan dan evaluasi kinerja manajemen keuangan. Perusahaan dapat membandingkan CCC dari waktu ke waktu atau terhadap standar industri untuk menilai efisiensi operasionalnya. CCC juga membantu mengidentifikasi komponen modal kerja yang bermasalah, misalnya DSO yang terlalu tinggi akibat piutang macet atau DPO yang rendah karena kurangnya negosiasi dengan pemasok. Brigham dan Ehrhardt (2013) merekomendasikan penggunaan CCC secara berkala dalam laporan manajemen untuk menginformasikan keputusan strategis terkait produksi, penjualan, dan pembiayaan jangka pendek.

F. Soal Latihan

1. Jelaskan pengertian modal kerja dan mengapa pengelolaan modal kerja yang efektif sangat penting bagi kelangsungan operasional perusahaan.
2. Uraikan bagaimana perusahaan dapat mengelola kas, piutang, dan persediaan secara optimal. Berikan contoh konsekuensi jika salah satu elemen tersebut tidak dikelola dengan baik.
3. Apa yang dimaksud dengan siklus konversi kas (*cash conversion cycle*)? Jelaskan komponen-komponennya dan bagaimana hal tersebut mencerminkan efisiensi modal kerja perusahaan.
4. Bandingkan berbagai strategi pendanaan modal kerja jangka pendek dan jangka panjang. Dalam kondisi seperti apa masing-masing strategi lebih tepat digunakan?
5. Sebutkan dan jelaskan beberapa indikator yang digunakan dalam menilai efektivitas manajemen modal kerja. Bagaimana indikator-indikator tersebut membantu manajemen dalam pengambilan keputusan?

BAB X

RISIKO KEUANGAN DAN MANAJEMEN RISIKO

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan jenis risiko dalam keuangan perusahaan, memahami pengukuran risiko dan *expected return*, memahami diversifikasi dan portofolio efisien, memahami penggunaan derivatif untuk lindungi nilai (*hedging*), memahami *value at risk* (VaR) dan manajemen risiko korporat, serta memahami indikator risiko keuangan dan manajemen risiko. Sehingga pembaca dapat menilai tingkat risiko perusahaan dan menyusun strategi mitigasi yang sesuai guna menjaga stabilitas dan kelangsungan bisnis secara keseluruhan.

Materi Pembelajaran

- Jenis Risiko dalam Keuangan Perusahaan
- Pengukuran Risiko dan *Expected Return*
- Diversifikasi dan Portofolio Efisien
- Penggunaan Derivatif untuk Lindungi Nilai (*Hedging*)
- *Value At Risk* (VaR) dan Manajemen Risiko Korporat
- Indikator Risiko Keuangan dan Manajemen Risiko
- Soal Latihan

A. Jenis Risiko dalam Keuangan Perusahaan

1. Risiko Pasar (*Market Risk*)

Risiko pasar merujuk pada potensi kerugian yang dialami perusahaan akibat perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan, termasuk fluktuasi harga saham, tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang asing, serta harga komoditas. Menurut Fabozzi dan Peterson (2003), risiko pasar merupakan risiko sistemik yang tidak dapat dihindari melalui diversifikasi portofolio. Dalam konteks perusahaan, risiko pasar

dapat memengaruhi nilai aset dan liabilitas, serta menyebabkan ketidakstabilan laba usaha. Salah satu komponen utama dalam risiko pasar adalah risiko suku bunga, yang terjadi ketika terjadi perubahan tingkat bunga yang memengaruhi biaya pinjaman dan pendapatan bunga perusahaan.

Sebagai contoh, perusahaan yang memiliki pinjaman berbunga mengambang akan terkena dampak langsung jika suku bunga naik, sehingga beban keuangan meningkat dan laba bersih menurun. Selain itu, risiko nilai tukar (*currency risk*) sangat signifikan bagi perusahaan multinasional yang memiliki aktivitas ekspor-impor atau memiliki anak perusahaan di luar negeri. Jika nilai tukar domestik terhadap mata uang asing berubah secara signifikan, nilai pendapatan atau kewajiban dalam mata uang asing juga akan berubah dalam laporan keuangan konsolidasi. Menurut Madura (2008), perusahaan harus mempertimbangkan lindung nilai (*hedging*) untuk mengelola eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar melalui kontrak *forward*, opsi mata uang, atau instrumen derivatif lainnya.

Risiko harga saham (*equity risk*) juga merupakan bagian dari risiko pasar yang berdampak pada perusahaan terbuka (*emiten*). Perubahan harga saham dapat memengaruhi persepsi investor, struktur modal, serta strategi pembiayaan perusahaan. Brigham dan Ehrhardt (2014) menyatakan bahwa perusahaan dengan harga saham yang sangat fluktuatif biasanya dipandang memiliki risiko bisnis tinggi, yang dapat memengaruhi kemampuan dalam mengakses pembiayaan eksternal dengan biaya yang efisien. Ketidakstabilan harga saham juga berdampak pada kinerja manajerial jika kompensasi manajemen dikaitkan dengan performa saham perusahaan. Dengan demikian, risiko pasar adalah dimensi risiko keuangan yang luas, kompleks, dan menuntut pendekatan pengelolaan risiko yang strategis. Penggunaan teknik pengukuran seperti *Value at Risk* (VaR), stress testing, dan analisis sensitivitas menjadi krusial untuk memahami seberapa besar potensi kerugian akibat perubahan pasar. (Fabozzi & Peterson, 2003; Madura, 2008; Brigham & Ehrhardt, 2014)

2. Risiko Kredit (*Credit Risk*)

Risiko kredit adalah risiko yang timbul akibat kegagalan pihak lawan (*counterparty*) untuk memenuhi kewajiban pembayaran sesuai dengan kesepakatan. Risiko ini sangat relevan dalam kegiatan keuangan

yang melibatkan transaksi kredit, pinjaman, piutang usaha, serta penerbitan surat utang. Dalam dunia keuangan korporasi, risiko kredit menjadi sangat penting karena berdampak langsung pada arus kas dan solvabilitas perusahaan. Menurut Saunders dan Allen (2010), risiko kredit memiliki dua dimensi utama: risiko gagal bayar (*default risk*) dan risiko penurunan peringkat kredit (*downgrade risk*). Risiko gagal bayar terjadi ketika debitur tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya, baik pembayaran bunga maupun pokok pinjaman. Sementara itu, penurunan peringkat kredit dapat menyebabkan peningkatan biaya pinjaman, penurunan harga obligasi perusahaan, serta memburuknya persepsi pasar terhadap kelayakan finansial perusahaan.

Perusahaan harus mengelola risiko kredit bukan hanya sebagai kreditor, tetapi juga sebagai debitur. Ketika perusahaan memberikan kredit kepada pelanggan dalam bentuk piutang usaha, harus mengevaluasi risiko gagal bayar dari pelanggan tersebut. Pengelolaan risiko kredit ini biasanya dilakukan melalui analisis kredit, pembatasan plafon kredit, penggunaan agunan (*collateral*), serta asuransi kredit. Dalam perspektif perusahaan penerbit obligasi, peringkat kredit yang diberikan oleh lembaga pemeringkat (seperti S&P, Moody's, dan Fitch) menjadi indikator utama dalam penilaian risiko oleh investor. Menurut Gitman dan Zutter (2012), penurunan peringkat dapat menyebabkan penurunan harga obligasi yang beredar, peningkatan yield, dan potensi kesulitan dalam mengakses dana baru di pasar modal.

Untuk mengukur dan mengelola risiko kredit, perusahaan menggunakan berbagai metode seperti credit scoring models, analisis probabilitas default, dan simulasi berbasis distribusi kemungkinan. Dalam praktik perbankan dan keuangan, penggunaan *Credit Value at Risk* (CVaR) menjadi metode lanjutan yang menggabungkan statistik risiko pasar dan kredit untuk memberikan gambaran kuantitatif yang lebih komprehensif. (Saunders & Allen, 2010; Gitman & Zutter, 2012)

3. Risiko Likuiditas dan Operasional

Risiko likuiditas muncul ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya karena kurangnya dana tunai atau aset yang cepat dapat diuangkan. Brigham dan Houston (2011) menjelaskan bahwa risiko likuiditas tidak hanya terbatas pada kekurangan kas, tetapi juga ketidakmampuan perusahaan untuk mengonversi aset menjadi kas tanpa mengalami kerugian nilai yang

signifikan. Likuiditas sangat penting dalam pengelolaan modal kerja dan menjaga reputasi keuangan perusahaan.

Perusahaan yang mengalami krisis likuiditas mungkin terpaksa menjual aset dengan harga rendah, menunda pembayaran kepada pemasok, atau bahkan gagal membayar kewajiban yang jatuh tempo. Hal ini dapat menyebabkan krisis kepercayaan dari kreditur dan investor, dan dalam kasus ekstrem, dapat menyebabkan kebangkrutan. Untuk itu, pengelolaan likuiditas dilakukan dengan merencanakan arus kas secara cermat, memelihara saldo kas minimum, serta memiliki fasilitas pinjaman jangka pendek sebagai cadangan darurat. Selain itu, risiko operasional adalah risiko yang timbul dari kegagalan sistem, proses, atau sumber daya manusia di dalam organisasi. Menurut Hull (2015), risiko operasional dapat berupa kesalahan prosedural, fraud, gangguan teknologi informasi, atau bencana alam yang menghambat operasi bisnis. Meskipun risiko ini sering dianggap non-finansial, dampaknya terhadap kondisi keuangan perusahaan dapat sangat besar, baik dari sisi kerugian langsung maupun biaya pemulihan.

Contoh nyata dari risiko operasional adalah terjadinya pelanggaran data (*data breach*) yang menyebabkan denda hukum, penurunan kepercayaan pelanggan, serta turunnya harga saham perusahaan. Dalam industri jasa keuangan, risiko operasional menjadi sangat kritis, sehingga banyak regulator mensyaratkan penerapan manajemen risiko operasional yang ketat, termasuk stress testing dan business continuity planning. Pengelolaan risiko operasional membutuhkan pendekatan multidisiplin, termasuk audit internal, pelatihan karyawan, sistem pengawasan otomatis, serta kebijakan dan prosedur yang konsisten. Menurut COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*), sistem pengendalian internal yang efektif dapat mengurangi eksposur terhadap risiko operasional secara signifikan.

Sebagai bagian dari *Enterprise Risk Management* (ERM), risiko likuiditas dan operasional kini dipandang secara strategis bersama dengan risiko pasar dan kredit. Integrasi ini memungkinkan perusahaan untuk mengembangkan sistem pemantauan risiko yang komprehensif, tanggap terhadap dinamika pasar, dan adaptif terhadap perubahan regulasi maupun kondisi eksternal. (Brigham & Houston, 2011; Hull, 2015; COSO, 2004)

B. Pengukuran Risiko dan *Expected Return*

1. Konsep Risiko dan *Return* dalam Teori Keuangan

Di dunia keuangan, risiko dan *return* adalah dua konsep inti yang selalu dibahas secara bersamaan. *Return* menggambarkan tingkat keuntungan yang diperoleh dari suatu investasi, sementara risiko mencerminkan kemungkinan ketidakpastian terhadap tingkat *return* tersebut. Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2014), investor yang rasional selalu menghadapi *trade-off* antara *return* dan risiko: semakin tinggi potensi *return* dari suatu investasi, maka semakin tinggi pula tingkat risiko yang harus dihadapi. Secara matematis, *return* biasanya dihitung berdasarkan perubahan nilai aset atau investasi dari waktu ke waktu, yang dapat berbentuk *capital gain/loss* dan/atau arus kas (dividen, bunga). *Return* riil mempertimbangkan efek inflasi terhadap pengembalian nominal. Dalam konteks keuangan perusahaan, *return* juga dapat diukur dalam bentuk *Return on Equity* (ROE), *Return on Assets* (ROA), atau *Internal Rate of Return* (IRR) pada suatu proyek investasi.

Risiko dalam teori keuangan modern dijabarkan sebagai variabilitas atau deviasi dari *return* yang diharapkan. Semakin besar fluktuasi dari *return* aktual terhadap *return* ekspektasi, maka semakin tinggi risiko yang dikandung. Menurut Sharpe, Alexander, dan Bailey (1999), risiko dibedakan menjadi dua kategori besar: risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis merupakan risiko pasar yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi portofolio, seperti inflasi, suku bunga, atau gejolak ekonomi makro. Sedangkan risiko tidak sistematis berkaitan dengan karakteristik khusus suatu perusahaan atau industri dan dapat diminimalkan dengan diversifikasi.

Konsep hubungan antara risiko dan *return* dijelaskan secara luas melalui *Capital Market Line* (CML) dan *Security Market Line* (SML) dalam teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). CAPM menyatakan bahwa *expected return* dari suatu aset tergantung pada beta aset tersebut, yaitu ukuran risiko sistematis relatif terhadap pasar. Semakin besar beta suatu saham, semakin tinggi *return* yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi atas risiko yang diambil. Dengan pemahaman ini, manajer keuangan tidak hanya berfokus pada maksimalisasi *return*, tetapi juga perlu memahami dan mengukur tingkat risiko yang melekat

pada berbagai keputusan investasi, baik dalam konteks investasi proyek maupun dalam penyusunan portofolio keuangan perusahaan. (Bodie, Kane & Marcus, 2014; Sharpe, Alexander & Bailey, 1999)

2. Metode Kuantitatif Pengukuran Risiko: Varians, Deviasi Standar, dan Beta

Untuk mengukur risiko secara kuantitatif, beberapa indikator statistik digunakan secara luas dalam teori dan praktik keuangan. Dua metode dasar yang paling umum digunakan adalah varian (*variance*) dan deviasi standar (*standard deviation*). Menurut Van Horne dan Wachowicz (2009), varian adalah ukuran penyebaran kuadrat dari *return* terhadap nilai ekspektasinya, sedangkan deviasi standar adalah akar kuadrat dari varian dan memberikan ukuran risiko dalam satuan yang sama dengan *return*. Deviasi standar digunakan untuk menggambarkan fluktuasi *return* suatu investasi. Semakin besar deviasi standar suatu aset, semakin besar ketidakpastian *return*-nya, yang artinya semakin tinggi risiko yang ditanggung investor. Penggunaan deviasi standar sangat umum dalam analisis investasi individual maupun portofolio. Dalam portofolio, risiko keseluruhan tidak hanya tergantung pada risiko individu aset, tetapi juga pada korelasi antar aset. Diversifikasi portofolio dapat mengurangi risiko total jika aset-aset dalam portofolio tidak berkorelasi sempurna satu sama lain.

Pada konteks manajemen risiko perusahaan, terutama untuk saham dan sekuritas lainnya, koefisien beta (β) adalah ukuran risiko sistematis yang digunakan dalam CAPM. Beta menunjukkan sensitivitas *return* suatu aset terhadap *return* pasar. Jika beta lebih dari 1, maka aset tersebut lebih volatil dibandingkan pasar. Sebaliknya, jika beta kurang dari 1, maka aset lebih stabil dibandingkan pasar. Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2012), beta diperoleh dari regresi antara *return* saham dengan *return* pasar, dan sangat berguna dalam memperkirakan *expected return* dalam pengambilan keputusan investasi.

Analisis *Value at Risk* (VaR) juga menjadi metode kuantitatif modern yang digunakan untuk memperkirakan potensi kerugian maksimum dalam suatu periode tertentu dengan tingkat kepercayaan tertentu. Metode ini banyak digunakan dalam manajemen risiko keuangan perusahaan dan oleh lembaga keuangan besar untuk mengukur eksposur risiko portofolio. Dengan demikian, penggunaan metode kuantitatif seperti deviasi standar, beta, dan VaR sangat penting dalam

kerangka pengambilan keputusan investasi. Setiap metode memiliki kelebihan dan keterbatasannya sendiri dan harus digunakan sesuai dengan konteks analisis yang dihadapi. (Van Horne & Wachowicz, 2009; Ross, Westerfield & Jordan, 2012)

3. Pengukuran *Expected Return* dan Aplikasinya dalam Keputusan Investasi

Expected return atau tingkat pengembalian yang diharapkan merupakan proyeksi dari rata-rata *return* yang mungkin diperoleh dari suatu investasi berdasarkan probabilitas masing-masing outcome. *Expected return* menjadi dasar dalam perencanaan dan evaluasi keputusan investasi. Menurut Elton, Gruber, Brown, dan Goetzmann (2014), *expected return* dihitung dengan rumus:

$$E(R) = \sum [R_i \times P_i]$$

di mana:

- $E(R)$ adalah *expected return*
- R_i adalah return yang mungkin terjadi
- P_i adalah probabilitas dari masing-masing i tersebut.

Expected return sangat penting dalam menilai kelayakan suatu investasi, terutama jika dibandingkan dengan biaya modal atau *required Rate of Return*. Jika *expected return* lebih besar dari biaya modal, maka investasi dianggap layak secara finansial.

Pada konteks portofolio, *expected return* dari portofolio adalah rata-rata tertimbang dari *expected return* masing-masing aset yang membentuk portofolio. Ini membantu manajer investasi untuk menyesuaikan komposisi portofolio guna mencapai target *return* tertentu dengan tingkat risiko yang dapat diterima. Selain itu, *expected return* juga menjadi variabel kunci dalam model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), di mana *expected return* suatu aset ditentukan oleh:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

di mana:

- $E(R_i)$ adalah *expected return* dari aset i
- R_f adalah *risk-free rate*
- β_i adalah beta dari aset i
- $(E(R_m) - R_f)$ adalah risk premium pasar

Model ini membantu dalam menentukan apakah suatu aset dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah di pasar. Jika *expected return* berdasarkan

CAPM lebih tinggi daripada *return* aktual, maka aset tersebut dianggap *undervalued* dan layak untuk diinvestasikan.

Pada manajemen keuangan perusahaan, *expected return* juga digunakan dalam perhitungan *Net Present Value* (NPV) dan *Internal Rate of Return* (IRR) dari proyek-proyek investasi. Dalam hal ini, *expected return* mencerminkan tingkat diskonto yang digunakan untuk menilai nilai sekarang dari arus kas masa depan. Menurut Brealey, Myers, dan Allen (2011), penggunaan *expected return* yang tepat sangat krusial agar perusahaan tidak salah dalam mengevaluasi proyek-proyek jangka panjang.

Pendekatan *risk-adjusted return*, seperti *Sharpe Ratio* dan *Treynor Ratio*, juga digunakan untuk menggabungkan *expected return* dengan pengukuran risiko, memberikan gambaran yang lebih holistik tentang kinerja investasi. *Sharpe Ratio*, misalnya, mengukur kelebihan *return* per unit risiko total (deviasi standar), sedangkan *Treynor Ratio* mengukur kelebihan *return* per unit risiko sistematis (beta). Dengan demikian, *expected return* bukan hanya alat evaluasi investasi, melainkan juga instrumen perencanaan keuangan yang membantu perusahaan dan investor mengalokasikan sumber daya secara efisien. Penggunaan metode-metode ini memungkinkan pengambilan keputusan berbasis data dan analisis yang lebih akurat. (Elton *et al.*, 2014; Brealey, Myers & Allen, 2011)

C. Diversifikasi dan Portofolio Efisien

1. Konsep Dasar Diversifikasi dalam Teori Portofolio

Diversifikasi adalah prinsip fundamental dalam teori portofolio modern yang bertujuan mengurangi risiko total suatu portofolio dengan cara mengombinasikan berbagai jenis aset keuangan yang tidak sepenuhnya berkorelasi satu sama lain. Menurut Markowitz (1952), yang merupakan pelopor teori portofolio modern, diversifikasi mampu menurunkan risiko total portofolio karena variabilitas *return* dari masing-masing aset akan saling menetralkan satu sama lain jika aset-aset tersebut memiliki korelasi rendah atau bahkan negatif.

Pada karya klasiknya, *Portfolio Selection*, Markowitz menyatakan bahwa investor seharusnya tidak hanya melihat *return* dan risiko masing-masing aset secara individual, melainkan harus mempertimbangkan kontribusi masing-masing aset terhadap *return* dan

risiko total portofolio. Ini menjadi dasar perhitungan *expected return* portofolio sebagai rata-rata tertimbang *return* aset-aset penyusun, serta perhitungan varians portofolio yang tidak hanya tergantung pada varians individu tetapi juga pada kovarians antar aset.

Diversifikasi bisa dibagi menjadi dua kategori utama: diversifikasi internal (*within-asset class*), yaitu penggabungan beberapa saham, obligasi, atau aset lain dalam satu kelas; dan diversifikasi eksternal (*across-asset classes*), yaitu penggabungan berbagai kelas aset seperti saham, obligasi, properti, atau komoditas untuk menurunkan risiko total. Bodie, Kane, dan Marcus (2014) menekankan pentingnya korelasi sebagai faktor utama dalam efektivitas diversifikasi. Korelasi antar aset dinyatakan dalam koefisien antara -1 hingga +1. Diversifikasi paling efektif dicapai saat aset memiliki korelasi negatif, yang artinya ketika satu aset mengalami kerugian, aset lainnya cenderung memperoleh keuntungan. Dalam praktiknya, korelasi sempurna negatif sangat jarang, tetapi korelasi yang rendah saja sudah cukup untuk menciptakan manfaat diversifikasi. Oleh karena itu, dalam strategi manajemen risiko keuangan, diversifikasi menjadi alat utama untuk mengelola risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko ini berkaitan dengan faktor-faktor internal perusahaan seperti kegagalan manajemen, permasalahan operasional, atau kebijakan keuangan yang buruk. Risiko ini bisa dihilangkan atau diminimalkan melalui diversifikasi. Sebaliknya, risiko sistematis (*systematic risk*) yang dipengaruhi oleh faktor makro ekonomi tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi.

Secara praktis, diversifikasi menjadi strategi kunci bagi manajer investasi institusional maupun individu dalam membentuk portofolio yang seimbang. Dengan mempertimbangkan *return* yang diharapkan dan korelasi antar aset, investor dapat mengurangi risiko tanpa harus mengorbankan *return* secara signifikan. Prinsip ini menjadi landasan awal bagi pengembangan model portofolio efisien. (Markowitz, 1952; Bodie, Kane, & Marcus, 2014)

2. Portofolio Efisien dan Frontier Efisien

Konsep portofolio efisien adalah fondasi dari teori portofolio modern yang dikembangkan oleh Harry Markowitz. Portofolio efisien mengacu pada kumpulan portofolio yang memberikan *return* maksimum untuk tingkat risiko tertentu atau risiko minimum untuk tingkat *return*

tertentu. Kumpulan dari portofolio-portofolio ini membentuk Efficient Frontier, yaitu kurva yang menggambarkan portofolio-portofolio optimal dalam ruang risiko-*return*.

Menurut Elton, Gruber, Brown, dan Goetzmann (2014), investor rasional hanya akan memilih portofolio yang berada pada garis *efficient frontier* karena semua portofolio di bawah garis tersebut menghasilkan *return* yang lebih rendah dengan tingkat risiko yang sama, atau memiliki risiko yang lebih tinggi dengan *return* yang sama.

Pembangunan portofolio efisien didasarkan pada:

- a. *Return* ekspektasi dari masing-masing aset
- b. Varians dan deviasi standar dari *return* masing-masing aset
- c. Korelasi antar *return* aset (melalui kovarians)

Dengan menghitung kombinasi optimal dari aset-aset yang tersedia, investor dapat menentukan bobot alokasi yang memaksimalkan fungsi utilitas. Fungsi utilitas ini mencerminkan preferensi investor terhadap risiko dan *return*. Masih menurut Elton *et al.* (2014), pada kondisi pasar yang bebas risiko, investor dapat meminjam atau meminjamkan dana pada tingkat bunga bebas risiko (*risk-free rate*). Hal ini melahirkan konsep *Capital Market Line* (CML), yang merupakan garis yang menyentuh titik tertinggi pada *efficient frontier* dan melintasi titik *risk-free rate*. Titik pertemuan ini disebut *tangency point*, dan portofolio pada titik ini disebut *market portfolio*. Seluruh portofolio optimal investor terletak di sepanjang CML, tergantung pada toleransi risiko masing-masing. Selain itu, dalam dunia nyata, ada kendala-kendala seperti biaya transaksi, pajak, dan batasan regulasi yang membuat perumusan portofolio efisien menjadi lebih kompleks. Namun demikian, prinsip dasar teori ini tetap menjadi kerangka kerja yang digunakan secara luas, terutama dalam perencanaan investasi institusional seperti dana pensiun, dana abadi universitas, atau reksa dana.

Penerapan portofolio efisien juga diperluas dalam konteks *Asset allocation Strategy*, yaitu strategi pengalokasian aset ke berbagai kelas (seperti saham, obligasi, properti, dan kas) dengan tujuan memaksimalkan *expected return* dengan risiko minimal. Hal ini menunjukkan bahwa portofolio efisien tidak hanya digunakan dalam pemilihan saham, tetapi juga dalam pengelolaan keuangan strategis secara keseluruhan. (Elton *et al.*, 2014)

3. Diversifikasi Internasional dan Implikasi Global Terhadap Portofolio Efisien

Diversifikasi tidak terbatas pada satu negara atau satu pasar. Dalam dunia keuangan modern yang bersifat global, diversifikasi internasional menjadi strategi penting yang memungkinkan investor memperoleh manfaat tambahan dari perbedaan dinamika ekonomi, politik, dan pasar antara berbagai negara. Menurut Solnik dan McLeavey (2009), diversifikasi internasional memungkinkan investor mengurangi risiko portofolio tanpa harus mengorbankan return, karena pasar modal antar negara sering kali tidak memiliki korelasi sempurna.

Pada jangka panjang, *return* pasar di berbagai negara cenderung dipengaruhi oleh faktor-faktor lokal seperti kebijakan fiskal, moneter, kondisi makroekonomi, dan stabilitas politik. Hal ini menciptakan peluang bagi investor global untuk mendiversifikasi risiko spesifik negara dengan mengalokasikan dana ke berbagai kawasan, seperti Amerika Utara, Eropa, Asia Pasifik, atau pasar berkembang (*emerging markets*). Namun, diversifikasi internasional juga membawa tantangan tersendiri, seperti risiko nilai tukar (*currency risk*), risiko politik, serta risiko likuiditas. Perubahan nilai tukar dapat menambah ketidakpastian terhadap *return* yang diterima dalam mata uang domestik. Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2014), untuk mengelola risiko ini, investor institusional sering menggunakan derivatif seperti kontrak *forward* atau opsi mata uang sebagai alat lindung nilai (*hedging*).

Diversifikasi internasional juga berkontribusi terhadap pembentukan portofolio global efisien. Menurut studi empiris oleh Grubel (1968), penambahan saham internasional ke dalam portofolio domestik dapat secara signifikan meningkatkan rasio *return* terhadap risiko. Penelitian lanjutan mendukung temuan ini, menunjukkan bahwa portofolio internasional yang terdiversifikasi cenderung lebih tahan terhadap guncangan ekonomi satu negara tertentu. Dalam praktiknya, perusahaan multinasional juga menggunakan prinsip diversifikasi internasional dalam pengelolaan keuangannya. Misalnya, perusahaan dapat mengelola kas dalam berbagai mata uang, menginvestasikan dana di berbagai pasar, serta memanfaatkan perbedaan tingkat suku bunga dan inflasi antar negara untuk mengoptimalkan biaya modal.

D. Penggunaan Derivatif untuk Lindungi Nilai (*Hedging*)

1. Pengertian dan Jenis Derivatif dalam Lindung Nilai

Derivatif adalah instrumen keuangan yang nilainya bergantung pada atau berasal dari nilai aset pokok (*underlying asset*), seperti saham, obligasi, komoditas, suku bunga, mata uang, atau indeks pasar. Menurut Hull (2015), derivatif digunakan dalam dua konteks utama: spekulasi dan lindung nilai (*hedging*). Dalam konteks manajemen risiko keuangan, derivatif berfungsi untuk melindungi nilai dari paparan risiko pasar yang tidak diinginkan. Terdapat beberapa jenis utama derivatif yang digunakan dalam kegiatan lindung nilai:

- a. *Forward Contracts*: kontrak non-standar antara dua pihak untuk membeli atau menjual aset di masa depan pada harga yang disepakati saat ini. Kontrak ini biasanya digunakan oleh perusahaan yang memiliki eksposur terhadap harga komoditas atau valuta asing. Menurut Kolb dan Overdahl (2010), *forward contract* banyak digunakan oleh eksportir dan importir untuk mengunci nilai tukar.
- b. *Futures Contracts*: mirip dengan *forward contract*, tetapi diperdagangkan di bursa dan memiliki standarisasi tertentu seperti ukuran kontrak, tanggal jatuh tempo, dan proses margin. Hull (2015) menekankan bahwa futures lebih likuid dan lebih aman dari sisi kredit karena ditangani oleh lembaga kliring.
- c. *Options Contracts*: memberikan hak (namun bukan kewajiban) kepada pemegangnya untuk membeli (*call option*) atau menjual (*put option*) suatu aset pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. Menurut Black dan Scholes (1973), opsi memungkinkan perusahaan melindungi diri dari pergerakan harga ekstrem sambil tetap mendapatkan keuntungan jika pasar bergerak menguntungkan.
- d. *Swaps*: kontrak di mana dua pihak sepakat untuk menukar aliran kas masa depan berdasarkan perjanjian yang telah disepakati, misalnya swap suku bunga dan swap mata uang. Menurut Fabozzi (2006), interest rate swap banyak digunakan oleh perusahaan untuk mengelola risiko suku bunga mengambang (*floating rate*).

Penerapan derivatif untuk *hedging* dapat mengurangi fluktuasi pendapatan, nilai aset, atau biaya dana perusahaan. Contohnya,

perusahaan multinasional dapat menggunakan kontrak *forward* untuk mengunci nilai tukar agar tidak terkena dampak negatif dari depresiasi mata uang asing terhadap mata uang domestik. Strategi ini bertujuan menciptakan kepastian arus kas dan kestabilan harga pokok penjualan maupun biaya operasional. Secara konseptual, penggunaan derivatif untuk lindung nilai berakar pada teori manajemen risiko keuangan, yang menyatakan bahwa perusahaan harus mengurangi variabilitas dalam arus kas masa depan untuk melindungi nilai pemegang saham (Smith & Stulz, 1985). *Hedging* bukan untuk mencari keuntungan tambahan, melainkan untuk menghindari kerugian besar yang dapat mengganggu stabilitas keuangan perusahaan.

2. Strategi dan Teknik *Hedging* Menggunakan Derivatif

Pada praktiknya, terdapat berbagai strategi dan teknik *hedging* yang dapat diterapkan menggunakan derivatif, tergantung pada jenis risiko yang dihadapi perusahaan dan instrumen derivatif yang tersedia. Berikut beberapa pendekatan umum:

a. *Hedging* Eksposur Valuta Asing

Perusahaan multinasional sangat rentan terhadap fluktuasi nilai tukar, baik dari sisi penerimaan penjualan ekspor maupun pengeluaran untuk impor bahan baku. Untuk mengelola eksposur ini, perusahaan dapat menggunakan *forward contracts* untuk mengunci nilai tukar tertentu. Sebagai contoh, menurut Madura (2012), perusahaan yang akan menerima pembayaran dalam mata uang asing dalam tiga bulan dapat mengadakan kontrak *forward* untuk menjual mata uang asing tersebut dengan kurs tetap. Hal ini menghindarkan perusahaan dari risiko depresiasi mata uang asing terhadap mata uang domestik. Selain *forward*, *currency options* juga digunakan untuk melindungi nilai tukar. Berbeda dengan *forward*, *currency option* memberikan fleksibilitas untuk tidak mengeksekusi kontrak jika pasar bergerak menguntungkan. Menurut Eun dan Resnick (2014), strategi ini cocok untuk perusahaan yang ingin melindungi *downside risk* sambil tetap dapat menikmati *upside potential*.

b. *Hedging* Risiko Suku Bunga

Perusahaan dengan pinjaman berbunga mengambang menghadapi risiko kenaikan suku bunga pasar yang dapat meningkatkan beban bunga. Untuk mengelola risiko ini,

perusahaan dapat menggunakan interest rate swaps untuk menukar suku bunga mengambang dengan suku bunga tetap. Menurut Fabozzi (2006), *interest rate swaps* adalah salah satu bentuk lindung nilai yang paling umum di sektor keuangan. Perusahaan juga dapat menggunakan futures suku bunga untuk mengunci tingkat bunga pada masa depan atau membeli interest rate cap untuk membatasi kenaikan suku bunga.

c. *Hedging* Harga Komoditas

Perusahaan manufaktur atau transportasi sangat terpengaruh oleh fluktuasi harga komoditas seperti minyak, logam, atau gandum. Untuk mengatasi hal ini, futures dan options komoditas digunakan sebagai alat *hedging*. Contoh nyata adalah maskapai penerbangan yang menggunakan kontrak futures minyak untuk mengunci harga bahan bakar. Menurut Culp (2001), teknik ini sangat penting dalam industri dengan margin tipis di mana perubahan harga input dapat secara drastis mempengaruhi profitabilitas.

d. *Cross Hedging* dan *Basis Risk*

Pada beberapa kasus, aset yang ingin dilindungi tidak memiliki pasar derivatif langsung. Dalam situasi ini, digunakan *cross hedging*, yaitu penggunaan derivatif dari aset yang memiliki korelasi tinggi dengan aset utama. Namun, *cross hedging* memiliki risiko tambahan yang disebut basis risk, yaitu risiko bahwa pergerakan harga derivatif dan aset tidak bergerak sempurna bersamaan. Menurut Hull (2015), basis risk dapat menyebabkan hasil lindung nilai menjadi tidak sempurna. Oleh karena itu, evaluasi statistik terhadap korelasi historis antar aset sangat penting sebelum melakukan *cross hedging*. Teknik *hedging* lain yang kompleks melibatkan kombinasi beberapa derivatif untuk membentuk strategi seperti collars, straddles, atau spread. Strategi ini banyak digunakan oleh manajer keuangan profesional dan hedge fund.

3. Evaluasi Efektivitas *Hedging* dan Implikasi Akuntansi

Efektivitas *hedging* adalah ukuran sejauh mana strategi lindung nilai berhasil mengurangi eksposur risiko dan variabilitas arus kas. Evaluasi ini penting karena tidak semua strategi *hedging* memberikan hasil yang diinginkan, dan kadang-kadang dapat menambah

kompleksitas atau biaya tanpa memberikan manfaat nyata. Menurut *Financial Accounting Standards Board* (FASB), efektivitas *hedging* dapat diklasifikasikan sebagai:

- a. *Highly Effective* jika perubahan nilai wajar instrumen lindung nilai hampir seluruhnya menutupi perubahan nilai item yang dilindungi.
- b. *Ineffective* jika perbedaan nilai signifikan dan berulang.

Untuk tujuan pelaporan keuangan, akuntansi derivatif tunduk pada ketentuan SFAS No. 133 (sekarang ASC 815), yang mensyaratkan bahwa derivatif harus diukur pada nilai wajar, dan perubahan nilai tersebut harus dicatat dalam laporan laba rugi kecuali memenuhi syarat untuk akuntansi lindung nilai. Menurut Brigham dan Daves (2013), terdapat dua jenis utama *hedging* untuk akuntansi:

- a. *Cash Flow Hedge*: melindungi eksposur terhadap variabilitas arus kas masa depan, contohnya pembayaran bunga mengambang atau pembelian dalam mata uang asing.
- b. *Fair Value Hedge*: melindungi nilai tercatat suatu aset atau liabilitas yang berisiko terpengaruh oleh perubahan harga pasar, seperti surat utang dengan bunga tetap.

Evaluasi efektivitas dilakukan secara kuantitatif menggunakan metode regresi, korelasi historis, atau analisis varians. Jika strategi terbukti tidak efektif, maka perusahaan harus menyesuaikan perlakuan akuntansi dan menilai kembali kebijakan *hedging*-nya. Selain itu, efektivitas *hedging* juga bergantung pada faktor-faktor eksternal seperti volatilitas pasar, likuiditas instrumen derivatif, dan kecocokan waktu antara jatuh tempo derivatif dan item lindung nilai. Menurut Berk dan DeMarzo (2020), *hedging* yang buruk dapat menciptakan ilusi keamanan, padahal sebenarnya meningkatkan ketergantungan pada prediksi pasar yang tidak pasti. Implikasi dari ketidakefektifan *hedging* bukan hanya pada arus kas, tetapi juga pada persepsi investor, karena volatilitas laba dan ketidakpastian keuangan cenderung menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus melakukan evaluasi berkelanjutan terhadap strategi derivatif yang digunakan serta melaporkan dengan transparan dalam laporan keuangan tahunan.

1. Pengertian *Value at Risk (VaR)* dan Peranannya dalam Pengukuran Risiko

Value at Risk (VaR) adalah salah satu alat ukur risiko yang paling banyak digunakan dalam dunia keuangan untuk mengukur kemungkinan kerugian maksimum dari suatu portofolio atau posisi keuangan dalam jangka waktu tertentu dengan tingkat kepercayaan tertentu. Menurut Jorion (2007), VaR adalah ukuran statistik yang menjawab pertanyaan: “Berapa banyak kerugian maksimum yang bisa terjadi dalam kondisi normal selama periode waktu tertentu dengan tingkat kepercayaan tertentu?” Sebagai contoh, sebuah perusahaan mungkin mengatakan bahwa VaR-nya selama satu hari adalah \$1 juta pada tingkat kepercayaan 95%. Ini berarti bahwa dalam 95% kasus, kerugian harian tidak akan melebihi \$1 juta. Sebaliknya, ada 5% kemungkinan kerugian akan lebih besar dari jumlah tersebut.

VaR dirancang sebagai alat agregasi risiko, menggabungkan berbagai risiko pasar seperti fluktuasi harga saham, tingkat bunga, nilai tukar mata uang, dan harga komoditas ke dalam satu angka yang mudah dipahami. Menurut Hull (2015), VaR telah menjadi standar industri untuk pengukuran risiko dan dilaporkan secara rutin oleh institusi keuangan kepada regulator dan manajemen puncak. VaR juga memiliki keunggulan utama dalam konsistensi: semua unit bisnis di dalam perusahaan, dari trading desk hingga treasury, dapat menggunakan metode yang sama untuk mengukur dan melaporkan risiko. Menurut Stulz (1996), hal ini memungkinkan manajemen perusahaan untuk melihat potret keseluruhan profil risiko dalam kerangka kerja yang terstandar. Tiga metode utama dalam menghitung VaR, sebagaimana dijelaskan oleh Dowd (2005), meliputi:

- a. Metode *Variance-Covariance (Parametric Method)*: mengasumsikan distribusi normal dari *return* dan menghitung VaR dengan rumus yang melibatkan mean dan standar deviasi. Pendekatan ini cocok untuk portofolio linear seperti obligasi dan saham.
- b. Metode *Historical Simulation*: menggunakan data historis return untuk membangun distribusi empiris dari perubahan nilai portofolio. Metode ini tidak mengasumsikan bentuk distribusi

tertentu dan lebih fleksibel dalam menangkap sifat non-normal dari data keuangan.

- c. Metode *Monte Carlo Simulation*: melibatkan simulasi ribuan skenario perubahan harga berdasarkan asumsi distribusi statistik. Metode ini sangat berguna untuk portofolio kompleks dan non-linear yang melibatkan opsi atau derivatif.

Meskipun efektif sebagai alat ukur, VaR juga memiliki keterbatasan. Menurut Taleb (2007), VaR mengabaikan skenario “ekor” yang ekstrem dan bisa memberikan rasa aman yang salah kepada manajemen, karena kejadian langka yang sangat merugikan seringkali tidak tercakup dalam perhitungan. Oleh karena itu, VaR sebaiknya digunakan sebagai bagian dari sistem manajemen risiko yang lebih luas.

2. Penerapan VaR dalam Manajemen Risiko Korporat

Pada konteks manajemen risiko korporat, VaR digunakan tidak hanya oleh lembaga keuangan tetapi juga oleh perusahaan non-keuangan untuk mengukur dan mengelola eksposur risiko pasar, risiko nilai tukar, serta risiko suku bunga. Penerapan VaR dapat membantu perusahaan dalam menyusun kebijakan lindung nilai, pengalokasian modal, dan penetapan batas risiko (*risk limits*) bagi unit usaha. Menurut Jorion (2007), perusahaan multinasional menggunakan VaR untuk mengevaluasi risiko nilai tukar atas eksposur transaksi dan translasi. Misalnya, perusahaan yang memiliki piutang dalam mata uang asing dapat menghitung VaR untuk mengetahui potensi kerugian nilai tukar yang dapat terjadi dalam 10 hari ke depan. Hasil ini kemudian menjadi dasar apakah perusahaan akan melakukan lindung nilai dengan kontrak *forward* atau opsi.

VaR juga digunakan untuk mengukur risiko portofolio investasi internal perusahaan, termasuk investasi dana pensiun dan aset finansial lainnya. Menurut Crouhy, Galai, dan Mark (2006), VaR memungkinkan manajemen untuk mengevaluasi performa manajer investasi berdasarkan *trade-off* antara *return* dan risiko yang dikelola. Dalam praktiknya, penerapan VaR dalam kerangka manajemen risiko korporat biasanya disertai dengan:

- a. Stress Testing dan Scenario Analysis: untuk mengukur dampak dari peristiwa ekstrem yang tidak tertangkap dalam perhitungan VaR standar, seperti krisis keuangan atau devaluasi besar. Menurut Hull (2015), stress test sangat penting untuk

mengidentifikasi titik lemah (*vulnerability*) dari sistem keuangan perusahaan.

- b. *Backtesting*: proses evaluasi akurasi model VaR dengan membandingkan hasil historis aktual dengan nilai-nilai yang diperkirakan oleh model. Jika terlalu banyak pelanggaran (*violations*) terjadi, maka model dianggap tidak valid.
- c. *Risk-Adjusted Performance Measurement* (RAPM): penggunaan VaR sebagai dasar untuk mengukur kinerja unit bisnis dengan memperhitungkan risiko yang diambil, misalnya menggunakan metrik seperti RAROC (*Risk-Adjusted Return on Capital*).

Pada organisasi besar, VaR digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan strategis dalam alokasi modal dan pembentukan kebijakan risiko. Komite manajemen risiko menggunakan VaR untuk menetapkan batas risiko per lini bisnis, mengawasi kepatuhan terhadap batas-batas tersebut, dan melakukan intervensi bila diperlukan. Menurut Tufano (1996), manajemen risiko terintegrasi yang menggunakan VaR membantu menciptakan struktur organisasi yang bertanggung jawab atas pengelolaan risiko secara menyeluruh.

Sebagai alat komunikasi risiko, VaR menyediakan bahasa bersama bagi manajemen keuangan, direktur, dan investor. Dengan menyampaikan risiko dalam satu angka yang konkret, VaR membantu menciptakan pemahaman yang seragam atas eksposur perusahaan terhadap fluktuasi pasar. Hal ini sesuai dengan temuan Stulz (1996) bahwa VaR meningkatkan transparansi dan akuntabilitas dalam proses pengambilan keputusan perusahaan.

3. Integrasi VaR dalam Kerangka Manajemen Risiko Terpadu (*Enterprise Risk Management/ERM*)

Value at Risk tidak berdiri sendiri dalam praktik manajemen risiko korporat modern, melainkan menjadi bagian dari sistem *Enterprise Risk Management* (ERM) yang mencakup semua jenis risiko yang dihadapi perusahaan, termasuk risiko keuangan, operasional, strategis, dan kepatuhan. Menurut COSO (2004), ERM adalah proses yang dijalankan oleh manajemen dan dewan direksi untuk mengidentifikasi kejadian potensial yang dapat mempengaruhi entitas dan mengelola risiko dalam batas toleransi risiko agar mampu memberikan jaminan yang wajar dalam pencapaian tujuan. Dalam konteks ini, VaR berperan sebagai alat kuantitatif utama dalam

mengukur dan memonitor risiko keuangan yang menjadi salah satu komponen dalam keseluruhan kerangka ERM. Integrasi VaR ke dalam sistem ERM mencakup beberapa aspek berikut:

- a. Pengelolaan Modal Berbasis Risiko (*Risk-Based Capital Allocation*): Menurut Crouhy *et al.* (2006), perusahaan menggunakan hasil perhitungan VaR untuk menentukan besarnya modal yang perlu disiapkan untuk menutup risiko-risiko spesifik, dan untuk menyeimbangkan antara risiko dan profitabilitas. Ini memperkuat daya tahan perusahaan terhadap kerugian keuangan.
- b. Komunikasi Risiko ke Stakeholder Eksternal: Penggunaan VaR dalam laporan keuangan dan laporan tahunan memberikan informasi penting kepada investor dan kreditur mengenai tingkat risiko yang dihadapi dan dikelola perusahaan. Perusahaan publik sering melaporkan sensitivitas nilai portofolio terhadap risiko pasar dalam bentuk VaR.
- c. Manajemen Risiko Operasional dan Strategis: Meskipun VaR awalnya dikembangkan untuk risiko pasar, pendekatan statistiknya mulai diadopsi dalam mengukur risiko lain, seperti risiko kredit dan operasional. Menurut Jorion (2007), model seperti Credit VaR dan Operational VaR dikembangkan untuk memperluas cakupan perhitungan risiko terintegrasi.

Implementasi ERM berbasis VaR membutuhkan dukungan infrastruktur teknologi dan kompetensi sumber daya manusia yang memadai. Perusahaan harus membangun sistem pelaporan risiko harian, membentuk komite risiko lintas departemen, serta melatih personel dalam pemahaman statistik dan pengelolaan risiko keuangan. Menurut Mikes (2009), organisasi yang sukses dalam integrasi VaR ke dalam ERM biasanya adalah organisasi yang tidak hanya berorientasi pada kepatuhan, tetapi juga menggunakan informasi risiko untuk pengambilan keputusan strategis. VaR bukan hanya alat pelaporan, melainkan bagian dari proses pemikiran bisnis (*risk thinking*).

Keterbatasan VaR dalam konteks ERM. VaR tidak menggambarkan potensi kerugian di luar batas kepercayaan yang ditetapkan (*tail risk*), tidak mempertimbangkan risiko sistemik, dan dapat mengarahkan manajemen untuk fokus pada risiko yang terukur dan mengabaikan risiko non-kuantitatif. Oleh karena itu, VaR harus dilengkapi dengan alat lain seperti *Expected Shortfall* (ES), stress testing,

dan qualitative risk assessments. Integrasi VaR ke dalam kerangka ERM yang menyeluruh memberikan dasar yang kuat bagi pengambilan keputusan berbasis risiko dan membangun budaya organisasi yang waspada terhadap ancaman keuangan dan ketidakpastian pasar.

F. Indikator Risiko Keuangan dan Manajemen Risiko

1. Pengertian dan Klasifikasi Indikator Risiko Keuangan

Indikator risiko keuangan merupakan alat ukur yang digunakan untuk mengidentifikasi, menilai, dan mengantisipasi potensi ancaman terhadap stabilitas keuangan perusahaan. Indikator-indikator ini menjadi dasar utama dalam sistem manajemen risiko yang terstruktur dan memungkinkan perusahaan untuk mengelola ketidakpastian secara proaktif. Menurut Crouhy, Galai, dan Mark (2006), indikator risiko keuangan dibagi ke dalam beberapa kategori berdasarkan jenis risiko yang dihadapi oleh perusahaan, antara lain: risiko pasar, risiko kredit, risiko likuiditas, dan risiko operasional. Masing-masing kategori risiko memiliki indikator tersendiri yang mencerminkan besarnya eksposur dan potensi kerugian.

a. Risiko Pasar (*Market Risk*)

Risiko pasar mengacu pada potensi kerugian akibat pergerakan harga pasar yang tidak menguntungkan, termasuk perubahan harga saham, suku bunga, nilai tukar, dan komoditas. Indikator utama risiko pasar antara lain:

- 1) *Volatilitas*: Ukuran standar deviasi dari *return* suatu aset. Menurut Hull (2015), volatilitas yang tinggi menunjukkan ketidakpastian nilai aset yang tinggi, sehingga meningkatkan risiko portofolio.
- 2) *Beta* (β): Mengukur sensitivitas *return* suatu saham terhadap pasar secara keseluruhan. Saham dengan beta lebih dari satu cenderung lebih volatil dibandingkan pasar. Beta digunakan secara luas dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), seperti dijelaskan oleh Sharpe, Alexander, dan Bailey (1999).
- 3) *Value at Risk* (VaR): Seperti dibahas dalam subbab sebelumnya, VaR mengukur kerugian maksimum pada tingkat kepercayaan tertentu.

b. Risiko Kredit (*Credit Risk*)

Menurut Saunders dan Allen (2002), risiko kredit adalah kemungkinan pihak peminjam gagal memenuhi kewajiban pembayaran. Indikator risiko kredit antara lain:

- 1) *Probability of Default* (PD): Estimasi kemungkinan gagal bayar suatu pihak dalam periode tertentu.
- 2) *Loss Given Default* (LGD): Proporsi kerugian yang akan dialami jika debitur gagal bayar.
- 3) *Credit Spread*: Selisih antara yield surat utang korporasi dan surat utang pemerintah, mencerminkan persepsi pasar terhadap risiko kredit.

c. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)

Risiko ini timbul ketika perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Indikator yang sering digunakan antara lain:

- 1) *Current Ratio* dan *Quick Ratio*: Rasio keuangan yang menunjukkan kemampuan membayar kewajiban jangka pendek dengan aset lancar (Brigham dan Houston, 2011).
- 2) *Bid-Ask Spread*: Semakin besar selisih antara harga beli dan harga jual aset, semakin rendah likuiditasnya.
- 3) *Turnover Ratio*: Menggambarkan frekuensi perdagangan suatu aset. Turnover rendah menunjukkan pasar tidak likuid.

d. Risiko Operasional (*Operational Risk*)

Risiko ini berkaitan dengan kegagalan sistem, proses internal, atau faktor eksternal yang tidak dapat dikendalikan. Indikator yang digunakan meliputi:

- e. Jumlah insiden kerugian operasional: Seperti pencurian data, kesalahan pemrosesan transaksi, dan kegagalan sistem teknologi informasi.
- f. *Key Risk Indicators* (KRIs): Menurut Lam (2003), KRIs adalah metrik yang secara proaktif mendeteksi potensi risiko sebelum kejadian terjadi, misalnya peningkatan transaksi manual yang menunjukkan kelemahan sistem.

N dikator-indikator ini tidak berdiri sendiri, tetapi saling melengkapi dalam kerangka manajemen risiko yang komprehensif. Oleh karena itu, perusahaan harus membangun sistem monitoring yang memungkinkan pengamatan indikator secara real time agar pengambilan keputusan bisa dilakukan secara tepat waktu.

2. Penggunaan Indikator Risiko dalam Proses Manajemen Risiko Keuangan

Proses manajemen risiko mencakup serangkaian tahap yang sistematis: identifikasi risiko, pengukuran risiko, pemantauan, dan mitigasi risiko. Dalam setiap tahap, indikator risiko berperan penting sebagai sumber informasi kuantitatif dan kualitatif yang digunakan dalam pengambilan keputusan. Menurut ISO 31000 (2009), proses manajemen risiko berbasis indikator harus mempertimbangkan konteks internal dan eksternal perusahaan, termasuk faktor pasar, ekonomi, sosial, dan teknologi. Indikator digunakan dalam seluruh proses berikut:

a. Identifikasi Risiko

Identifikasi risiko bertujuan mengenali kejadian-kejadian yang berpotensi menyebabkan kerugian. Dalam konteks ini, indikator awal (*leading indicators*) seperti penurunan rating kredit pelanggan, pelebaran credit spread, dan peningkatan volatilitas pasar menjadi alarm awal (*early warning*) atas risiko keuangan. Menurut Lam (2003), organisasi yang efektif akan menempatkan indikator-indikator ini dalam sistem dashboard risiko untuk memfasilitasi pemantauan terus menerus oleh unit manajemen risiko dan manajemen puncak.

b. Pengukuran dan Penilaian Risiko

Tahap ini menggunakan indikator kuantitatif seperti VaR, beta, PD, LGD, dan rasio keuangan. Brigham dan Houston (2011) menekankan bahwa penggunaan indikator yang akurat dalam tahap ini memungkinkan perusahaan untuk menghitung eksposur risiko secara rinci dan menyesuaikan struktur modalnya. Untuk risiko kredit, penggunaan model seperti CreditMetrics atau KMV memungkinkan manajemen untuk mengukur kerugian potensial pada tingkat portofolio. Model ini mengintegrasikan indikator risiko individual menjadi suatu estimasi risiko agregat.

c. Monitoring dan Pelaporan Risiko

Pemantauan risiko secara terus-menerus sangat penting dalam lingkungan keuangan yang dinamis. Indikator risiko, khususnya yang bersifat dinamis seperti volatilitas pasar dan bid-ask spread, harus dipantau dalam frekuensi tinggi (harian hingga real-time) agar tindakan korektif dapat segera dilakukan. Menurut Crouhy *et al.* (2006), perusahaan harus memiliki sistem pelaporan risiko berbasis indikator yang terintegrasi dalam sistem informasi

manajemen (MIS), agar eksekutif dapat membuat keputusan berbasis data.

d. Mitigasi dan Pengendalian Risiko

Indikator digunakan sebagai dasar untuk merancang strategi mitigasi. Sebagai contoh, peningkatan volatilitas mungkin mendorong perusahaan untuk melakukan lindung nilai (*hedging*), atau peningkatan PD pelanggan dapat menyebabkan revisi batas kredit internal. Menurut Stulz (1996), perusahaan dengan sistem indikator risiko yang kuat dapat lebih fleksibel dalam merespons perubahan lingkungan eksternal, karena memiliki sistem pengambilan keputusan berbasis data.

Indikator risiko juga mendukung pembuatan kebijakan batas risiko (*risk limits*) dan pengalokasian modal berdasarkan risiko. Misalnya, unit bisnis dengan VaR lebih tinggi dapat dikenakan biaya modal yang lebih besar atau batas eksposur yang lebih ketat.

3. Implementasi dan Tantangan dalam Penerapan Sistem Indikator Risiko Keuangan

Walaupun indikator risiko memberikan banyak manfaat, implementasinya di dunia nyata menghadapi sejumlah tantangan yang perlu diperhatikan oleh praktisi dan akademisi.

a. Kualitas dan Ketersediaan Data

Menurut Jorion (2007), akurasi indikator sangat tergantung pada ketersediaan data yang valid dan real-time. Di banyak perusahaan, data keuangan sering tersebar di berbagai sistem, tidak terintegrasi, atau bahkan tidak terdokumentasi dengan baik, sehingga menyulitkan perhitungan indikator secara tepat.

b. Kompleksitas Model

Beberapa indikator risiko seperti VaR, Expected Shortfall, atau Credit VaR memerlukan model statistik dan simulasi yang kompleks. Dowd (2005) mencatat bahwa penggunaan model-model ini membutuhkan pemahaman mendalam terhadap asumsi distribusi, korelasi antar aset, serta sensitivitas terhadap parameter input. Kesalahan dalam asumsi dapat menyebabkan estimasi risiko yang keliru, yang berdampak fatal terhadap strategi manajemen risiko. Oleh karena itu, perusahaan perlu memiliki keahlian kuantitatif di tim manajemen risiko.

- c. **Integrasi Antar Fungsi Bisnis**
Sistem indikator risiko yang efektif harus terintegrasi ke seluruh fungsi dalam organisasi. Namun, seperti dicatat oleh Tufano (1996), banyak perusahaan masih memandang manajemen risiko sebagai fungsi departemen tertentu (misalnya keuangan atau audit) tanpa keterlibatan aktif dari lini bisnis. Hal ini menghambat implementasi sistem indikator yang menyeluruh.
- d. **Budaya Risiko Organisasi**
Implementasi sistem indikator risiko sangat dipengaruhi oleh budaya organisasi. Menurut Mikes (2009), perusahaan dengan budaya risiko yang kuat mendorong penggunaan indikator sebagai bagian dari pengambilan keputusan sehari-hari, bukan sekadar pelaporan formalitas. Sebaliknya, di organisasi yang resistif terhadap transparansi risiko, indikator cenderung dimanipulasi atau diabaikan.
- e. **Kesesuaian Indikator terhadap Tujuan Strategis**
Tidak semua indikator relevan bagi setiap perusahaan. Pemilihan indikator harus disesuaikan dengan strategi bisnis dan struktur risiko masing-masing perusahaan. Misalnya, perusahaan berbasis ekspor harus fokus pada indikator nilai tukar dan risiko politik, sementara perusahaan keuangan fokus pada indikator pasar dan kredit.
- f. **Overreliance terhadap Indikator**
Bahaya lain yang diidentifikasi oleh Taleb (2007) adalah kecenderungan manajemen untuk terlalu bergantung pada indikator kuantitatif dan mengabaikan risiko yang tidak dapat diukur (*non-measurable risks*). Indikator hanya mencerminkan risiko historis atau risiko yang dapat dimodelkan, sementara banyak peristiwa ekstrem atau risiko sistemik tidak tercakup. Untuk itu, indikator harus dilengkapi dengan pendekatan kualitatif seperti analisis skenario, pengawasan profesional, dan penilaian intuisi eksekutif.
- g. **Regulasi dan Pengawasan Eksternal**
Penerapan indikator risiko juga dipengaruhi oleh tekanan regulasi. Basel II dan Basel III, misalnya, mewajibkan lembaga keuangan untuk memiliki sistem pengukuran risiko yang mencakup indikator kuantitatif untuk risiko pasar, kredit, dan operasional. Hal ini mendorong standardisasi, namun juga

menambah beban kepatuhan. Menurut Saunders dan Allen (2002), penting untuk menyeimbangkan antara pemenuhan regulasi dan efektivitas bisnis agar sistem indikator tidak menjadi sekadar “*tick-box exercise*”.

G. Soal Latihan

1. Sebutkan dan jelaskan berbagai jenis risiko yang umum dihadapi perusahaan dalam aktivitas keuangan. Bagaimana masing-masing jenis risiko tersebut dapat memengaruhi keberlangsungan bisnis?
2. Apa yang dimaksud dengan *expected return* dalam konteks pengukuran risiko? Jelaskan hubungan antara risiko dan imbal hasil yang diharapkan, serta bagaimana konsep ini digunakan dalam keputusan investasi.
3. Jelaskan bagaimana prinsip diversifikasi digunakan untuk membentuk portofolio yang efisien. Mengapa diversifikasi tidak dapat menghilangkan semua jenis risiko?
4. Uraikan bagaimana instrumen derivatif seperti *futures*, *options*, dan *swaps* digunakan untuk keperluan *hedging* dalam manajemen risiko. Berikan contoh aplikasinya dalam perusahaan.
5. Apa itu *Value at Risk* (VaR) dan bagaimana metode ini digunakan dalam manajemen risiko korporat? Jelaskan kelebihan dan keterbatasan pendekatan VaR dalam mengukur potensi kerugian keuangan.
6. Sebutkan dan jelaskan indikator yang dapat digunakan untuk menilai tingkat risiko keuangan perusahaan. Bagaimana indikator tersebut membantu manajemen dalam merumuskan kebijakan pengendalian risiko?

BAB XI

MANAJEMEN KEUANGAN INTERNASIONAL

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan lingkungan keuangan global dan nilai tukar, memahami risiko valuta asing dan manajemen risiko kurs, memahami sumber pendanaan nasional, memahami investasi lintas negara dan multinasional, memahami *transfer pricing* dan perpajakan internasional, serta memahami indikator manajemen keuangan internasional. Sehingga pembaca dapat menguasai indikator manajemen keuangan internasional, pembaca dapat mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan global serta mengambil keputusan strategis yang adaptif terhadap dinamika pasar internasional.

Materi Pembelajaran

- Lingkungan Keuangan Global dan Nilai Tukar
- Risiko Valuta Asing dan Manajemen Risiko Kurs
- Sumber Pendanaan Nasional
- Investasi Lintas Negara dan Multinasional
- *Transfer Pricing* dan Perpajakan Internasional
- Indikator Manajemen Keuangan Internasional
- Soal Latihan

A. Lingkungan Keuangan Global dan Nilai Tukar

1. Dinamika Lingkungan Keuangan Global

Lingkungan keuangan global mencerminkan kondisi umum yang memengaruhi seluruh aktivitas keuangan lintas negara, termasuk pergerakan modal, kebijakan moneter dan fiskal, serta stabilitas politik dan ekonomi suatu negara. Dalam perspektif manajemen keuangan internasional, pemahaman terhadap lingkungan keuangan global

menjadi landasan utama dalam pengambilan keputusan yang melibatkan pembiayaan, investasi, dan lindung nilai (*hedging*) antarnegara.

Menurut Madura (2015), lingkungan keuangan global terdiri atas dua dimensi utama: eksternal dan internal. Dimensi eksternal meliputi arus modal internasional, kebijakan suku bunga global, harga komoditas internasional, serta kondisi geopolitik. Sementara itu, dimensi internal melibatkan kondisi makroekonomi domestik, termasuk pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kebijakan pemerintah terkait arus modal. Interaksi antara kedua dimensi ini menciptakan ketidakpastian yang menjadi tantangan utama dalam manajemen keuangan internasional.

Perusahaan multinasional harus mampu menavigasi ketidakpastian global dengan strategi keuangan yang adaptif. Seperti dikemukakan oleh Eun dan Resnick (2018), volatilitas pasar global sering kali menyebabkan perubahan mendadak dalam nilai tukar dan biaya modal, sehingga memengaruhi profitabilitas proyek-proyek internasional. Oleh karena itu, pemantauan terus-menerus terhadap indikator-indikator makroekonomi global menjadi krusial dalam mitigasi risiko keuangan internasional.

Krisis keuangan global seperti yang terjadi pada tahun 2008 memperlihatkan dampak dari saling keterkaitan ekonomi dunia. Mishkin (2015) menekankan bahwa interdependensi keuangan global membuat kebijakan moneter suatu negara memiliki efek *spillover* ke negara lain. Misalnya, pelonggaran kuantitatif oleh The Fed dapat menyebabkan arus modal keluar dari negara berkembang dan memengaruhi nilai tukar serta stabilitas keuangan. Selain itu, lingkungan keuangan global juga dipengaruhi oleh institusi keuangan internasional seperti IMF, Bank Dunia, dan WTO. Perannya dalam menjaga stabilitas sistem keuangan global dan membantu negara-negara yang mengalami krisis memberikan fondasi bagi keberlanjutan sistem keuangan internasional. Namun, pengaruhnya juga kerap dikritik karena dianggap mendikte kebijakan ekonomi domestik negara-negara berkembang.

2. Mekanisme Nilai Tukar dan Determinannya

Nilai tukar merupakan harga suatu mata uang terhadap mata uang lain. Fluktuasi nilai tukar berpengaruh langsung terhadap daya saing ekspor, biaya impor, nilai utang luar negeri, dan nilai investasi asing. Menurut Pilbeam (2013), sistem nilai tukar internasional saat ini merupakan kombinasi dari sistem nilai tukar mengambang bebas

(*floating exchange rate*) dan nilai tukar tetap (*fixed exchange rate*) yang digunakan oleh berbagai negara sesuai dengan strategi moneter masing-masing. Terdapat beberapa pendekatan dalam memahami penentuan nilai tukar. Teori paritas daya beli (*Purchasing Power Parity/PPP*) menyatakan bahwa dalam jangka panjang, nilai tukar akan menyesuaikan untuk menyamakan harga barang antarnegara. Teori ini banyak dikemukakan oleh Dornbusch dan Fischer (1980), namun juga mengakui bahwa dalam jangka pendek, nilai tukar bisa menyimpang dari nilai keseimbangannya karena faktor nonfundamental seperti spekulasi pasar dan intervensi pemerintah.

Teori paritas suku bunga (*Interest Rate Parity/IRP*) menyatakan bahwa perbedaan tingkat suku bunga antarnegara akan direfleksikan oleh premi atau diskon dalam nilai tukar *forward*. Brigham dan Daves (2016) menekankan bahwa dalam praktiknya, nilai tukar *forward* sering digunakan sebagai instrumen lindung nilai (*hedging*) untuk melindungi perusahaan dari risiko nilai tukar akibat fluktuasi suku bunga global. Teori pasar aset (*Asset Market Approach*) membahas peran ekspektasi investor global terhadap stabilitas makroekonomi dan politik suatu negara dalam menentukan permintaan terhadap mata uang negara tersebut. Investor akan menempatkan dana pada negara yang dianggap memiliki prospek *return* lebih tinggi, yang berdampak pada apresiasi mata uang negara tersebut.

Faktor-faktor determinan nilai tukar sangat kompleks dan saling terkait. Menurut Shapiro (2014), beberapa determinan utama mencakup tingkat inflasi relatif, tingkat suku bunga riil, neraca perdagangan, intervensi bank sentral, dan stabilitas politik. Misalnya, negara dengan inflasi tinggi cenderung mengalami depresiasi nilai tukar karena penurunan daya beli mata uang domestik. Sebaliknya, suku bunga yang tinggi dapat menarik investasi asing dan menguatkan mata uang. Pentingnya manajemen nilai tukar bagi perusahaan internasional tidak dapat diabaikan. Eksportir dan importir sangat bergantung pada kestabilan nilai tukar untuk menjaga margin keuntungan. Oleh karena itu, strategi *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif seperti *forward contracts*, *futures*, *options*, dan *swaps* menjadi alat penting dalam mengelola risiko nilai tukar.

3. Dampak Nilai Tukar Terhadap Keputusan Keuangan Internasional

Fluktuasi nilai tukar memiliki dampak langsung terhadap berbagai keputusan keuangan internasional, mulai dari investasi asing langsung, pembiayaan proyek internasional, hingga penilaian kinerja perusahaan multinasional. Menurut Hill dan Hult (2019), nilai tukar yang tidak stabil dapat mengganggu arus kas perusahaan dan merugikan nilai investasi dalam mata uang asing. Salah satu dampak utama adalah pada risiko transaksi (*transaction exposure*), yaitu risiko bahwa nilai tukar akan berubah antara waktu transaksi dilakukan dan saat pembayaran aktual terjadi. Hal ini sering kali terjadi dalam perdagangan internasional, di mana penjualan atau pembelian dalam mata uang asing belum direalisasikan. Perusahaan harus menggunakan strategi lindung nilai untuk melindungi diri dari kerugian akibat perubahan nilai tukar.

Terdapat risiko translasi (*translation exposure*) yang berkaitan dengan laporan keuangan konsolidasi perusahaan multinasional. Ketika anak perusahaan asing melaporkan kinerjanya dalam mata uang lokal, hasil tersebut harus dikonversi ke mata uang induk perusahaan. Menurut Eun dan Resnick (2018), perubahan nilai tukar dapat menyebabkan distorsi pada laporan keuangan dan menimbulkan persepsi kinerja yang keliru di mata investor. Tidak kalah penting adalah risiko ekonomi (*economic exposure*), yaitu dampak jangka panjang nilai tukar terhadap daya saing dan nilai pasar perusahaan. Perusahaan yang sangat bergantung pada ekspor, misalnya, akan terdampak negatif jika mata uang domestik menguat karena harga produk menjadi lebih mahal di pasar internasional. Sebaliknya, depresiasi mata uang domestik dapat meningkatkan daya saing produk ekspor.

Untuk mengelola risiko tersebut, perusahaan perlu menyusun kebijakan nilai tukar yang komprehensif. Shapiro (2014) menyarankan pendekatan manajemen risiko terpadu yang mengombinasikan analisis sensitivitas nilai tukar, simulasi skenario keuangan, dan strategi *hedging*. Selain itu, perusahaan juga dapat melakukan diversifikasi pasar dan produksi sebagai strategi jangka panjang untuk mengurangi ketergantungan pada satu mata uang tertentu. Dari perspektif investasi, nilai tukar memengaruhi keputusan penempatan dana di luar negeri. Investor global harus mempertimbangkan potensi apresiasi atau depresiasi mata uang saat melakukan investasi asing langsung maupun pembelian surat berharga internasional. Sebuah investasi yang terlihat

menguntungkan secara nominal dapat berubah menjadi rugi ketika dikonversi kembali ke mata uang domestik jika terjadi depresiasi mata uang negara tujuan investasi.

B. Risiko Valuta Asing dan Manajemen Risiko Kurs

1. Jenis-Jenis Risiko Valuta Asing

Risiko valuta asing (*foreign exchange risk*) adalah risiko yang timbul akibat perubahan nilai tukar mata uang asing yang berdampak pada nilai aset, kewajiban, arus kas, dan laba perusahaan yang melakukan transaksi internasional. Menurut Shapiro (2014), risiko valuta asing dibagi menjadi tiga kategori utama: risiko transaksi, risiko translasi, dan risiko ekonomi.

a. Risiko Transaksi (*Transaction Exposure*)

Risiko ini muncul ketika perusahaan melakukan transaksi dalam mata uang asing, seperti penjualan atau pembelian barang, pembayaran utang, atau penerimaan piutang yang belum direalisasikan dalam mata uang domestik. Perubahan nilai tukar selama periode antara transaksi dan penyelesaian pembayaran dapat menyebabkan keuntungan atau kerugian kurs. Eun dan Resnick (2018) menjelaskan bahwa risiko ini sangat nyata karena dampaknya langsung terhadap arus kas perusahaan. Misalnya, jika sebuah perusahaan di Indonesia mengekspor produk ke Amerika Serikat dengan pembayaran dalam dolar AS, maka depresiasi dolar terhadap rupiah selama masa tunggu pembayaran dapat mengurangi jumlah yang diterima dalam mata uang rupiah.

b. Risiko Translasi (*Translation Exposure*)

Risiko ini berkaitan dengan penyusunan laporan keuangan perusahaan multinasional yang memiliki anak perusahaan di berbagai negara dengan mata uang lokal yang berbeda. Ketika laporan keuangan anak perusahaan tersebut dikonsolidasikan ke dalam mata uang induk perusahaan, perubahan nilai tukar dapat mengubah nilai neraca dan laba secara akuntansi. Madura (2015) menekankan bahwa walaupun risiko ini tidak memengaruhi arus kas secara langsung, fluktuasi nilai tukar dapat menyebabkan distorsi pada persepsi investor dan manajer terhadap kinerja perusahaan.

c. Risiko Ekonomi (*Economic Exposure*)

Risiko ini juga disebut risiko operasional atau risiko persaingan. Risiko ekonomi mencerminkan dampak jangka panjang perubahan nilai tukar terhadap daya saing dan nilai pasar perusahaan. Pilbeam (2013) menjelaskan bahwa perubahan nilai tukar dapat memengaruhi harga relatif produk, struktur biaya, dan daya saing perusahaan di pasar global. Sebagai contoh, penguatan yen Jepang terhadap dolar AS akan meningkatkan harga ekspor perusahaan Jepang di pasar AS, yang pada gilirannya dapat mengurangi penjualan dan profitabilitas. Risiko valuta asing ini tidak hanya memengaruhi perusahaan multinasional besar, tetapi juga usaha kecil dan menengah (UKM) yang terlibat dalam perdagangan internasional. Oleh karena itu, pemahaman yang baik mengenai jenis-jenis risiko ini menjadi dasar dalam merancang strategi manajemen risiko yang tepat.

2. Faktor Penentu Risiko Kurs

Risiko kurs timbul dari dinamika pasar valuta asing (foreign exchange market) yang sangat kompleks. Beberapa faktor utama yang menentukan besarnya risiko kurs, sebagaimana dijelaskan oleh Brigham dan Daves (2016), mencakup volatilitas nilai tukar, eksposur operasional perusahaan, dan kebijakan moneter global.

a. Volatilitas Nilai Tukar

Volatilitas adalah ukuran ketidakstabilan atau perubahan nilai tukar dalam periode tertentu. Nilai tukar yang sangat fluktuatif meningkatkan risiko bagi perusahaan yang bertransaksi lintas negara. Menurut Shapiro (2014), mata uang dari negara berkembang cenderung memiliki volatilitas yang lebih tinggi dibanding mata uang dari negara maju karena pengaruh dari faktor politik, neraca perdagangan, dan inflasi domestik. Misalnya, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS sering mengalami fluktuasi tajam akibat gejolak eksternal seperti kebijakan moneter AS atau harga komoditas global.

b. Tingkat Eksposur Operasional

Eksposur operasional menunjukkan seberapa besar ketergantungan operasi perusahaan terhadap transaksi lintas negara. Semakin besar volume transaksi internasional yang

dilakukan oleh suatu perusahaan, semakin besar pula risiko kurs yang dihadapi. Eun dan Resnick (2018) mencatat bahwa perusahaan yang memiliki rantai pasok global, kontrak pembelian jangka panjang dalam mata uang asing, atau pendapatan signifikan dari ekspor akan sangat rentan terhadap perubahan nilai tukar. Perusahaan dengan strategi produksi global (misalnya, produksi di negara berbiaya rendah dan penjualan global) juga menghadapi risiko kurs yang kompleks dan saling terkait.

c. Kebijakan Moneter dan Intervensi Bank Sentral

Bank sentral berperan penting dalam mengelola nilai tukar melalui intervensi di pasar valuta asing, suku bunga, dan kontrol arus modal. Misalnya, kebijakan suku bunga The Fed akan memengaruhi aliran modal ke negara lain, dan dengan demikian berdampak pada nilai tukar mata uang negara-negara tersebut. Menurut Mishkin (2015), perusahaan perlu mengamati dan mengantisipasi perubahan kebijakan moneter global sebagai bagian dari pengelolaan risiko kurs. Selain itu, kebijakan bank sentral terkait cadangan devisa dan kontrol nilai tukar (*fixed vs floating*) turut memengaruhi seberapa besar risiko kurs yang dapat timbul.

Ketiga faktor ini menunjukkan bahwa risiko kurs bukanlah suatu variabel yang berdiri sendiri, melainkan bagian dari sistem ekonomi global yang terintegrasi. Oleh karena itu, pendekatan manajemen risiko harus bersifat holistik dan proaktif.

3. Strategi Manajemen Risiko Kurs

Manajemen risiko kurs mencakup langkah-langkah sistematis untuk mengidentifikasi, mengukur, dan mengendalikan dampak negatif dari fluktuasi nilai tukar. Strategi ini dapat dibagi menjadi strategi keuangan (*financial hedging*) dan strategi operasional (*operational hedging*).

a. Strategi Keuangan: Lindung Nilai (*Hedging*)

Salah satu pendekatan paling umum dalam manajemen risiko kurs adalah penggunaan instrumen derivatif untuk melakukan lindung nilai. Menurut Shapiro (2014), perusahaan dapat menggunakan *forward contracts*, *futures*, *options*, dan *currency*

swaps untuk melindungi nilai transaksinya dari perubahan nilai tukar yang merugikan.

- 1) *Forward Contracts*: kontrak antara dua pihak untuk membeli atau menjual mata uang asing pada harga tetap di masa depan. Digunakan untuk mengunci nilai tukar agar tidak terkena fluktuasi pasar.
- 2) *Currency Options*: memberikan hak, tetapi bukan kewajiban, untuk membeli atau menjual mata uang asing pada tingkat nilai tukar tertentu di masa depan. Instrumen ini memberikan fleksibilitas, tetapi dengan biaya premi.
- 3) *Swaps*: perjanjian antara dua pihak untuk menukar arus kas dalam mata uang yang berbeda. Digunakan terutama untuk pembiayaan jangka panjang antarnegara.

Eun dan Resnick (2018) mencatat bahwa keberhasilan strategi lindung nilai bergantung pada efektivitas identifikasi eksposur kurs serta kualitas perencanaan keuangan perusahaan. Penggunaan derivatif yang tepat tidak hanya mengurangi risiko, tetapi juga membantu menjaga stabilitas keuangan jangka panjang.

- b. Strategi Operasional: Diversifikasi dan Penyesuaian Struktural Selain penggunaan derivatif, perusahaan dapat menggunakan pendekatan operasional dalam mengelola risiko kurs. Misalnya, mendiversifikasi lokasi produksi dan pasar penjualan untuk mengurangi ketergantungan pada satu mata uang. Hill dan Hult (2019) menjelaskan bahwa dengan memiliki fasilitas produksi di berbagai negara, perusahaan dapat menyeimbangkan pendapatan dan biaya dalam mata uang lokal, sehingga mengurangi eksposur bersih terhadap kurs.

Contoh strategi lainnya adalah natural *hedging*, yaitu dengan mencocokkan arus kas masuk dan keluar dalam mata uang yang sama. Jika perusahaan menerima pendapatan dalam euro, maka juga sebaiknya menanggung biaya dalam euro, sehingga perubahan nilai tukar euro tidak terlalu berdampak terhadap margin keuntungan.

- c. Sistem Monitoring dan Pelaporan Risiko Kurs Madura (2015) menyarankan pembentukan sistem pelaporan risiko kurs yang terintegrasi dalam manajemen keuangan perusahaan. Sistem ini memungkinkan pemantauan real-time

terhadap eksposur kurs, pengukuran dampak potensial, dan pelaporan kepada manajemen puncak. Dengan adanya informasi yang akurat dan terkini, perusahaan dapat mengambil tindakan proaktif dalam merespons perubahan pasar valuta asing.

Implementasi strategi manajemen risiko kurs yang efektif membutuhkan keterlibatan berbagai bagian dalam perusahaan, termasuk divisi keuangan, operasional, dan manajemen senior. Pelatihan dan penyusunan kebijakan formal mengenai pengelolaan risiko kurs juga sangat penting untuk meningkatkan kesadaran risiko dan ketanggapan organisasi.

C. Sumber Pendanaan Nasional

1. Sumber Pendanaan Domestik: Pajak, Tabungan, dan Pasar Modal

Sumber pendanaan nasional sangat bergantung pada kemampuan domestik dalam menghimpun dana yang dapat digunakan untuk pembangunan ekonomi. Menurut Musgrave dan Musgrave (1989), salah satu bentuk utama pendanaan domestik adalah pajak. Pajak merupakan kontribusi wajib dari warga negara kepada negara berdasarkan undang-undang, yang hasilnya digunakan untuk membiayai pengeluaran pemerintah dan pembangunan ekonomi nasional.

a. Pajak Sebagai Sumber Utama Pendanaan

Penerimaan pajak berperan sentral dalam pendanaan nasional, terutama dalam membiayai pengeluaran rutin dan pembangunan infrastruktur. Menurut Stiglitz (1988), sistem perpajakan yang adil dan efisien sangat penting untuk menjamin keberlanjutan fiskal. Di negara berkembang, tantangan utama adalah memperluas basis pajak dan mengurangi tingkat penghindaran pajak yang tinggi. Bird dan Zolt (2005) menggarisbawahi bahwa penguatan kelembagaan fiskal dan sistem administrasi pajak sangat penting untuk meningkatkan kontribusi pajak terhadap pendapatan nasional.

b. Tabungan Domestik

Tabungan domestik, baik dalam bentuk tabungan rumah tangga maupun perusahaan, merupakan potensi dana internal yang dapat digunakan untuk investasi produktif. Menurut Todaro dan Smith (2015), tingkat tabungan nasional mencerminkan kapasitas

masyarakat untuk menyisihkan sebagian pendapatannya untuk tujuan masa depan. Negara dengan tingkat tabungan yang tinggi umumnya memiliki ketergantungan yang lebih rendah terhadap pinjaman luar negeri, dan mampu membiayai pertumbuhan ekonomi secara berkelanjutan. Penguatan inklusi keuangan dan akses terhadap layanan perbankan merupakan faktor penting dalam meningkatkan tabungan nasional (Levine, 2005).

c. Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Domestik

Pasar modal domestik juga berfungsi sebagai sumber pendanaan jangka panjang yang signifikan. Melalui penerbitan saham dan obligasi, entitas pemerintah maupun swasta dapat mengakses dana dari masyarakat dan investor institusional. Levine dan Zervos (1998) menyatakan bahwa perkembangan pasar modal berkorelasi positif dengan pertumbuhan ekonomi. Pasar modal yang efisien memungkinkan alokasi dana yang lebih baik kepada sektor-sektor produktif. Lembaga keuangan seperti bank juga berperan penting sebagai perantara dalam mobilisasi dan alokasi dana, melalui mekanisme intermediasi keuangan. Dengan kata lain, kombinasi dari penerimaan pajak, tabungan domestik, dan pengembangan pasar modal adalah fondasi utama dalam membentuk basis pendanaan nasional yang kokoh dan berkelanjutan.

2. Sumber Pendanaan Non-Domestik: Bantuan Luar Negeri dan Investasi Asing

Di samping pendanaan domestik, banyak negara, terutama negara berkembang, juga mengandalkan sumber dana dari luar negeri. Menurut Todaro dan Smith (2015), sumber pendanaan non-domestik yang umum meliputi bantuan luar negeri (*official development assistance/ODA*), investasi asing langsung (*foreign direct investment/FDI*), dan pinjaman multilateral atau bilateral.

a. Bantuan Luar Negeri (ODA)

Bantuan luar negeri merupakan bentuk transfer dana dari negara maju kepada negara berkembang, baik berupa hibah maupun pinjaman lunak, dengan tujuan mendukung pembangunan ekonomi dan sosial. Moyo (2009), meskipun kritis terhadap efektivitas bantuan luar negeri, mengakui bahwa dalam jangka pendek, bantuan tetap diperlukan untuk mendukung

pembangunan infrastruktur dan pelayanan dasar di negara miskin. Akan tetapi, ketergantungan terhadap bantuan dapat menghambat kemandirian fiskal dan menciptakan insentif ekonomi yang tidak sehat. Oleh karena itu, efektivitas bantuan sangat bergantung pada transparansi, tata kelola yang baik, dan integrasi bantuan dalam sistem perencanaan nasional.

b. Investasi Asing Langsung (FDI)

FDI berperan kunci dalam menyediakan modal, menciptakan lapangan kerja, dan mendorong alih teknologi. Menurut Dunning (1993), keputusan perusahaan multinasional untuk berinvestasi di negara tertentu sangat dipengaruhi oleh stabilitas ekonomi, kebijakan investasi, dan kualitas infrastruktur. Negara yang mampu menarik FDI dalam jumlah besar cenderung memiliki basis pendanaan yang lebih kuat untuk mendukung pembangunan. Namun demikian, seperti dikemukakan oleh Rodrik (1998), FDI bukan tanpa risiko, terutama jika terjadi ketergantungan berlebihan atau tidak adanya kebijakan industrialisasi yang jelas untuk mengarahkan investasi ke sektor strategis.

c. Pinjaman dan Pembiayaan Multilateral

Lembaga keuangan internasional seperti Bank Dunia dan IMF menyediakan sumber pembiayaan untuk proyek-proyek pembangunan dan dukungan kebijakan. Pinjaman dari lembaga ini sering disertai dengan persyaratan reformasi kebijakan yang dapat memengaruhi arah pembangunan nasional. Easterly (2001) mengkritik bahwa dalam banyak kasus, pembiayaan eksternal gagal meningkatkan pertumbuhan karena lemahnya kepemilikan nasional terhadap program yang didanai. Oleh sebab itu, penting bagi negara penerima untuk merancang strategi pemanfaatan dana luar negeri secara selektif dan berkelanjutan. Dengan memahami sifat, peluang, dan keterbatasan dari setiap sumber pendanaan non-domestik, negara dapat mengoptimalkan kombinasi antara sumber internal dan eksternal guna mencapai pembangunan yang inklusif dan berkelanjutan.

3. Peran Pemerintah dan Institusi Keuangan dalam Pengelolaan Pendanaan Nasional

Keberhasilan dalam menghimpun dan mengelola pendanaan nasional sangat ditentukan oleh peran aktif pemerintah dan kelembagaan keuangan negara. Pengelolaan sumber pendanaan membutuhkan koordinasi kebijakan fiskal, moneter, serta kelembagaan pendukung yang efisien dan akuntabel.

a. Peran Pemerintah dalam Kebijakan Fiskal dan Insentif

Pemerintah memiliki tanggung jawab dalam merancang kebijakan fiskal yang mampu meningkatkan penerimaan dan efisiensi belanja negara. Menurut Musgrave (1959), fungsi alokatif, distribusi, dan stabilisasi dari anggaran negara harus dijalankan secara seimbang agar mendukung pertumbuhan. Pemerintah dapat memberikan insentif fiskal untuk mendorong tabungan dan investasi, termasuk melalui reformasi perpajakan, pengurangan distorsi, dan peningkatan kualitas belanja publik. Dalam konteks Indonesia, Bahl dan Bird (2008) menekankan pentingnya desentralisasi fiskal yang disertai penguatan kapasitas fiskal daerah.

b. Kelembagaan Keuangan dan Tata Kelola

Institusi keuangan negara seperti bank sentral, lembaga penjamin simpanan, otoritas pasar modal, dan lembaga pembiayaan pembangunan (misalnya PIP, LPEI) berperan strategis dalam menciptakan lingkungan keuangan yang kondusif bagi penghimpunan dana. Menurut Levine (2005), sistem keuangan yang sehat adalah syarat mutlak bagi pengembangan pasar keuangan dan perluasan akses pembiayaan. Penguatan regulasi, tata kelola, dan pengawasan sektor keuangan harus terus dilakukan untuk mencegah krisis keuangan dan meningkatkan kepercayaan masyarakat.

c. Sinergi Publik dan Swasta dalam Pendanaan Pembangunan (*Public-Private Partnership*)

Model kemitraan pemerintah-swasta atau PPP (*Public-Private Partnership*) merupakan alternatif yang makin penting dalam pendanaan proyek-proyek infrastruktur besar. Menurut Yescombe (2007), PPP memungkinkan mobilisasi dana swasta untuk proyek yang sebelumnya hanya menjadi tanggung jawab pemerintah. Selain meningkatkan efisiensi, PPP juga mendorong

transfer risiko dan keahlian dari sektor swasta. Namun, agar PPP berhasil, dibutuhkan kerangka hukum yang jelas, pembagian risiko yang adil, serta proses tender yang transparan.

D. Investasi Lintas Negara dan Multinasional

1. Pengertian dan Dinamika Investasi Lintas Negara

Investasi lintas negara atau cross-border investment merujuk pada kegiatan penanaman modal yang dilakukan oleh suatu entitas di luar batas yurisdiksi negaranya. Investasi ini bisa berupa investasi portofolio seperti pembelian saham atau obligasi, dan investasi langsung seperti pembangunan pabrik atau fasilitas produksi di luar negeri (*Foreign Direct Investment/FDI*). Fenomena ini menjadi ciri khas utama dari globalisasi ekonomi modern dan integrasi pasar modal internasional. Menurut Dunning (1993), investasi lintas negara merupakan hasil dari keputusan strategis perusahaan untuk memanfaatkan keunggulan lokasi dan keunggulan kepemilikan. *Model Eclectic Paradigm (OLI Framework)* yang dikemukakan oleh Dunning menjelaskan bahwa perusahaan akan melakukan FDI ketika terdapat tiga keunggulan utama, yaitu *Ownership* (kepemilikan teknologi, brand, atau manajemen), *Location* (akses pasar, sumber daya murah), dan *Internalization* (penghematan biaya melalui pengelolaan langsung daripada lisensi).

Rugman dan Collinson (2012), investasi lintas negara tidak hanya bertujuan untuk meraih keuntungan finansial, tetapi juga untuk mengurangi risiko politik dan ekonomi melalui diversifikasi geografis. Perusahaan multinasional melakukan ekspansi lintas negara untuk mendekati konsumen lokal, mengurangi biaya logistik, dan merespons hambatan tarif serta regulasi. Lebih lanjut, organisasi internasional seperti UNCTAD dalam *World Investment Report* secara konsisten menunjukkan tren peningkatan arus investasi lintas negara, terutama dari negara maju ke negara berkembang. Namun, risiko geopolitik, perubahan kebijakan pajak, dan proteksionisme yang meningkat juga menjadi hambatan yang signifikan dalam ekosistem investasi lintas negara (Eden, 2009). Dengan kata lain, investasi lintas negara merupakan cerminan dari dinamika pasar global yang saling terhubung dan strategi perusahaan untuk menavigasi kompleksitas lingkungan internasional.

2. Peran dan Strategi Perusahaan Multinasional (*Multinational Corporations* – MNCs)

Perusahaan multinasional (MNCs) adalah entitas bisnis yang beroperasi di lebih dari satu negara dan berperan sentral dalam investasi lintas negara. Menurut Hill (2008), perusahaan multinasional tidak hanya mengekspor barang dan jasa, tetapi juga membangun dan mengelola fasilitas produksi, distribusi, dan layanan di berbagai negara. MNCs menjadi pelaku utama dalam memindahkan modal, teknologi, dan manajemen lintas batas negara.

a. Strategi Global, Multi-Domestik, dan Transnasional

Bartlett dan Ghoshal (1989) dalam kerangka *global integration vs local responsiveness* mengklasifikasikan strategi MNC ke dalam tiga model: strategi global (menyeragamkan produk untuk efisiensi), strategi multi-domestik (menyesuaikan produk dengan kebutuhan lokal), dan strategi transnasional (menggabungkan keduanya). Pemilihan strategi ini sangat menentukan struktur organisasi, tata kelola investasi, serta pola aliran modal dan keuntungan.

b. MNCs sebagai Agen Transfer Teknologi dan Pengetahuan

MNC juga menjadi kendaraan utama transfer teknologi, praktik manajerial, dan inovasi ke negara tuan rumah. Menurut Caves (1996), kehadiran MNC dapat meningkatkan produktivitas perusahaan lokal melalui *spillover effects*. Misalnya, MNC dapat memacu standar kualitas industri, menciptakan rantai pasok lokal, dan meningkatkan kapasitas tenaga kerja melalui pelatihan.

c. Tantangan Etika dan Politik

Namun, peran MNC juga sering menimbulkan kontroversi. Stiglitz (2002) membahas dominasi MNC dalam negosiasi dengan pemerintah negara berkembang, yang sering kali menghasilkan insentif fiskal yang tidak proporsional, eksploitasi sumber daya alam, dan minimnya kontribusi terhadap pembangunan jangka panjang. Oleh sebab itu, tata kelola yang adil dan kerangka hukum internasional menjadi sangat penting dalam mengatur investasi oleh MNC agar sesuai dengan prinsip pembangunan berkelanjutan (UNCTAD, 2020).

d. *Tax Avoidance* dan Struktur Keuangan Internasional

Perusahaan multinasional juga memiliki kemampuan untuk memanfaatkan struktur hukum dan pajak di berbagai yurisdiksi

guna mengoptimalkan beban pajaknya. Zucman (2015) menjelaskan bagaimana MNC memindahkan keuntungan ke surga pajak (*tax haven*), yang menyebabkan kehilangan potensi penerimaan pajak bagi negara tempat nilai tambah sebenarnya diciptakan. OECD melalui inisiatif BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*) telah mendorong reformasi global untuk menutup celah ini.

3. Dampak Ekonomi dan Sosial dari Investasi Lintas Negara

Investasi lintas negara memiliki berbagai dampak ekonomi dan sosial, baik yang bersifat positif maupun negatif. Analisis terhadap dampak ini penting untuk merancang kebijakan yang memaksimalkan manfaat dan meminimalkan risiko dari arus investasi internasional.

a. Pertumbuhan Ekonomi dan Produktivitas

Menurut Borensztein, De Gregorio, dan Lee (1998), FDI dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi negara penerima jika dikombinasikan dengan tingkat pendidikan yang memadai. FDI membawa teknologi baru dan praktik manajerial modern yang mampu mendorong produktivitas sektor industri lokal. Contoh nyata adalah pertumbuhan sektor manufaktur di Asia Tenggara yang didorong oleh investasi dari Jepang dan Korea Selatan.

b. Ketimpangan Regional dan Sosial

dampak investasi lintas negara tidak merata. Menurut Jenkins (2005), investasi cenderung terkonsentrasi di wilayah yang telah memiliki infrastruktur dan sumber daya manusia yang memadai, sehingga memperlebar kesenjangan regional. Selain itu, investasi asing sering kali tidak memberikan kontribusi yang signifikan terhadap penciptaan lapangan kerja berkualitas karena sifat padat modal dari banyak proyek FDI.

c. Ketergantungan Ekonomi dan Kedaulatan

Ketergantungan terhadap investasi asing juga dapat melemahkan kedaulatan ekonomi nasional. Menurut Ha-Joon Chang (2002), banyak negara berkembang mengorbankan kebijakan industrialisasi jangka panjang demi menarik FDI dengan insentif yang terlalu besar. Hal ini menciptakan struktur ekonomi yang rapuh dan rentan terhadap fluktuasi global. Oleh karena itu, strategi pembangunan yang inklusif dan berorientasi jangka panjang sangat diperlukan.

- d. Lingkungan Hidup dan Keberlanjutan
Investasi lintas negara juga berdampak pada lingkungan. Studi oleh Cole (2004) menunjukkan bahwa dalam beberapa kasus, perusahaan asing cenderung menempatkan aktivitas yang mencemari di negara dengan regulasi lingkungan yang lemah (*pollution haven hypothesis*). Oleh karena itu, kebijakan lingkungan yang kuat dan insentif bagi investasi hijau perlu diintegrasikan dalam kebijakan investasi nasional.
- e. Tanggung Jawab Sosial Perusahaan (CSR)
Meningkatnya tuntutan terhadap tanggung jawab sosial perusahaan multinasional menjadi salah satu respons terhadap dampak negatif investasi lintas negara. Menurut Porter dan Kramer (2011), strategi CSR yang terintegrasi dengan strategi bisnis inti dapat menciptakan nilai bersama (*shared value*) bagi perusahaan dan masyarakat. CSR bukan hanya alat reputasi, tetapi menjadi elemen penting dalam memastikan keberlanjutan sosial dan lingkungan dari investasi.

E. Transfer Pricing dan Perpajakan Internasional

1. Konsep Transfer Pricing: Definisi, Tujuan, dan Implikasi

Transfer pricing adalah metode penetapan harga atas transaksi barang, jasa, kekayaan intelektual, atau finansial antara unit usaha yang berada dalam satu grup perusahaan namun beroperasi di yurisdiksi negara yang berbeda. Konsep ini memiliki peran penting dalam konteks perusahaan multinasional yang memfasilitasi perdagangan intra-grup lintas negara. Menurut Eden (2001), *transfer pricing* bukan sekadar alat akuntansi internal, tetapi menjadi instrumen strategis bagi perusahaan multinasional (*Multinational Enterprises/MNEs*) dalam mengelola kinerja cabang, memaksimalkan efisiensi operasional global, dan pada beberapa kasus, mengoptimalkan beban pajak. Dalam praktiknya, harga transfer dapat ditetapkan berdasarkan biaya produksi, nilai pasar wajar, atau pendekatan arbitrase internal yang tidak transparan.

Horst (1971) membahas bahwa motivasi utama penggunaan *transfer pricing* adalah untuk mengalokasikan keuntungan ke negara dengan tarif pajak rendah. Hal ini menimbulkan persoalan serius dalam aspek perpajakan internasional karena dapat menyebabkan base erosion (pengikisan basis pajak) di negara yang memiliki tarif tinggi, dan

menciptakan ketidakseimbangan fiskal antarnegara. OECD (2017) mendefinisikan prinsip utama dalam pengaturan *transfer pricing* melalui “*arm’s length principle*” yaitu bahwa transaksi antar entitas afiliasi harus diperlakukan seolah-olah dilakukan oleh pihak independen. Prinsip ini bertujuan untuk menciptakan keadilan pajak dan mencegah penghindaran pajak (*tax avoidance*) lintas negara.

Transfer pricing juga dapat digunakan untuk manajemen risiko keuangan dan alokasi efisiensi sumber daya. Menurut Hines dan Rice (1994), meskipun *transfer pricing* sering dikaitkan dengan penghindaran pajak, dalam banyak kasus ia juga berperan penting dalam mencerminkan kondisi pasar yang sebenarnya ketika struktur harga eksternal sulit ditemukan, terutama dalam industri teknologi dan kekayaan intelektual. Dengan demikian, *transfer pricing* memiliki dua sisi: sebagai alat strategis perusahaan multinasional dan sebagai isu kompleks dalam kebijakan fiskal internasional.

2. Penghindaran Pajak, Praktik Abusif, dan Peran Negara dalam Mengatasi *Transfer Pricing* yang Tidak Adil

Isu utama dari *transfer pricing* adalah potensi penyalahgunaan untuk kepentingan penghindaran pajak. Perusahaan multinasional seringkali menggunakan celah dalam sistem perpajakan global untuk memindahkan laba ke yurisdiksi dengan pajak rendah, praktik yang dikenal sebagai profit shifting. Hal ini sangat merugikan negara-negara tempat nilai tambah nyata dari aktivitas ekonomi dihasilkan. Zucman (2015) dalam *The Hidden Wealth of Nations* menunjukkan bahwa sekitar 40% keuntungan perusahaan multinasional secara artifisial dilaporkan di negara-negara suaka pajak (*tax havens*), meskipun tidak ada aktivitas nyata di sana. Hal ini dimungkinkan melalui manipulasi harga transfer dalam transaksi antar perusahaan afiliasi.

Contoh konkret praktik ini adalah penggunaan hak kekayaan intelektual seperti merek dagang, paten, atau perangkat lunak, yang dijual atau dilisensikan dari anak perusahaan di negara berisiko pajak tinggi ke anak perusahaan di negara pajak rendah. Menurut Gravelle (2009), transfer intangible assets seperti ini sulit diverifikasi nilai wajarnya, sehingga menjadi celah utama dalam praktik penghindaran pajak. OECD melalui inisiatif BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*) pada tahun 2015 meluncurkan rangkaian tindakan yang bertujuan mencegah erosi basis pajak dan pengalihan laba. Salah satu fokus

utamanya adalah pada dokumentasi *transfer pricing*, pengungkapan struktur grup multinasional, dan penerapan pajak berdasarkan aktivitas ekonomi nyata. Tindakan ini mencerminkan konsensus global terhadap perlunya pengaturan ulang sistem perpajakan internasional yang lebih adil. Lebih lanjut, Cristea dan Nguyen (2016) melalui studi empiris menunjukkan bahwa perusahaan multinasional secara signifikan menyesuaikan harga jual internal untuk menghindari pajak, dan hal ini berdampak pada hilangnya penerimaan negara sebesar miliaran dolar setiap tahun. Oleh karena itu, transparansi, pertukaran informasi perpajakan antar negara, dan penegakan regulasi menjadi krusial.

Pada konteks Indonesia, Direktorat Jenderal Pajak telah merespon melalui PER-22/PJ/2013 dan peraturan turunan lainnya yang mewajibkan dokumentasi *transfer pricing* untuk entitas dengan transaksi afiliasi. Implementasi aturan ini bertujuan mendeteksi dan menindak perusahaan yang melakukan praktik penyimpangan harga transfer. Maka dari itu, peran aktif negara dan kerangka kerja internasional sangat penting untuk mengatasi *transfer pricing* yang bersifat menyalahgunakan. Penegakan prinsip *arm's length* dan integrasi informasi antar otoritas pajak menjadi langkah awal menuju sistem yang lebih adil dan efisien.

3. Kebijakan Global, Reformasi Pajak Internasional, dan Masa Depan *Transfer Pricing*

Masa depan pengaturan *transfer pricing* akan sangat dipengaruhi oleh upaya reformasi global atas sistem perpajakan internasional. Model perpajakan yang dibentuk pada era ekonomi berbasis barang saat ini tidak lagi memadai untuk menghadapi tantangan ekonomi digital yang berbasis data, kekayaan intelektual, dan jaringan global. OECD melalui konsensus internasional mendorong inisiatif Inclusive Framework on BEPS, termasuk Pilar 1 dan Pilar 2. Pilar 1 berupaya mengalokasikan hak pemajakan berdasarkan lokasi pasar pengguna, bukan semata-mata lokasi anak perusahaan. Pilar 2 menetapkan tarif pajak minimum global sebesar 15% untuk mencegah perlombaan pajak (*race to the bottom*). Menurut Devereux *et al.* (2021), ini merupakan lompatan besar dalam sejarah perpajakan internasional, yang jika berhasil diimplementasikan akan mengurangi insentif bagi perusahaan multinasional untuk menggunakan *transfer pricing* secara agresif.

Transfer pricing masih akan tetap dibutuhkan karena peranannya dalam manajemen internal perusahaan global. Menciptakan mekanisme harga transfer yang mencerminkan nilai ekonomi aktual akan menjadi tantangan besar, terutama dalam sektor-sektor seperti digital, farmasi, dan teknologi tinggi. Menurut Picciotto (2012), reformasi sistem perpajakan global tidak cukup hanya mengandalkan prinsip *arm's length*. Ia mengusulkan pendekatan berbasis unitary taxation, yaitu pendekatan yang menghitung keuntungan global perusahaan multinasional secara konsolidasi, lalu mendistribusikannya kepada negara berdasarkan formula tertentu seperti penjualan, tenaga kerja, dan aset tetap. Pendekatan ini dipandang lebih realistis untuk menangkap aktivitas ekonomi nyata dan mengurangi manipulasi internal harga.

Bank Dunia (2019) dalam laporan *World Development Report* menekankan pentingnya kapabilitas administrasi pajak nasional dalam mengawasi *transfer pricing*. Tanpa SDM, teknologi, dan kerangka hukum yang memadai, negara berkembang akan terus menjadi korban dari struktur pajak yang bias terhadap negara maju. Ke depan, penting untuk menciptakan keseimbangan antara kepentingan perusahaan global dalam berinvestasi lintas negara dan hak negara dalam memperoleh bagian adil dari pajak. Inovasi dalam kerangka hukum internasional, keterlibatan aktif negara-negara berkembang dalam forum global, serta peningkatan transparansi dan tanggung jawab korporasi akan menjadi fondasi penting menuju masa depan *transfer pricing* yang berkeadilan.

F. Indikator Manajemen Keuangan Internasional

1. Neraca Pembayaran (*Balance of Payments*) Sebagai Indikator Stabilitas Ekonomi Internasional

Neraca pembayaran atau *Balance of Payments* (BoP) merupakan indikator makroekonomi utama yang mencerminkan seluruh transaksi ekonomi antara suatu negara dengan negara lain selama periode waktu tertentu. Dalam konteks manajemen keuangan internasional, neraca pembayaran menjadi alat vital untuk menilai kesehatan eksternal suatu negara, potensi risiko nilai tukar, dan posisi investasi internasional. Menurut Krugman dan Obstfeld (2014), neraca pembayaran terdiri atas dua komponen utama: transaksi berjalan (*current account*) dan transaksi modal serta finansial (*capital and financial account*). Transaksi berjalan mencakup ekspor dan impor barang dan jasa, pendapatan investasi, serta

transfer unilateral seperti remitansi. Sedangkan transaksi finansial mencerminkan arus masuk dan keluar investasi langsung, investasi portofolio, serta cadangan devisa.

Defisit atau surplus dalam salah satu komponen neraca pembayaran memiliki konsekuensi strategis. Mishkin (2015) menjelaskan bahwa defisit transaksi berjalan yang terus-menerus menandakan bahwa negara tersebut mengonsumsi lebih banyak dari yang dihasilkannya, dan membiayai kekurangan itu dengan utang luar negeri atau menjual aset domestik ke investor asing. Hal ini menciptakan ketergantungan terhadap modal asing dan memicu risiko krisis nilai tukar jika investor kehilangan kepercayaan. Dalam studi oleh Dornbusch, Fischer, dan Startz (2011), disebutkan bahwa neraca pembayaran tidak hanya berfungsi sebagai catatan transaksi, tetapi juga menjadi indikator ekspektasi pasar. Perubahan mendadak dalam neraca pembayaran sering kali mendahului gejolak keuangan, seperti krisis Asia 1997 yang dipicu oleh lonjakan defisit transaksi berjalan dan tekanan spekulatif pada mata uang. BoP juga digunakan oleh lembaga internasional seperti IMF dalam pengambilan kebijakan makroekonomi dan penilaian kelayakan pinjaman.

2. Nilai Tukar Riil dan Paritas Daya Beli (*Purchasing Power Parity*) sebagai Indikator Daya Saing Ekonomi

Nilai tukar riil (*real exchange rate*) adalah indikator kunci dalam manajemen keuangan internasional karena mencerminkan daya saing relatif suatu negara dibandingkan negara lain. Nilai tukar riil memperhitungkan inflasi domestik dan internasional, sehingga berbeda dari nilai tukar nominal yang hanya melihat angka kurs mata uang secara langsung. Menurut Dornbusch dan Fischer (1980), nilai tukar riil adalah rasio harga barang domestik terhadap harga barang luar negeri, dikalikan dengan nilai tukar nominal. Jika nilai tukar riil meningkat, maka barang domestik menjadi lebih mahal dibandingkan barang impor, yang berpotensi menurunkan ekspor dan memperlemah neraca berjalan.

Pada konteks ini, teori Paritas Daya Beli atau *Purchasing Power Parity* (PPP) menjadi kerangka penting. Teori ini, seperti yang dijelaskan oleh Rogoff (1996), menyatakan bahwa nilai tukar nominal akan menyesuaikan dalam jangka panjang agar satu unit mata uang memiliki daya beli yang sama di seluruh dunia. Meskipun dalam praktiknya banyak penyimpangan jangka pendek terjadi karena hambatan

perdagangan, pajak, dan perbedaan biaya transaksi, PPP tetap menjadi acuan dalam perbandingan nilai mata uang antar negara.

Frankel dan Rose (1995) menyatakan bahwa penyimpangan nilai tukar riil dari nilai fundamental (*mispricing*) dapat menimbulkan risiko besar dalam investasi internasional. Ketika mata uang suatu negara dinilai terlalu tinggi (*overvalued*), investor menghadapi risiko depresiasi, yang bisa menggerus nilai pengembalian investasi dalam valuta asing. Oleh karena itu, perusahaan multinasional dan investor global menggunakan analisis nilai tukar riil dan indikator PPP sebagai dasar untuk keputusan ekspansi usaha, pengaturan portofolio, serta strategi lindung nilai. Lebih jauh, indikator nilai tukar riil digunakan oleh pemerintah untuk mengevaluasi kebijakan moneter dan fiskal. Mata uang yang terlalu kuat bisa merugikan sektor ekspor, sementara depresiasi yang tajam bisa meningkatkan beban utang luar negeri dan inflasi impor.

3. Cadangan Devisa, Utang Luar Negeri, dan Risiko Sistemik Global

Cadangan devisa (*foreign exchange reserves*) adalah aset yang dimiliki bank sentral dalam bentuk mata uang asing, emas, dan surat berharga asing. Dalam manajemen keuangan internasional, cadangan devisa berperan krusial sebagai benteng terhadap krisis neraca pembayaran dan fluktuasi nilai tukar. Menurut IMF (2016), cadangan devisa digunakan untuk menjaga stabilitas mata uang, mendukung kebijakan moneter, serta membiayai kebutuhan impor strategis. Burnside, Eichenbaum, dan Rebelo (2001) menjelaskan bahwa krisis finansial sering kali terjadi ketika pasar kehilangan kepercayaan pada kemampuan suatu negara membayar utang luar negeri, terlebih jika cadangan devisa rendah. Maka, rasio cadangan devisa terhadap kewajiban jangka pendek menjadi indikator penting bagi investor dan lembaga pemeringkat kredit dalam menilai risiko makroekonomi suatu negara.

Utang luar negeri (*external debt*) adalah indikator risiko fiskal dan kestabilan makroekonomi. Menurut Sachs (1989), utang luar negeri yang berlebihan dapat menekan cadangan devisa, memperlemah nilai tukar, dan menciptakan lingkaran setan krisis keuangan. Risiko ini meningkat apabila struktur utangnya didominasi oleh utang jangka pendek dengan denominasi valuta asing. Dalam laporan World Bank

(2020), disebutkan bahwa pertumbuhan utang luar negeri negara berkembang yang lebih cepat dibandingkan pendapatan nasional bruto menjadi perhatian global. Banyak negara mengalami peningkatan beban pembayaran bunga, mengurangi ruang fiskal untuk investasi produktif, dan meningkatkan ketergantungan pada pembiayaan eksternal.

Rasio utang luar negeri terhadap ekspor menjadi indikator kunci yang menunjukkan kemampuan suatu negara untuk membayar kewajiban eksternalnya melalui pendapatan devisa. Ketika rasio ini tinggi, ketahanan ekonomi terhadap gejolak eksternal seperti krisis global atau kenaikan suku bunga internasional menjadi rapuh. Manajemen risiko terhadap utang luar negeri juga melibatkan diversifikasi sumber pembiayaan internasional. Menurut Eichengreen dan Hausmann (2005), ketergantungan pada utang berdenominasi dolar AS menciptakan apa yang disebut sebagai “*original sin*” yaitu ketidakmampuan negara berkembang untuk menerbitkan utang dalam mata uangnya sendiri di pasar internasional. Hal ini menciptakan kerentanan terhadap volatilitas nilai tukar dan kebijakan moneter negara maju seperti AS.

G. Soal Latihan

1. Jelaskan bagaimana dinamika lingkungan keuangan global dan fluktuasi nilai tukar dapat memengaruhi keputusan keuangan perusahaan multinasional. Berikan contoh nyata dampaknya terhadap operasi bisnis.
2. Apa saja risiko yang berkaitan dengan valuta asing dalam transaksi internasional? Uraikan pula strategi manajemen risiko kurs yang dapat diterapkan untuk mengurangi dampaknya.
3. Bandingkan berbagai sumber pendanaan nasional dan internasional. Dalam situasi seperti apa perusahaan lebih tepat menggunakan pendanaan dari luar negeri?
4. Jelaskan tantangan dan peluang yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasi lintas negara. Apa saja faktor yang harus dianalisis sebelum memutuskan ekspansi ke pasar internasional?
5. Apa itu *transfer pricing* dan mengapa hal ini menjadi isu penting dalam keuangan internasional? Jelaskan pula kaitannya dengan kebijakan perpajakan antarnegara.

6. Sebutkan dan jelaskan indikator-indikator utama yang digunakan dalam menilai efektivitas manajemen keuangan internasional. Bagaimana indikator ini membantu manajemen dalam mengambil keputusan global?

BAB XII

ISU KONTEMPORER DALAM MANAJEMEN KEUANGAN

Kemampuan Akhir yang Diharapkan

Mampu memahami terkait dengan ESG (*environmental, social, governance*) dalam keuangan, memahami fintech dan keuangan digital, memahami *sustainable finance* dan *green investment*, memahami *corporate governance* dan transparansi keuangan, memahami analisis *big data* dalam keuangan modern, serta memahami indikator isu kontemporer dalam manajemen keuangan. Sehingga pembaca dapat memiliki wawasan dan keterampilan analitis untuk merespons perkembangan mutakhir dalam dunia keuangan secara adaptif, strategis, dan berkelanjutan.

Materi Pembelajaran

- ESG (*Environmental, Social, Governance*) dalam Keuangan
- Fintech dan Keuangan Digital
- *Sustainable Finance* dan *Green Investment*
- *Corporate Governance* dan Transparansi Keuangan
- Analisis *Big Data* dalam Keuangan Modern
- Indikator Isu Kontemporer dalam Manajemen Keuangan
- Soal Latihan

A. ESG (*Environmental, Social, Governance*) dalam Keuangan

1. Integrasi ESG dalam Strategi Keuangan Korporat

Integrasi faktor-faktor ESG dalam keputusan keuangan perusahaan bukan lagi sebuah tren, tetapi telah menjadi bagian integral dari strategi korporat global. Seiring meningkatnya kesadaran akan tanggung jawab sosial dan lingkungan, pemangku kepentingan terutama investor institusi semakin menuntut transparansi dalam kinerja keberlanjutan perusahaan. Menurut buku *Principles of Corporate*

Finance oleh Brealey, Myers, dan Allen (2019), keputusan keuangan kini tidak dapat dilepaskan dari pertimbangan stakeholder yang lebih luas, termasuk dampak lingkungan dan sosial dari setiap keputusan investasi atau pembiayaan.

Aspek lingkungan (*environmental*) dalam ESG mencakup efisiensi energi, pengurangan emisi karbon, dan pengelolaan limbah. Perusahaan yang mampu mengelola risiko lingkungan dengan baik cenderung menunjukkan kinerja finansial yang stabil dan lebih menarik bagi investor jangka panjang. Hal ini ditegaskan oleh Friede, Busch, dan Bassen (2015) dalam meta-analisis terhadap lebih dari 2.000 studi empiris yang menyimpulkan bahwa kinerja ESG positif berbanding lurus dengan kinerja keuangan.

Di sisi sosial, faktor seperti hak karyawan, hubungan komunitas, dan keragaman tenaga kerja berperan penting dalam membentuk reputasi perusahaan dan loyalitas konsumen. *Governance*, atau tata kelola, mencakup transparansi, struktur dewan yang independen, dan sistem insentif yang adil. Kombinasi ketiga faktor ini menciptakan dasar kuat bagi pengambilan keputusan strategis yang bertanggung jawab, termasuk dalam penggunaan modal, pembiayaan, dan distribusi dividen. Menurut Hill, Jones, dan Schilling (2014) dalam *Strategic Management: Theory*, perusahaan dengan tata kelola ESG yang baik cenderung menghindari konflik kepentingan dan meminimalkan risiko litigasi atau kerugian reputasi.

2. Pengaruh ESG Terhadap Kinerja Keuangan dan Risiko Investasi

Integrasi ESG bukan hanya memberikan citra positif bagi perusahaan, tetapi juga berkontribusi langsung pada kinerja keuangan dan pengelolaan risiko. Empiris menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG tinggi memiliki *cost of capital* yang lebih rendah, akses yang lebih baik ke pendanaan, dan volatilitas saham yang lebih kecil. Menurut Damodaran (2012) dalam *Investment Valuation*, perusahaan dengan tata kelola yang baik lebih mungkin mendapatkan penilaian pasar yang lebih tinggi karena mengurangi ketidakpastian dalam estimasi arus kas masa depan.

Aspek lingkungan dan sosial secara langsung mempengaruhi eksposur risiko eksternal. Misalnya, perusahaan yang mengabaikan regulasi lingkungan dapat dikenakan denda besar atau bahkan

mengalami penghentian operasi. Dalam kasus ini, manajemen risiko ESG bukan sekadar kepatuhan, tetapi menjadi bagian dari strategi mitigasi risiko yang menyeluruh. Menurut Kotsantonis, Pinney, dan Serafeim (2016) dalam artikel Harvard Business Review, perusahaan yang mengintegrasikan ESG secara strategis terbukti lebih tangguh terhadap guncangan pasar dan memiliki rasio pengembalian risiko yang lebih tinggi dalam jangka panjang.

Investasi berbasis ESG juga menunjukkan potensi hasil finansial yang kompetitif. Menurut CFA *Institute Research Foundation* (2015), portofolio yang mempertimbangkan faktor ESG mampu mengungguli benchmark tradisional dalam beberapa kondisi pasar, terutama dalam krisis. Hal ini menunjukkan bahwa ESG bukan hanya alat untuk manajemen risiko, tetapi juga dapat digunakan sebagai sumber keunggulan kompetitif dalam strategi investasi. Banyak manajer investasi kini menggunakan ESG scoring sebagai komponen utama dalam pemilihan saham dan obligasi, serta dalam due diligence terhadap perusahaan target merger dan akuisisi.

3. ESG Disclosure, Standar Global, dan Tuntutan Regulasi

Dengan meningkatnya tekanan dari investor dan regulator, pelaporan ESG (*ESG disclosure*) menjadi bagian penting dari akuntabilitas perusahaan. Standardisasi pelaporan ESG kini tengah dikembangkan dan diadopsi secara luas, dengan organisasi seperti *Global Reporting Initiative* (GRI), *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), dan *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) menjadi pelopor utama. Menurut Eccles dan Krzus (2018) dalam *The Integrated Reporting Movement*, pelaporan ESG yang kredibel mendorong transparansi, membangun kepercayaan investor, dan memberikan dasar bagi evaluasi risiko non-keuangan. Namun, pelaporan ESG masih menghadapi tantangan serius, antara lain terkait inkonsistensi standar antar negara, kurangnya verifikasi independen, dan kecenderungan greenwashing. Oleh karena itu, lembaga keuangan dan investor institusional kini menuntut tidak hanya pelaporan ESG yang lengkap, tetapi juga integritas dan keandalan data tersebut. Dalam konteks ini, pentingnya audit ESG dan penggunaan teknologi seperti blockchain untuk pelacakan jejak karbon dan rantai pasok menjadi semakin relevan. Menurut Rezaee (2016) dalam *Business Sustainability: Performance, Compliance, Accountability and Integrated Reporting*,

transparansi ESG tidak hanya meningkatkan reputasi, tetapi juga memfasilitasi efisiensi operasional melalui peningkatan sistem pelaporan internal.

Di tingkat regulasi, banyak negara kini mulai mewajibkan pengungkapan ESG dalam laporan tahunan perusahaan publik. Uni Eropa misalnya, telah mengadopsi *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) yang mewajibkan pelaporan keberlanjutan secara menyeluruh mulai tahun 2024. Di Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui POJK No. 51/POJK.03/2017 mewajibkan lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik untuk menyusun laporan keberlanjutan (*sustainability report*) sebagai bagian dari komitmen terhadap keuangan berkelanjutan.

Regulasi ini mencerminkan pergeseran global dari pendekatan sukarela menuju kewajiban hukum dalam ESG disclosure. Dalam konteks ini, perusahaan perlu membangun kapabilitas internal untuk pelaporan ESG yang efektif dan mengintegrasikan ESG ke dalam seluruh proses bisnis, mulai dari perencanaan strategis, manajemen risiko, hingga perencanaan keuangan dan investasi. Menurut Elkington (1997) dalam konsep *Triple Bottom Line*, hanya perusahaan yang mampu menghasilkan kinerja yang baik dalam tiga dimensi profit, people, dan planet yang dapat bertahan dan berkembang dalam ekonomi berkelanjutan.

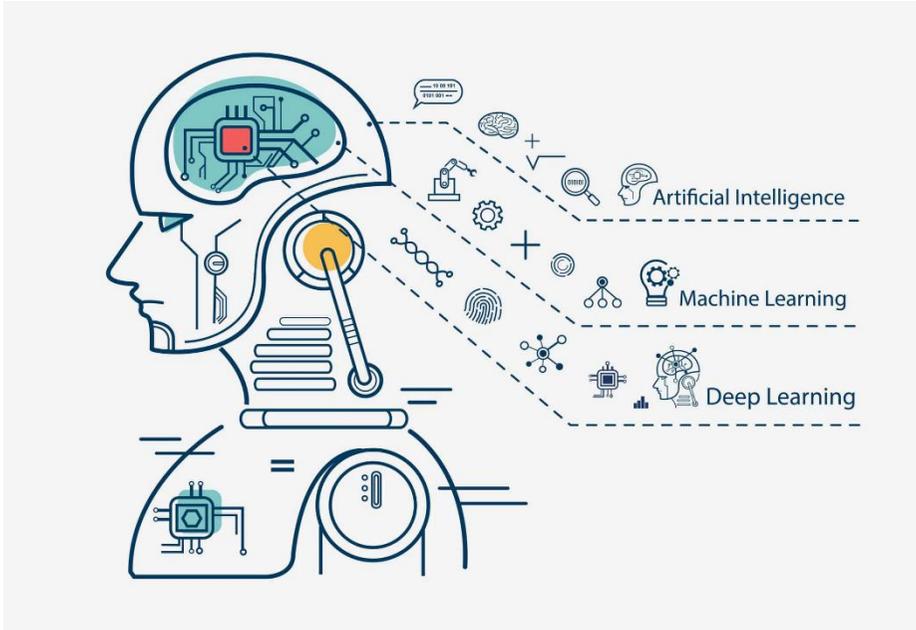
B. Fintech dan Keuangan Digital

1. Evolusi dan Karakteristik Fintech dalam Ekosistem Keuangan

Financial Technology (Fintech) telah menjadi salah satu inovasi disruptif terbesar dalam sektor keuangan global. Fintech mengacu pada penerapan teknologi digital untuk meningkatkan atau menggantikan layanan dan produk keuangan tradisional. Menurut Arner, Barberis, dan Buckley (2016) dalam jurnal *The Evolution of Fintech*, perkembangan fintech terbagi dalam tiga fase besar: Fintech 1.0 (1866–1967) yang menandai awal penggabungan teknologi dan keuangan melalui telegraf dan sistem komunikasi antarbank; Fintech 2.0 (1967–2008) yang ditandai dengan munculnya ATM, sistem pembayaran elektronik, dan internet banking; dan Fintech 3.0 (2008–sekarang) yang merupakan fase disrupsi digital pasca krisis keuangan global, ketika teknologi seperti

blockchain, kecerdasan buatan, dan aplikasi mobile mulai mengubah cara layanan keuangan diakses dan diberikan.

Gambar 2. Kecerdasan Buatan



Sumber: *Coursenet*

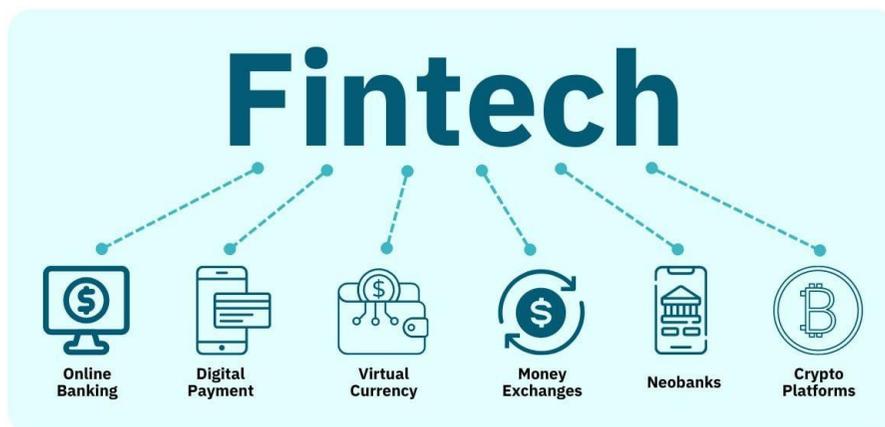
Karakteristik utama fintech modern mencakup kecepatan, efisiensi biaya, skalabilitas, dan kemampuan untuk mengakomodasi basis pelanggan yang lebih luas, termasuk masyarakat yang belum terjangkau layanan keuangan formal. Menurut Schindler (2017) dalam laporan dari *Harvard Journal on Legislation*, fintech memiliki potensi besar dalam mendemokratisasi akses keuangan, terutama bagi populasi unbanked dan underbanked, melalui platform seperti *peer-to-peer lending*, *crowdfunding*, *mobile payment*, dan *robo-advisory*.

Fenomena fintech juga telah mengubah struktur pasar keuangan melalui model bisnis baru yang berbasis platform, kolaborasi dengan bank tradisional, serta kemunculan challenger bank atau neobank yang sepenuhnya digital. Dalam bukunya *Digital Bank*, Skinner (2014) menekankan bahwa perbankan ke depan bukan lagi soal tempat fisik, tetapi soal platform layanan berbasis API dan integrasi data real-time. Fintech mendorong bank untuk melakukan transformasi digital menyeluruh agar tetap relevan dan kompetitif di era teknologi.

2. Dampak Fintech terhadap Model Bisnis, Risiko, dan Regulasi Keuangan

Perubahan yang diakibatkan oleh fintech terhadap model bisnis keuangan sangat signifikan, baik dalam sisi intermediasi keuangan, penilaian risiko, maupun pengelolaan nasabah. Salah satu dampak paling nyata adalah disintermediasi, yaitu pengurangan ketergantungan terhadap lembaga keuangan sebagai perantara transaksi. Menurut Gomber *et al.* (2017) dalam artikel *On the Fintech Revolution*, platform fintech memungkinkan investor dan peminjam untuk bertemu langsung, misalnya melalui *peer-to-peer lending*, sehingga menekan biaya dan mempercepat proses. Namun, inovasi ini juga membawa risiko baru. Risiko teknologi (*cyber risk*), risiko privasi data, serta potensi ketidakstabilan sistemik dari produk-produk baru yang belum teruji menjadi perhatian serius. Di samping itu, algoritma dalam credit scoring dan robo-advisory berisiko menghasilkan bias keputusan jika tidak dirancang secara etis dan transparan. Menurut Yermack (2017) dalam *Handbook of Digital Currency*, teknologi seperti blockchain dan smart contract memiliki potensi menggantikan peran institusi keuangan dalam jangka panjang, tetapi juga memperkenalkan risiko hukum dan keamanan baru yang harus dikelola secara hati-hati.

Gambar 3. *Finansial Teknologi*



Sumber: *Jeterobit*

Pada regulasi, pendekatan tradisional berbasis entitas (*entity-based regulation*) mulai bergeser menjadi pendekatan berbasis aktivitas (*activity-based regulation*). Regulator harus menyeimbangkan antara

mendorong inovasi dan melindungi stabilitas sistem keuangan. Menurut Zetsche *et al.* (2017) dalam jurnal *The Future of Fintech Regulation*, konsep regulatory sandbox telah menjadi salah satu respons umum, yakni memberikan ruang eksperimen terbatas bagi fintech untuk menguji produk baru tanpa segera tunduk pada seluruh persyaratan regulasi formal. Ini dilakukan dengan pengawasan ketat agar risiko dapat diminimalkan sambil tetap mendukung inovasi.

Di Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah meluncurkan POJK No. 77/POJK.01/2016 sebagai regulasi dasar bagi layanan pinjaman berbasis teknologi informasi (P2P lending). Bank Indonesia pun telah mengatur fintech dalam konteks sistem pembayaran melalui Peraturan BI No. 19/12/PBI/2017. Kedua lembaga ini berupaya mengembangkan kerangka hukum yang adaptif dan responsif terhadap perkembangan teknologi finansial yang sangat cepat.

3. Digitalisasi Keuangan: Inklusi, Efisiensi, dan Transformasi Ekonomi

Keuangan digital yang didorong oleh fintech telah memperluas inklusi keuangan secara signifikan, terutama di negara berkembang. Akses terhadap layanan keuangan seperti tabungan, pinjaman mikro, asuransi, dan investasi kini dapat dilakukan melalui ponsel pintar dan koneksi internet. Menurut Demirgüç-Kunt *et al.* (2018) dalam laporan The Global Findex Database yang diterbitkan oleh World Bank, keuangan digital telah meningkatkan kepemilikan rekening secara global dari 51% pada 2011 menjadi 69% pada 2017, dengan peningkatan tajam di Asia dan Afrika Sub-Sahara. Salah satu studi penting oleh Jack dan Suri (2014) dalam jurnal Science menemukan bahwa penetrasi mobile money di Kenya melalui layanan M-Pesa mampu meningkatkan tabungan rumah tangga, mempercepat mobilitas ekonomi, dan mengurangi kemiskinan ekstrem. Ini menjadi bukti bahwa fintech tidak hanya berdampak pada sektor keuangan formal, tetapi juga pada dimensi sosial dan pembangunan ekonomi.

Efisiensi operasional juga menjadi salah satu manfaat utama dari digitalisasi keuangan. Proses verifikasi identitas yang dulunya memerlukan waktu dan dokumen fisik kini dapat dilakukan melalui e-KYC (*electronic Know Your Customer*), biometrik, dan sistem digital lainnya. Teknologi ini tidak hanya menghemat biaya, tetapi juga mempercepat onboarding pelanggan dan meningkatkan keamanan data.

Menurut Tapscott dan Tapscott (2016) dalam *Blockchain Revolution*, digitalisasi berbasis blockchain memungkinkan pembuatan sistem keuangan yang transparan, terdesentralisasi, dan tahan manipulasi, sehingga dapat mengurangi korupsi serta meningkatkan efisiensi transaksi lintas negara.

Transformasi digital dalam keuangan juga mendorong terciptanya ekosistem ekonomi digital yang saling terhubung. Sektor-sektor seperti e-commerce, transportasi online, dan edutech berkembang seiring pertumbuhan fintech, menciptakan jaringan nilai yang luas dan berkelanjutan. Dalam konteks ini, literasi keuangan digital menjadi kebutuhan utama. Menurut OECD (2018) dalam *Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion*, edukasi masyarakat tentang penggunaan layanan keuangan digital sangat penting agar manfaat fintech tidak hanya dinikmati segelintir kalangan tetapi dapat merata ke seluruh lapisan masyarakat.

Adopsi fintech oleh pemerintah sebagai bagian dari *digital public infrastructure* (DPI) seperti digital ID, sistem pembayaran nasional, dan e-wallet negara, menciptakan peluang untuk distribusi bantuan sosial, subsidi, dan insentif fiskal secara lebih efisien dan transparan. Indonesia misalnya, melalui program GPN (*Gerbang Pembayaran Nasional*) dan *Quick Response Code Indonesian Standard* (QRIS), telah menunjukkan kemajuan dalam membangun sistem keuangan digital yang inklusif dan interoperabel.

C. *Sustainable Finance* dan *Green Investment*

1. Konsep dan Perkembangan *Sustainable Finance*

Sustainable finance merupakan pendekatan dalam pengelolaan keuangan yang mengintegrasikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan (*Environmental, Social, Governance – ESG*) dalam proses pengambilan keputusan investasi dan pembiayaan. Definisi ini diuraikan secara komprehensif oleh Weber (2017) dalam *Sustainable Finance and Banking: The Financial Sector and the Future of the Planet*, yang menyatakan bahwa *sustainable finance* tidak hanya berorientasi pada pencapaian keuntungan finansial jangka pendek, tetapi juga memperhatikan dampak jangka panjang terhadap lingkungan dan masyarakat. Konsep ini muncul sebagai respon atas meningkatnya kesadaran global mengenai perubahan iklim, degradasi lingkungan, dan

ketidaksetaraan sosial yang semakin memengaruhi stabilitas ekonomi dan finansial dunia.

Menurut Clark, Feiner, dan Viehs (2015) dalam studinya yang dipublikasikan di *Journal of Sustainable Finance & Investment*, perusahaan yang menerapkan prinsip ESG cenderung memiliki risiko bisnis yang lebih rendah dan kinerja keuangan yang lebih stabil dalam jangka panjang. Hal ini mendorong investor institusional seperti dana pensiun dan hedge funds untuk mengalokasikan dana ke instrumen keuangan yang memenuhi kriteria keberlanjutan. *Sustainable finance* juga telah mendapatkan perhatian dari lembaga regulasi dan pemerintah di berbagai negara, yang berupaya menciptakan kerangka kebijakan untuk mendorong investasi hijau dan membatasi pembiayaan terhadap kegiatan yang merusak lingkungan.

Perkembangan *sustainable finance* pun tidak terlepas dari evolusi instrumen keuangan yang mendukungnya, seperti green bonds, social bonds, dan sustainability-linked loans. Green bonds, khususnya, telah menjadi instrumen utama untuk membiayai proyek-proyek yang ramah lingkungan seperti energi terbarukan, efisiensi energi, dan pengelolaan limbah. Sebagai contoh, menurut *Climate Bonds Initiative* (2019), volume penerbitan green bonds secara global tumbuh eksponensial dari sekitar USD 11 miliar pada 2013 menjadi lebih dari USD 250 miliar pada 2019, menandai pergeseran besar dalam paradigma pembiayaan proyek hijau.

2. Prinsip dan Praktik *Green Investment*

Green investment merujuk pada penanaman modal yang diarahkan secara khusus untuk mendukung proyek, perusahaan, atau sektor yang memberikan kontribusi positif terhadap lingkungan. Hal ini mencakup investasi pada energi terbarukan, teknologi bersih, konservasi sumber daya alam, serta pengurangan emisi karbon. Renneboog, Ter Horst, dan Zhang (2008) dalam *The Role of Socially Responsible Investing* menyatakan bahwa *green investment* merupakan bagian dari *Socially Responsible Investing* (SRI) yang lebih luas, namun dengan fokus khusus pada aspek lingkungan.

Salah satu prinsip utama *green investment* adalah *additionality*, yaitu memastikan bahwa investasi yang dilakukan benar-benar memberikan dampak lingkungan positif yang nyata dan tidak hanya sekadar penggantian investasi konvensional. Prinsip ini menuntut

adanya transparansi dalam pelaporan dan evaluasi dampak lingkungan dari proyek yang dibiayai. *Global Reporting Initiative* (GRI) dan *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) adalah dua organisasi utama yang menyediakan standar pelaporan ESG dan *green investment*, sehingga investor dapat menilai efektivitas dan kredibilitas investasi hijau secara objektif. Selain itu, *green investment* juga harus memperhatikan risiko-risiko khusus seperti risiko regulasi lingkungan yang dapat berubah-ubah, risiko teknologi yang masih dalam tahap pengembangan, dan risiko reputasi. Dalam konteks ini, Hart dan Milstein (2003) dalam artikelnya *Creating Sustainable Value di Academy of Management Executive* menekankan pentingnya strategi investasi yang berkelanjutan dan adaptif terhadap perubahan lingkungan makro, sehingga perusahaan dan investor dapat meminimalkan risiko sekaligus memaksimalkan nilai jangka panjang.

Pada praktiknya, *green investment* juga dihadapkan pada tantangan yang meliputi kurangnya data dan informasi yang andal, *greenwashing*, serta tingginya biaya awal proyek hijau. Untuk itu, berbagai inisiatif pemerintah dan lembaga keuangan internasional seperti Bank Dunia dan *International Finance Corporation* (IFC) memberikan dukungan berupa pembiayaan, asuransi risiko, dan pengembangan kapasitas agar investasi hijau dapat lebih menarik dan terjangkau. OECD (2020) dalam laporan *Green Finance and Investment* menegaskan bahwa kolaborasi antara sektor publik dan swasta menjadi kunci keberhasilan *green investment* dalam skala besar.

3. Dampak dan Prospek *Sustainable Finance* dan *Green Investment* terhadap Ekonomi Global

Dampak *sustainable finance* dan *green investment* tidak hanya terbatas pada pencapaian tujuan lingkungan seperti mitigasi perubahan iklim dan konservasi biodiversitas, tetapi juga memperluas manfaat ekonomi dan sosial secara luas. Studi oleh Friede, Busch, dan Bassen (2015) yang dikaji dalam *Journal of Sustainable Finance & Investment* menunjukkan adanya korelasi positif antara praktik ESG dan kinerja keuangan perusahaan, sehingga mendorong pertumbuhan ekonomi yang lebih inklusif dan berkelanjutan. Selain itu, investasi hijau membuka peluang lapangan kerja baru di sektor-sektor seperti energi terbarukan, pengelolaan limbah, dan teknologi bersih, yang sangat dibutuhkan di era transisi energi global. Menurut *International Labour Organization* (ILO)

dalam laporan World Employment and Social Outlook 2018, sektor ekonomi hijau diprediksi dapat menyerap puluhan juta tenaga kerja baru dalam dekade mendatang jika investasi dan kebijakan yang tepat diterapkan.

Pada skala makroekonomi, *sustainable finance* membantu mengurangi risiko sistemik yang timbul dari kerusakan lingkungan dan ketimpangan sosial. Contohnya, perubahan iklim yang menyebabkan bencana alam ekstrem dan ketidakpastian ekonomi dapat mengganggu pasar keuangan dan stabilitas fiskal suatu negara. Menurut Bolton, Despres, Pereira da Silva, Samama, dan Svartzman (2020) dalam laporan *The Green Swan: Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change* yang diterbitkan oleh *Bank for International Settlements* (BIS), bank sentral dan regulator keuangan harus mengintegrasikan risiko iklim ke dalam kerangka manajemen risikonya untuk menjaga stabilitas sistem keuangan global.

Tren peningkatan permintaan produk keuangan berkelanjutan dari konsumen dan investor menjadi pendorong utama bagi perusahaan untuk meningkatkan transparansi dan integrasi ESG dalam tata kelola. Hal ini menciptakan siklus positif antara keuangan berkelanjutan dan pembangunan ekonomi yang lebih tangguh dan berorientasi masa depan. Laporan dari McKinsey & Company (2021) tentang *The ESG premium: New perspectives on value and performance* memperkuat pandangan bahwa perusahaan yang mampu mengintegrasikan ESG dengan baik akan mendapatkan valuasi yang lebih tinggi dan akses pembiayaan yang lebih murah.

Untuk mencapai potensi penuh *sustainable finance* dan *green investment*, diperlukan harmonisasi standar pelaporan dan regulasi secara global, peningkatan kapasitas institusional, serta pengembangan teknologi pendukung. Organisasi internasional seperti *UN Environment Programme Finance Initiative* (UNEP FI) dan *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) terus mendorong kolaborasi antar negara dan sektor untuk memperkuat ekosistem keuangan yang berkelanjutan dan resilien.

D. *Corporate Governance* dan Transparansi Keuangan

1. Konsep Dasar dan Signifikansi *Corporate Governance* dalam Sistem Keuangan

Corporate governance (CG) atau tata kelola perusahaan merupakan seperangkat prinsip, struktur, dan mekanisme yang digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai tujuan organisasi dengan memperhatikan kepentingan seluruh pemangku kepentingan (stakeholders). Menurut Shleifer dan Vishny (1997) dalam jurnal *A Survey of Corporate Governance*, *corporate governance* berfungsi sebagai sistem untuk menjamin bahwa manajemen menjalankan perusahaan demi kepentingan para pemegang saham, serta meminimalkan konflik keagenan antara principal dan agent.

Tata kelola perusahaan yang efektif memuat beberapa pilar utama, yakni transparansi, akuntabilitas, tanggung jawab, independensi, serta keadilan. OECD (2004) dalam *OECD Principles of Corporate Governance* menekankan bahwa prinsip-prinsip ini penting untuk membangun kepercayaan investor dan menjaga integritas pasar keuangan. Dalam konteks ini, *corporate governance* tidak hanya menjadi alat internal perusahaan untuk meningkatkan efisiensi manajerial, tetapi juga instrumen eksternal untuk menarik modal, baik dari domestik maupun internasional.

Keberadaan *corporate governance* yang kuat terbukti berdampak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Claessens dan Yurtoglu (2013) dalam *Corporate Governance in Emerging Markets* membahas bahwa perusahaan dengan sistem tata kelola yang baik memiliki akses pendanaan yang lebih luas, biaya modal yang lebih rendah, serta risiko kegagalan yang lebih kecil, menambahkan bahwa di negara berkembang, penerapan CG seringkali menghadapi tantangan berupa lemahnya institusi hukum dan pengawasan pasar, sehingga penguatan aspek regulasi menjadi sangat penting.

Corporate governance modern telah berkembang seiring dengan kompleksitas bisnis dan meningkatnya tuntutan sosial terhadap akuntabilitas korporasi. Konsep stakeholder *governance* kini semakin populer, di mana perusahaan tidak hanya berorientasi pada pemegang saham (*shareholder-centric*), tetapi juga mempertimbangkan dampaknya terhadap karyawan, komunitas lokal, lingkungan, dan masyarakat luas (Freeman, 1984). Oleh karena itu, CG bukan lagi

sekadar alat pengendalian manajerial, tetapi menjadi fondasi utama bagi keberlanjutan bisnis dalam jangka panjang.

2. Hubungan Antara *Corporate Governance* dan Transparansi Keuangan

Salah satu aspek paling vital dalam *corporate governance* adalah transparansi keuangan. Transparansi mengacu pada keterbukaan, kelengkapan, dan keakuratan informasi keuangan yang disampaikan perusahaan kepada publik, terutama kepada investor, kreditor, dan regulator. Healy dan Palepu (2001) dalam artikel klasiknya *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets* di *Journal of Accounting and Economics* menjelaskan bahwa transparansi yang tinggi mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pemangku kepentingan, sehingga meningkatkan efisiensi pasar dan kepercayaan investor.

Corporate governance yang efektif menjamin bahwa laporan keuangan yang disajikan manajemen bersifat objektif dan dapat diaudit secara independen. Keberadaan komite audit independen, auditor eksternal yang bereputasi baik, serta direksi non-eksekutif yang aktif dalam pengawasan merupakan bagian penting dari struktur tata kelola yang mendukung transparansi. Bushman dan Smith (2001) dalam *Financial Accounting Information and Corporate Governance* menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang lemah seringkali dikaitkan dengan praktik manipulasi laporan keuangan, penghindaran pajak agresif, dan skandal keuangan, seperti yang terjadi pada Enron dan WorldCom di awal 2000-an.

Transparansi keuangan juga memperkuat fungsi *corporate governance*. Informasi yang terbuka dan dapat dipercaya memungkinkan pemegang saham dan dewan direksi untuk melakukan evaluasi kinerja manajemen secara lebih akurat dan objektif. Diamond dan Verrecchia (1991) dalam *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital* menunjukkan bahwa perusahaan yang transparan cenderung memiliki likuiditas saham yang lebih tinggi dan biaya modal yang lebih rendah, karena investor merasa lebih yakin terhadap risiko yang dihadapi.

Studi empiris oleh La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer (2000) dalam *Investor Protection and Corporate Governance* menegaskan bahwa perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas juga memengaruhi tingkat transparansi keuangan. Negara

dengan sistem hukum dan penegakan yang kuat cenderung mendorong perusahaan untuk lebih terbuka dalam pelaporan keuangannya, karena risiko sanksi terhadap pelanggaran tata kelola lebih tinggi. Ini membuktikan bahwa tata kelola perusahaan tidak dapat dipisahkan dari ekosistem hukum dan kelembagaan di mana perusahaan beroperasi.

3. Implementasi *Corporate Governance* dan Transparansi di Negara Berkembang

Meskipun konsep *corporate governance* telah menjadi perhatian global, implementasinya di negara berkembang masih menghadapi sejumlah tantangan. Bebchuk dan Weisbach (2010) dalam *The State of Corporate Governance Research* menyebutkan bahwa di banyak negara berkembang, praktik CG masih bersifat formalitas dan belum tertanam secara substansial dalam budaya korporasi. Banyak perusahaan hanya mematuhi regulasi secara administratif, tetapi tidak menginternalisasi nilai-nilai tata kelola dalam proses pengambilan keputusan strategis.

Di Indonesia, misalnya, implementasi CG mulai diperkuat sejak krisis keuangan Asia 1997–1998. Lahirnya Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) dan penerapan Peraturan OJK tentang CG menjadi langkah awal reformasi. Namun, seperti diungkap oleh Utama dan Pratama (2015) dalam jurnal *Indonesian Capital Market Review*, masih banyak perusahaan yang memiliki dualisme kepemilikan (piramida) dan pengaruh keluarga dominan, yang menyebabkan konflik keagenan horizontal dan menghambat pengawasan internal yang efektif.

Pada konteks transparansi keuangan, keberadaan teknologi digital telah membuka peluang baru. Sistem pelaporan berbasis XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*), audit digital, dan penggunaan big data untuk pemantauan risiko merupakan inovasi yang dapat mempercepat reformasi tata kelola. Menurut laporan World Bank (2019) dalam *Report on Observance of Standards and Codes* (ROSC) untuk Indonesia, adopsi sistem akuntansi berbasis IFRS telah meningkatkan kredibilitas laporan keuangan emiten publik, namun kualitas implementasi masih perlu ditingkatkan, terutama di sektor UKM dan perusahaan keluarga.

Strategi untuk meningkatkan tata kelola dan transparansi di negara berkembang mencakup peningkatan literasi keuangan manajerial, reformasi hukum perusahaan, penguatan lembaga pengawas, serta pemberdayaan investor institusional. Solomon (2020) dalam *Corporate*

Governance and Accountability menyatakan bahwa transformasi CG bukan hanya tanggung jawab regulator, tetapi juga seluruh pemangku kepentingan dalam ekosistem keuangan, termasuk media, akademisi, dan masyarakat sipil.

Dengan demikian, perbaikan tata kelola perusahaan dan peningkatan transparansi bukan hanya penting untuk kepentingan internal korporasi, tetapi juga bagi stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan. Krisis keuangan global tahun 2008 telah menjadi pelajaran besar bahwa lemahnya tata kelola dan pengawasan keuangan dapat memicu dampak sistemik yang sangat luas. Oleh karena itu, *corporate governance* dan transparansi keuangan kini menjadi agenda prioritas dalam reformasi sektor keuangan global.

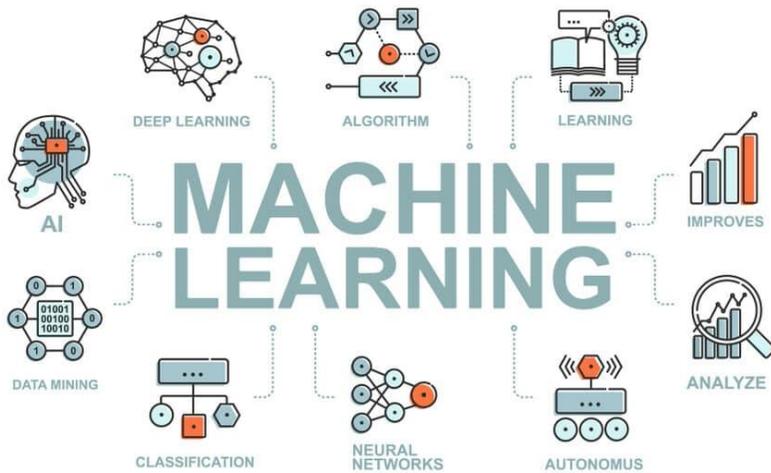
E. Analisis *Big Data* dalam Keuangan Modern

1. Konsep dan Peran Strategis *Big Data* dalam Sistem Keuangan

Big Data dalam konteks keuangan modern merujuk pada proses pengumpulan, pengolahan, dan analisis volume besar data yang berasal dari berbagai sumber secara cepat (*velocity*), beragam (*variety*), dan dalam jumlah masif (*volume*). Tiga karakteristik ini dikenal sebagai Three Vs sebagaimana dijelaskan oleh Laney (2001). *Big Data* menjadi pendorong utama transformasi digital dalam sektor keuangan karena mampu menangkap pola, tren, dan anomali yang sebelumnya tidak terlihat dengan pendekatan konvensional.

Pada buku *Big Data in Practice*, Marr (2016) menyatakan bahwa *Big Data* memiliki potensi luar biasa dalam mendukung pengambilan keputusan berbasis data (*data-driven decision making*) di sektor keuangan, khususnya dalam aspek seperti manajemen risiko, analitik pelanggan, pencegahan penipuan, dan optimalisasi portofolio investasi. Dengan menggunakan algoritma pembelajaran mesin (*machine learning*) dan kecerdasan buatan (AI), lembaga keuangan dapat memproses data real-time dan memberikan layanan yang jauh lebih personal dan efisien kepada nasabah.

Gambar 4. *Machine Learning*



Sumber: *Codepolitan*

Manyika *et al.* (2011) dari McKinsey Global Institute dalam laporan *Big Data: The Next Frontier for Innovation, Competition, and Productivity* membahas bahwa penggunaan *Big Data* dalam industri keuangan mampu meningkatkan efisiensi operasional hingga 60%, serta mendorong inovasi produk dan layanan keuangan digital. Hal ini menjadikan *Big Data* sebagai aset strategis yang tidak hanya mendukung operasional perusahaan keuangan, tetapi juga membentuk lanskap kompetisi baru di sektor ini.

Transformasi digital yang didorong oleh *Big Data* tidak hanya bersifat teknologis, tetapi juga menyentuh aspek strategis manajerial. Perusahaan harus menyesuaikan struktur organisasinya untuk mengakomodasi keahlian baru dalam *data science* dan *analytics*, serta mengembangkan kebijakan tata kelola data (*data governance*) yang menjamin integritas, keamanan, dan etika dalam penggunaan data. Hal ini diperkuat oleh George, Haas, dan Pentland (2014) dalam artikelnya di *Journal of Management*, bahwa organisasi yang berhasil menerapkan *Big Data* adalah yang mampu mengintegrasikan proses teknologi dan manajerial secara sinergis.

2. Penerapan *Big Data* dalam Risiko Keuangan dan Deteksi Penipuan

Salah satu area paling signifikan dari penerapan *Big Data* dalam keuangan modern adalah manajemen risiko dan deteksi fraud. Teknologi *Big Data* memungkinkan pengolahan data dalam waktu nyata (*real-time analytics*), yang sangat krusial dalam mengantisipasi dan merespons risiko pasar, risiko kredit, maupun risiko operasional. Menurut Provost dan Fawcett (2013) dalam buku *Data Science for Business*, pendekatan analitis berbasis data besar telah mengubah metode *traditional risk assessment* menjadi lebih prediktif dan dinamis. Dalam manajemen risiko pasar, *Big Data* digunakan untuk memonitor pergerakan pasar keuangan secara langsung dan merespons fluktuasi harga, volatilitas, dan indikator ekonomi makro dengan lebih akurat. Misalnya, bank dan lembaga investasi menggunakan algoritma prediktif untuk memodelkan skenario pasar dan mengevaluasi dampaknya terhadap portofolio investasi. Hal ini disebut dengan stress testing berbasis data besar, yang terbukti lebih adaptif dibanding metode simulasi statis.

Pada risiko kredit, *Big Data* menggabungkan informasi dari laporan keuangan, data historis pinjaman, hingga data non-tradisional seperti jejak media sosial dan pola konsumsi digital untuk membentuk credit scoring model yang lebih komprehensif. Khandani, Kim, dan Lo (2010) dalam artikelnya di *Journal of Financial Economics* menyatakan bahwa model risiko kredit berbasis *machine learning* dari *Big Data* memiliki tingkat akurasi yang jauh lebih tinggi dibanding model regresi klasik.

Pada deteksi penipuan, *Big Data* digunakan untuk mendeteksi pola transaksi abnormal secara otomatis melalui teknik seperti anomaly detection dan network analysis. Penipuan dalam sistem pembayaran elektronik, pencurian identitas, dan manipulasi pasar dapat diidentifikasi dengan cepat melalui pola perilaku yang menyimpang. Baesens *et al.* (2015) dalam *Fraud Analytics Using Descriptive, Predictive, and Social Network Techniques* menekankan bahwa penggunaan teknologi *Big Data* mampu mengurangi kerugian akibat fraud secara signifikan dengan mendeteksi potensi penipuan bahkan sebelum transaksi selesai diproses. Namun demikian, penggunaan *Big Data* dalam manajemen risiko dan deteksi fraud juga menghadapi tantangan etika dan privasi. Dilema utama terletak pada sejauh mana perusahaan dapat mengakses dan memproses data pribadi nasabah tanpa melanggar hak privasi. Oleh

karena itu, implementasi teknologi ini harus disertai dengan regulasi perlindungan data pribadi dan pengawasan yang ketat sebagaimana dibahas oleh Zwitter (2014) dalam *Big Data Ethics*.

3. Tantangan Implementasi dan Masa Depan Analisis *Big Data* dalam Keuangan

Walaupun potensinya besar, implementasi *Big Data* dalam sektor keuangan tidak terlepas dari sejumlah tantangan struktural dan teknis. Salah satu hambatan utama adalah kualitas dan integritas data. Seperti diuraikan oleh Redman (1998) dalam *The Impact of Poor Data Quality on the Typical Enterprise*, data yang tidak konsisten, tidak lengkap, atau tidak terstandarisasi akan menurunkan efektivitas analitik dan bahkan menghasilkan kesimpulan yang salah. Oleh karena itu, data cleansing dan data validation menjadi proses krusial sebelum data dianalisis. Selain itu, kurangnya sumber daya manusia yang memiliki keahlian di bidang data science dan keuangan menjadi tantangan lain. Menurut laporan Deloitte (2017) dalam *Analytics Trends*, terdapat kesenjangan besar antara kebutuhan industri terhadap data-driven talent dan jumlah profesional yang tersedia. Hal ini menghambat kemampuan institusi keuangan untuk mengembangkan solusi berbasis *Big Data* yang kompetitif.

Tantangan lain adalah kerentanan terhadap serangan siber. Semakin besar ketergantungan terhadap infrastruktur data, semakin besar pula potensi risiko kebocoran data dan gangguan sistem. Dalam sektor keuangan, kebocoran informasi sangat sensitif karena menyangkut kepercayaan nasabah dan integritas sistem moneter. Oleh karena itu, penerapan *Big Data* harus disertai dengan cybersecurity framework yang memadai dan adaptif, sebagaimana dijelaskan dalam *Cybersecurity in Financial Services* oleh OECD (2015). Ke depan, masa depan *Big Data* dalam keuangan akan semakin ditentukan oleh kemajuan teknologi seperti cloud computing, edge computing, blockchain, dan *artificial intelligence*. Integrasi antara *Big Data* dan blockchain, misalnya, akan memungkinkan pencatatan transaksi yang lebih transparan, tidak dapat diubah, dan aman secara kriptografis. Ini akan mengubah praktik audit, pelaporan keuangan, dan tata kelola risiko secara fundamental. Sebagaimana diuraikan oleh Tapscott dan Tapscott (2016) dalam *Blockchain Revolution*, masa depan sistem keuangan adalah gabungan dari data besar yang transparan dan desentralisasi.

F. Indikator Isu Kontemporer dalam Manajemen Keuangan

1. Indikator ESG (*Environmental, Social, Governance*) dalam Penilaian Kinerja Keuangan

Isu kontemporer pertama yang sangat memengaruhi manajemen keuangan modern adalah keberadaan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) sebagai indikator baru dalam mengevaluasi kinerja dan keberlanjutan perusahaan. ESG tidak hanya menjadi alat ukur tambahan, tetapi telah berkembang menjadi kerangka kerja strategis yang memengaruhi keputusan investasi dan keuangan global. Menurut Eccles dan Klimenko (2019) dalam *Harvard Business Review*, investor besar seperti BlackRock mulai mengintegrasikan metrik ESG dalam keputusan alokasi modal karena terbukti bahwa perusahaan dengan skor ESG tinggi lebih tahan terhadap krisis, memiliki basis pelanggan yang lebih loyal, dan lebih adaptif terhadap regulasi lingkungan dan sosial yang berubah-ubah. Dalam praktiknya, indikator ESG mencakup berbagai metrik seperti jejak karbon, penggunaan energi terbarukan, inklusi sosial dalam tenaga kerja, serta transparansi tata kelola perusahaan.

Hill, Jones, dan Schilling (2014) dalam buku *Strategic Management: Theory* menjelaskan bahwa ESG adalah bagian penting dari strategi bisnis berkelanjutan, di mana perusahaan bukan hanya mencari keuntungan jangka pendek tetapi juga menciptakan nilai jangka panjang bagi semua pemangku kepentingan. Dalam manajemen keuangan, hal ini tercermin pada model penilaian perusahaan yang memasukkan biaya dan manfaat dari strategi berkelanjutan, termasuk dampak reputasi, loyalitas pelanggan, dan risiko litigasi. Selain itu, dalam penelitian Friede, Busch, dan Bassen (2015) yang memetakan lebih dari 2.000 studi empiris, ditemukan bahwa 90% penelitian menunjukkan hubungan positif atau netral antara kinerja ESG dan kinerja keuangan. Artinya, indikator ESG bukan sekadar "opsi etis" tetapi menjadi komponen penting dalam pengelolaan risiko dan pertumbuhan nilai jangka panjang. Ini mengubah pendekatan manajemen keuangan dari yang semula hanya berorientasi laba menjadi berorientasi nilai menyeluruh.

2. Digitalisasi Keuangan dan Indikator Transformasi Teknologi

Transformasi digital dalam sektor keuangan juga menghasilkan indikator-indikator baru dalam manajemen keuangan modern. Perkembangan teknologi finansial (*Fintech*), otomatisasi proses keuangan, dan penerapan kecerdasan buatan dalam manajemen keuangan menyebabkan perusahaan perlu mengembangkan sistem pengukuran kinerja yang mencerminkan efisiensi digital dan ketahanan sistem teknologi informasi. Brynjolfsson dan McAfee (2014) dalam *The Second Machine Age* menyatakan bahwa indikator keberhasilan keuangan tidak lagi hanya bergantung pada metrik klasik seperti margin laba, ROI, atau pertumbuhan pendapatan, tetapi juga pada kecepatan adopsi teknologi, tingkat otomatisasi proses keuangan, serta keamanan dan integrasi sistem data. Contohnya, *cash conversion cycle* (CCC) kini dapat dianalisis dengan lebih real-time berkat sistem ERP dan *AI-based analytics*, sehingga pengambilan keputusan menjadi lebih responsif dan prediktif.

Sebagai contoh konkret, indikator digitalisasi keuangan meliputi tingkat digitalisasi transaksi (*digital transaction ratio*), efisiensi proses pengadaan (*procure-to-pay cycle time*), serta *customer acquisition cost via digital channels*. Perusahaan yang unggul dalam digitalisasi menunjukkan efisiensi operasional lebih tinggi dan akses pasar yang lebih luas, yang kemudian meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan (Gomber *et al.*, 2017, *Journal of Business Economics*). Lebih jauh lagi, dalam konteks transformasi keuangan digital, indikator *cyber risk exposure* juga menjadi bagian integral dalam pengelolaan keuangan. Hal ini dikemukakan oleh Wamba-Taguimdje *et al.* (2020) dalam *Technological Forecasting and Social Change*, yang menyatakan bahwa risiko siber harus dihitung sebagai bagian dari total risiko operasional perusahaan, mengingat gangguan sistem TI dapat berakibat langsung pada arus kas dan reputasi.

3. Indikator Keuangan Berbasis Keberlanjutan dan Risiko Sistemik

Indikator keuangan kontemporer tidak hanya fokus pada performa internal perusahaan, tetapi juga mempertimbangkan aspek eksternal dan risiko sistemik. Salah satu indikator kunci dalam hal ini adalah *carbon-adjusted return on investment* (C-ROI) yang mengukur imbal hasil investasi setelah memperhitungkan emisi karbon atau risiko

lingkungan lainnya. Menurut Clark, Feiner, dan Viehs (2015) dalam *From the Stockholder to the Stakeholder*, pendekatan ini penting dalam konteks perubahan iklim dan peningkatan ekspektasi investor terhadap investasi berkelanjutan. Selain itu, *climate value-at-risk* (Climate VaR) juga digunakan untuk mengukur potensi kerugian nilai perusahaan akibat perubahan regulasi iklim, bencana alam, atau pergeseran preferensi konsumen terhadap produk ramah lingkungan. Hal ini didukung oleh penelitian Battiston *et al.* (2017) dalam *Nature Climate Change* yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki eksposur tinggi terhadap sektor karbon tinggi memiliki valuasi yang lebih rentan terhadap penurunan drastis.

Indikator *systemic risk contribution* menjadi penting untuk mengukur seberapa besar kontribusi suatu institusi keuangan terhadap stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan. Dalam krisis keuangan global 2008, banyak lembaga keuangan besar yang gagal karena indikator keuangan konvensional tidak dapat menangkap akumulasi risiko sistemik. Acharya *et al.* (2012) dalam *Journal of Financial Economics* mengembangkan indikator seperti SRISK untuk mengantisipasi potensi gagal bayar sistemik yang berdampak luas pada ekonomi. Penggunaan indikator keberlanjutan dan risiko sistemik ini mendorong pergeseran paradigma dalam manajemen keuangan: dari pengelolaan risiko individual menjadi pendekatan sistemik dan ekologis. Keuangan tidak lagi berdiri sendiri sebagai fungsi ekonomi, melainkan sebagai bagian dari ekosistem global yang saling terhubung.

G. Soal Latihan

1. Jelaskan konsep ESG (*Environmental, Social, and Governance*) dalam konteks keuangan. Mengapa penerapan prinsip ESG penting bagi keberlanjutan dan reputasi perusahaan?
2. Bagaimana perkembangan fintech dan digitalisasi keuangan telah mengubah cara perusahaan mengelola transaksi, pembiayaan, dan layanan keuangan? Berikan contoh implementasinya.
3. Uraikan pengertian *sustainable finance* dan *green investment*. Bagaimana kedua konsep ini mendukung tujuan pembangunan berkelanjutan dan mengelola risiko lingkungan dalam kegiatan bisnis?

4. Mengapa *corporate governance* dan transparansi keuangan menjadi semakin penting dalam lingkungan bisnis modern? Jelaskan kaitannya dengan kepercayaan investor dan pengendalian risiko.
5. Apa peran analisis *big data* dalam manajemen keuangan modern? Berikan contoh bagaimana data besar dapat digunakan untuk meningkatkan kualitas pengambilan keputusan keuangan.
6. Sebutkan dan jelaskan indikator-indikator utama yang mencerminkan respons perusahaan terhadap isu-isu kontemporer dalam manajemen keuangan. Mengapa pemantauan indikator ini penting bagi manajemen?

DAFTAR PUSTAKA

- Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., & Richardson, M. (2012). Measuring Systemic Risk. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 311–329.
- Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2007). *Management Control Systems* (12th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Arner, D. W., Barberis, J. N., & Buckley, R. P. (2016). The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? *Georgetown Journal of International Law*, 47(4), 1271–1319.
- Asquith, P., & Mullins, D. W. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal of Business*, 56(1), 77–96.
- Baesens, B., Van Vlasselaer, V., & Verbeke, W. (2015). *Fraud Analytics Using Descriptive, Predictive, and Social Network Techniques: A Guide to Data Science for Fraud Detection*. Wiley.
- Bahl, R., & Bird, R. (2008). Subnational Taxes in Developing Countries: The Way Forward. *Public Budgeting & Finance*, 28(4), 1–25.
- Bartlett, C. A., & Ghoshal, S. (1989). *Managing Across Borders: The Transnational Solution*. Harvard Business School Press.
- Battiston, S., Mandel, A., Monasterolo, I., Schütze, F., & Visentin, G. (2017). A Climate Stress-Test of the Financial System. *Nature Climate Change*, 7(4), 283–288.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The State of Corporate Governance Research. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 939–961.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and the “Bird in the Hand” Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Bird, R. M., & Zolt, E. M. (2005). The Limited Role of the Personal Income Tax in Developing Countries. *Journal of Asian Economics*, 16(6), 928–946.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654.

- Black, F., & Scholes, M. (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1–22.
- Block, S. B., & Hirt, G. A. (2011). *Foundations of Financial Management* (14th ed.). McGraw-Hill.
- Block, S. B., Hirt, G. A., & Danielsen, B. R. (2011). *Foundations of Financial Management* (14th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Boatright, J. R. (2011). *Ethics and the Conduct of Business* (7th ed.). Pearson.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th ed.). McGraw-Hill Education.
- Bolton, P., Despres, M., Pereira da Silva, L. A., Samama, F., & Svartzman, R. (2020). *The Green Swan: Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change*. Bank for International Settlements (BIS).
- Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J. W. (1998). How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?. *Journal of International Economics*, 45(1), 115–135.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., & Allen, Franklin. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11th Edition). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2010). *Intermediate Financial Management* (10th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2013). *Intermediate Financial Management* (11th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2016). *Intermediate Financial Management* (12th ed.). Cengage Learning.

- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial Management: Theory and Practice* (13th ed.). South-Western College Pub.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice* (14th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2014). *Financial Management: Theory & Practice* (14th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Fundamentals of Financial Management* (13th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of Financial Management* (13th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2016). *Fundamentals of Financial Management* (14th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Brynjolfsson, E., & McAfee, A. (2014). *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*. W. W. Norton & Company.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2001). Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes. *European Economic Review*, 45(7), 1151–1193.
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 237–333.
- Caves, R. E. (1996). *Multinational Enterprise and Economic Analysis* (2nd ed.). Cambridge University Press.
- CFA Institute. (2015). *Environmental, Social and Governance (ESG) Issues in Investing: A Guide for Investment Professionals*. CFA Institute Research Foundation.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 1–15.
- Climate Bonds Initiative. (2019). *Green Bond Market Summary*. Climate Bonds Initiative Report.

- Cole, M. A. (2004). Trade, the Pollution Haven Hypothesis and the Environmental Kuznets Curve: Examining the Linkages. *Ecological Economics*, 48(1), 71–81.
- COSO (2004). Enterprise Risk Management - Integrated Framework. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway
- Cristea, A. D., & Nguyen, D. X. (2016). *Transfer Pricing by Multinational Firms: New Evidence from Foreign Firm Ownerships*. *American Economic Journal: Economic Policy*, 8(3), 170–202.
- Crouhy, M., Galai, D., & Mark, R. (2006). *The Essentials of Risk Management*. McGraw-Hill.
- Culp, C. L. (2001). *The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics*. Wiley.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance* (4th ed.). Wiley.
- Damodaran, Aswath. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd Edition). Wiley Finance.
- Deloof, M. (2003). “Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573–588.
- Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., Ansar, S., & Hess, J. (2018). *The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*. World Bank.
- Devereux, M. P., Vella, J., & Wardell-Burrus, B. (2021). *Pillar 2: Rule Order, Implementation and Legal Framework*. Oxford University Centre for Business Taxation.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the *Cost of Capital*. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1980). *Macroeconomics*. McGraw-Hill.
- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1980). *Open Economy Macroeconomics*. Basic Books.
- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2011). *Macroeconomics* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Dowd, K. (2005). *Measuring Market Risk* (2nd ed.). Wiley.
- Dunning, J. H. (1993). *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison-Wesley.

- Duska, R. F., Duska, B. S., & Ragatz, J. A. (2011). *Accounting Ethics* (2nd ed.). Wiley-Blackwell.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Easterly, W. (2001). *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics*. MIT Press.
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). *The Investor Revolution*. Harvard Business Review.
- Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2018). *The Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*. Wiley.
- Eden, L. (2001). Taxes, Transfer Pricing, and the Multinational Enterprise. In A. Rugman & T. Brewer (Eds.), *Oxford Handbook of International Business*. Oxford University Press.
- Eichengreen, B., & Hausmann, R. (2005). *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press.
- Eisenhardt, K. M. (1989). "Agency Theory: An Assessment and Review." *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Capstone.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2014). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (9th ed.). Wiley.
- Eun, C. S., & Resnick, B. G. (2014). *International Financial Management* (7th ed.). McGraw-Hill Education.
- Fabozzi, F. J. (2006). *Handbook of Financial Instruments*. Wiley.
- Fabozzi, F. J., & Modigliani, F. (2009). *Capital Markets: Institutions and Instruments* (4th ed.). Pearson Education.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.
- Ferrell, O. C., Fraedrich, J., & Ferrell, L. (2015). *Business Ethics: Ethical Decision Making & Cases* (10th ed.). Cengage Learning.
- Frankel, J. A., & Rose, A. K. (1995). Empirical Research on Nominal Exchange Rates. In G. M. Grossman & K. Rogoff (Eds.), *Handbook of International Economics*, Vol. 3. Elsevier.

- Fraser, L. M., & Ormiston, A. (2016). *Understanding Financial Statements* (10th ed.). Pearson.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Garrison, R. H., Noreen, E. W., & Brewer, P. C. (2015). *Managerial Accounting* (15th ed.). McGraw-Hill Education.
- George, G., Haas, M. R., & Pentland, A. (2014). *Big Data and Management*. *Journal of Management*, 40(1), 3–30.
- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8–14.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principles of Managerial Finance* (13th ed.). Pearson Education.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). Pearson.
- Gittinger, J. P. (1986). *Economic Analysis of Agricultural Projects*. Johns Hopkins University Press.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2016). *Sustainability Reporting Standards*. GRI.
- Gomber, P., Kauffman, R. J., Parker, C., & Weber, B. W. (2017). On the Fintech Revolution: Interpreting the Forces of Innovation, Disruption, and Transformation in Financial Services. *Journal of Business Economics*, 87, 537–580.
- Gordon, M. J. (1962). *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Gravelle, J. G. (2009). *Tax Havens: International Tax Avoidance and Evasion*. Congressional Research Service.
- Grubel, H. G. (1968). Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows. *The American Economic Review*, 58(5), 1299–1314.
- Ha-Joon Chang (2002). *Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective*. Anthem Press.
- Hart, S. L., & Milstein, M. B. (2003). Creating Sustainable Value. *Academy of Management Executive*, 17(2), 56–69.

- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- Hertz, D. B. (1964). Risk Analysis in Capital Investment. *Harvard Business Review*, 42(1), 95–106.
- Hill, C. W. L. (2008). *International Business: Competing in the Global Marketplace* (7th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Hill, C. W. L., & Hult, G. T. M. (2019). *International Business: Competing in the Global Marketplace* (12th ed.). McGraw-Hill.
- Hill, C. W. L., Jones, G. R., & Schilling, M. A. (2014). *Strategic Management: Theory: An Integrated Approach* (11th ed.). Cengage Learning.
- Hillier, D., & Grinblatt, M. (2012). *Financial Markets and Corporate Strategy*. London: McGraw-Hill.
- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2010). *Financial Markets and Corporate Strategy* (2nd European ed.). McGraw-Hill Education.
- Hillier, F. S., & Lieberman, G. J. (2015). *Introduction to Operations Research* (10th ed.). McGraw-Hill Education.
- Hines, J. R., & Rice, E. M. (1994). Fiscal Paradise: Foreign Tax Havens and American Business. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(1), 149–182.
- Horngren, C. T., Sundem, G. L., & Elliott, J. A. (2010). *Introduction to Financial Accounting* (10th ed.). Prentice Hall.
- Horst, T. (1971). The Theory of the Multinational Firm: Optimal Behavior under Different Tariff and Tax Rates. *Journal of Political Economy*, 79(5), 1059–1072.
- Hull, J. C. (2012). *Options, Futures, and Other Derivatives* (8th ed.). Pearson Education.
- Hull, J. C. (2015). *Options, Futures, and Other Derivatives* (9th ed.). Pearson Education.
- Husnan, S., & Pudjiastuti, E. (2015). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (7th ed.). UPP STIM YKPN.
- IMF. (2016). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. International Monetary Fund.
- International Labour Organization (ILO). (2018). *World Employment and Social Outlook 2018: Greening with Jobs*. ILO.
- ISO. (2009). *ISO 31000: Risk Management – Principles and Guidelines*.

- Jack, W., & Suri, T. (2014). Risk Sharing and Transactions Costs: Evidence from Kenya's Mobile Money Revolution. *American Economic Review*, 104(1), 183–223.
- Jenkins, R. (2005). Globalization, Corporate Social Responsibility and Poverty. *International Affairs*, 81(3), 525–540.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). "Performance Pay and Top-Management Incentives." *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Jones, T. M., Felps, W., & Bigley, G. A. (2007). "Ethical Theory and Stakeholder-Related Decisions: The Role of Stakeholder Culture." *Academy of Management Review*, 32(1), 137–155.
- Jorion, P. (2007). *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk* (3rd ed.). McGraw-Hill.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Harvard Business Review Press.
- Kaptein, M. (2008). "Developing and Testing a Measure for the Ethical Culture of Organizations: The Corporate Ethical Virtues Model." *Journal of Organizational Behavior*, 29(7), 923–947.
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: RajaGrafindo Persada.
- Kementerian Pertanian. (2020). *Data Perkebunan Nasional*.
- Keown, A. J., Martin, J. D., & Petty, J. W. (2017). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management* (9th ed.). Pearson Education.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Scott, D. F. (2005). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management* (5th ed.). Pearson Education.
- Khandani, A. E., Kim, A. J., & Lo, A. W. (2010). Consumer Credit-Risk Models via Machine-Learning Algorithms. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 36–65.

- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2019). *Intermediate Accounting* (16th ed.). Wiley.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Houghton Mifflin Company.
- Kolb, R. W., & Overdahl, J. A. (2010). *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*. Wiley.
- Kotsantonis, S., Pinney, C., & Serafeim, G. (2016). ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities. *Harvard Business Review*.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2014). *International Economics: Theory and Policy* (10th ed.). Pearson Education.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Lam, J. (2003). *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. Wiley.
- Laney, D. (2001). *3D Data Management: Controlling Data Volume, Velocity and Variety*. META Group Research Note.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In *Handbook of Economic Growth, Volume 1*. Elsevier.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, 88(3), 537–558.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269.
- Madura, J. (2008). *International Financial Management* (9th ed.). South-Western College Pub.
- Madura, J. (2012). *International Financial Management* (11th ed.). Cengage Learning.
- Madura, J. (2015). *International Financial Management* (12th ed.). Cengage Learning.
- Manyika, J., Chui, M., Brown, B., Bughin, J., Dobbs, R., Roxburgh, C., & Byers, A. H. (2011). *Big Data: The Next Frontier for Innovation, Competition, and Productivity*. McKinsey Global Institute.

- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Marr, B. (2016). *Big Data in Practice: How 45 Successful Companies Used Big Data Analytics to Deliver Extraordinary Results*. Wiley.
- McKinsey & Company. (2021). *The ESG Premium: New Perspectives on Value and Performance*. McKinsey Insights.
- Mikes, A. (2009). Risk Management and Calculative Cultures. *Management Accounting Research*, 20(1), 18–40.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1978). Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 333–364.
- Mishkin, F. S. (2015). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (10th ed.). Pearson.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2012). *Financial Markets and Institutions* (7th ed.). Pearson Education.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Moyo, D. (2009). *Dead Aid: Why Aid Is Not Working and How There Is a Better Way for Africa*. Farrar, Straus and Giroux.
- Munawir, S. (2010). *Analisa Laporan Keuangan*. Liberty.
- Musgrave, R. A., & Musgrave, P. B. (1989). *Public Finance in Theory and Practice* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.” *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

- Myers, Stewart C. (1984). "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575–592.
- OECD (2017). *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing.
- OECD. (2015). *Cybersecurity in Financial Services*. OECD Publishing.
- OECD. (2018). *Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD. (2020). *Green Finance and Investment*. OECD Publishing.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Picciotto, S. (2012). *International Business Taxation: A Study in the Internationalization of Business Regulation*. Cambridge University Press.
- Pilbeam, K. (2013). *International Finance* (4th ed.). Palgrave Macmillan.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–77.
- Provost, F., & Fawcett, T. (2013). *Data Science for Business*. O'Reilly Media.
- Redman, T. C. (1998). The Impact of Poor Data Quality on the Typical Enterprise. *Communications of the ACM*, 41(2), 79–82.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742.
- Rezaee, Z. (2016). *Business Sustainability: Performance, Compliance, Accountability and Integrated Reporting*. Greenleaf Publishing.
- Rodrik, D. (1998). Who Needs Capital-Account Convertibility?. In *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Princeton Essays in International Finance.
- Rogoff, K. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34(2), 647–668.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2013). *Corporate Finance* (10th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2012). *Essentials of Corporate Finance* (7th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2013). *Essentials of Corporate Finance* (8th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Rugman, A. M., & Collinson, S. (2012). *International Business* (6th ed.). Pearson Education.
- Sachs, J. (1989). The Debt Overhang of Developing Countries. In G. Calvo *et al.* (Eds.), *Debt, Stabilization and Development*. Basil Blackwell.
- Saunders, A., & Allen, L. (2002). *Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*. Wiley.
- Schindler, J. W. (2017). Fintech and Financial Innovation: Drivers and Depth. *Harvard Journal on Legislation*, 54, 32–46.
- Shapiro, A. C. (2014). *Multinational Financial Management* (10th ed.). Wiley.
- Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1999). *Investments* (6th ed.). Prentice Hall.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Skinner, C. (2014). *Digital Bank: Strategies to Launch or Become a Digital Bank*. Marshall Cavendish International.
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391–405.
- Solnik, B., & McLeavey, D. (2009). *Global Investments* (6th ed.). Pearson Education.
- Solomon, J. (2010). *Corporate Governance and Accountability* (3rd ed.). Wiley.

- Solomon, J. (2020). *Corporate Governance and Accountability* (5th ed.). Wiley.
- Solomon, J., & Solomon, A. (2004). *Corporate Governance and Accountability*. Wiley.
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. HarperBusiness.
- Stickney, C. P., Brown, P., Wahlen, J. M., & Rees, D. (2010). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective*. Cengage Learning.
- Stiglitz, J. E. (1988). *Economics of the Public Sector* (2nd ed.). W.W. Norton & Company.
- Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and Its Discontents*. W.W. Norton & Company.
- Stulz, R. M. (1996). Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 8–25.
- Sustainability Accounting Standards Board (SASB). (2018). *Standards Overview*. SASB.
- Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.
- Tapscott, D., & Tapscott, A. (2016). *Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin Is Changing Money, Business, and the World*. Penguin.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. TCFD Report.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Todaro, M. P., & Smith, S. C. (2015). *Economic Development* (12th ed.). Pearson.
- Trigeorgis, L. (1996). *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. MIT Press.
- Tufano, P. (1996). Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry. *Journal of Finance*, 51(4), 1097–1137.
- UNCTAD (2020). *World Investment Report 2020: International Production Beyond the Pandemic*. United Nations.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI). (2019). *Principles for Responsible Banking*. UNEP FI.

- Utama, S., & Pratama, A. B. (2015). Corporate Governance and Disclosure Quality in the Indonesian Capital Market. *Indonesian Capital Market Review*, 7(1), 1–11.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2005). *Fundamentals of Financial Management* (12th ed.). Pearson Education.
- Wamba-Taguimdje, S. L., Fosso Wamba, S., Kala Kamdjoug, J. R., & Tchatchouang Wanko, C. E. (2020). Influence of Big Data Analytics Capabilities on Firm Performance: The Mediating Role of Dynamic Capabilities. *Technological Forecasting and Social Change*, 152, 119876.
- Weber, O. (2017). *Sustainable Finance and Banking: The Financial Sector and the Future of the Planet*. Routledge.
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1975). *Managerial Finance* (7th ed.). Dryden Press.
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1990). *Essentials of Managerial Finance* (9th ed.). Dryden Press.
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements* (3rd ed.). Wiley.
- Wild, J. J., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2007). *Financial Statement Analysis* (10th ed.). McGraw-Hill Education.
- World Bank (2019). *World Development Report 2019: The Changing Nature of Work*. Washington, D.C.: The World Bank.
- World Bank. (2020). *International Debt Statistics*. Washington, D.C.: World Bank.
- Yermack, D. (2017). Corporate Governance and Blockchains. In D. Lee (Ed.), *Handbook of Digital Currency* (pp. 391–404). Elsevier.
- Yescombe, E. R. (2007). *Public-Private Partnerships: Principles of Policy and Finance*. Elsevier.
- Zetsche, D. A., Buckley, R. P., Arner, D. W., & Barberis, J. N. (2017). Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 23(1), 31–103.
- Zucman, G. (2015). *The Hidden Wealth of Nations: The Scourge of Tax Havens*. University of Chicago Press.
- Zwitter, A. (2014). Big Data Ethics. *Big Data & Society*, 1(2), 1–6.

GLOSARIUM

Analisis Rasio	Analisis rasio adalah metode untuk mengevaluasi kinerja keuangan suatu perusahaan melalui perbandingan angka-angka yang relevan dari laporan keuangan.
Arus Kas	Arus kas adalah aliran masuk dan keluar uang tunai dalam suatu periode yang mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan.
Aset	Aset adalah segala sumber daya ekonomi yang dimiliki atau dikendalikan oleh suatu entitas yang diharapkan dapat memberikan manfaat ekonomi di masa depan.
Audit Keuangan	Audit keuangan adalah pemeriksaan independen terhadap laporan keuangan untuk memastikan keandalan dan kepatuhan terhadap standar akuntansi.
Biaya Modal	Biaya modal adalah tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan oleh suatu investasi agar layak secara finansial.
Dividen	Dividen adalah pembagian laba perusahaan kepada para pemegang saham sebagai bentuk imbal hasil atas kepemilikan saham.
Ekuitas	Ekuitas adalah kepemilikan residual dalam aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban, yang mencerminkan kekayaan pemilik perusahaan.
Goodwill	Goodwill adalah nilai lebih yang dibayarkan atas harga pasar suatu perusahaan karena reputasi, loyalitas pelanggan, atau aset tidak berwujud lainnya.
Hutang	Hutang adalah kewajiban keuangan yang harus dibayar oleh perusahaan kepada pihak lain, baik dalam bentuk pinjaman maupun kewajiban dagang.

Investasi	Investasi adalah penempatan dana pada suatu aset atau instrumen dengan harapan memperoleh keuntungan di masa mendatang.
Kredit	Kredit adalah fasilitas pinjaman yang diberikan oleh lembaga keuangan kepada individu atau perusahaan dengan kewajiban pengembalian pada waktu tertentu.
Leverage	Leverage adalah penggunaan dana pinjaman untuk meningkatkan potensi keuntungan investasi, namun dengan risiko keuangan yang juga lebih tinggi.
Likuiditas	Likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang dimilikinya.
Obligasi	Obligasi adalah surat utang jangka menengah hingga panjang yang diterbitkan oleh perusahaan atau pemerintah sebagai sumber pendanaan dengan kewajiban pembayaran bunga dan pokok.
Pasar Modal	Pasar modal adalah tempat terorganisasi di mana instrumen keuangan jangka panjang seperti saham dan obligasi diperjualbelikan.
Pasar Uang	Pasar uang adalah pasar keuangan tempat terjadinya transaksi instrumen utang jangka pendek yang likuid dan berisiko rendah.
Profitabilitas	Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba dari aktivitas operasionalnya selama periode tertentu.
Risiko	Risiko adalah kemungkinan terjadinya penyimpangan hasil aktual dari hasil yang diharapkan dalam suatu keputusan keuangan.
Saham	Saham adalah surat berharga yang menunjukkan kepemilikan seseorang atas sebagian aset dan laba suatu perusahaan terbuka.
Valuasi	Valuasi adalah proses menentukan nilai ekonomi suatu aset, perusahaan, atau investasi berdasarkan data dan metode analisis tertentu.

INDEKS

A

agensi · 88, 89, 94, 111, 115,
121, 123
akademik · 121, 128, 132, 153
akuntansi · 6, 14, 15, 30, 39,
47, 55, 59, 121, 124, 125,
137, 173, 189, 200, 220, 243
asimetri · 3, 13, 23, 33, 88, 117,
132, 219
audit · 34, 58, 162, 181, 209,
219, 220, 224
auditor · 10, 21, 219

B

behavior · 33
big data · 4, 220
blockchain · 4, 209, 210, 212,
214, 224

C

cash flow · 29, 35, 39, 46, 50,
119
cloud · 55, 224

D

diferensiasi · 16
digitalisasi · 4, 213, 226
discounted · 29, 46
diskonto · 2, 26, 27, 28, 29, 70,
71, 72, 73, 77, 82, 119, 165

distribusi · 3, 22, 33, 58, 60, 75,
79, 80, 83, 84, 118, 119, 125,
126, 134, 135, 136, 161, 174,
181, 196, 198, 208, 214
dividen · 2, 3, 11, 13, 14, 17,
22, 25, 33, 34, 35, 39, 43, 50,
54, 60, 91, 93, 97, 102, 103,
106, 117, 118, 119, 120, 121,
122, 123, 124, 125, 126, 127,
128, 129, 130, 131, 132, 133,
134, 135, 136, 137, 163, 208
domestik · 80, 160, 169, 170,
171, 186, 187, 188, 189, 190,
193, 194, 195, 198, 204, 218

E

E-Business · vii
e-commerce · 214
ekonomi · 1, 9, 14, 15, 19, 20,
21, 24, 26, 30, 31, 48, 57, 58,
59, 74, 75, 79, 82, 104, 107,
118, 136, 163, 167, 168, 169,
179, 185, 186, 188, 189, 191,
193, 194, 195, 197, 199, 201,
202, 203, 206, 210, 213, 214,
215, 216, 217, 223, 227, 243,
244
ekspansi · 4, 9, 16, 20, 43, 45,
46, 48, 54, 55, 56, 59, 60, 74,
77, 84, 91, 97, 109, 114, 123,
130, 131, 135, 197, 205
emisi · 22, 118, 130, 208, 215,
226
empiris · 66, 79, 97, 120, 123,
132, 133, 135, 157, 169, 174,
202, 208, 219, 225

entitas · 1, 30, 37, 38, 64, 153,
176, 194, 197, 200, 202, 212,
243

F

finansial · 13, 14, 24, 30, 31,
41, 56, 60, 61, 64, 74, 75, 79,
80, 81, 89, 95, 111, 113, 114,
126, 130, 140, 143, 147, 161,
162, 165, 175, 197, 200, 203,
205, 208, 209, 213, 214, 226,
243
fintech · 55, 210, 211, 212, 213,
214
fiskal · 15, 111, 112, 169, 185,
193, 194, 195, 196, 198, 200,
201, 205, 214, 217
fleksibilitas · 3, 12, 14, 21, 63,
76, 91, 92, 95, 125, 141, 149,
150, 171, 192
fluktuasi · 9, 10, 15, 59, 64, 75,
76, 81, 83, 110, 121, 122,
130, 131, 135, 136, 137, 141,
150, 151, 159, 163, 164, 170,
171, 172, 174, 176, 187, 189,
190, 191, 199, 205, 223
forecasting · 9, 43, 59, 60, 61,
79, 142
fundamental · 6, 26, 99, 107,
131, 133, 139, 144, 166, 204,
224

G

geografis · 74, 197
globalisasi · 4, 5, 197, 250

I

implikasi · 5, 11, 34, 82, 90,
109, 124, 132

inflasi · 15, 57, 70, 75, 79, 163,
169, 186, 187, 190, 204, 205
infrastruktur · 19, 20, 24, 77,
80, 177, 193, 194, 195, 196,
199, 224
inklusif · 195, 199, 214, 216
integrasi · 31, 44, 47, 55, 63,
97, 177, 195, 197, 202, 211,
217, 226
integritas · 29, 30, 32, 209, 218,
222, 224
investasi · 2, 4, 6, 7, 8, 9, 11,
12, 13, 14, 15, 16, 17, 19, 20,
22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29,
30, 31, 32, 34, 39, 41, 42, 43,
45, 46, 47, 49, 54, 55, 56, 57,
58, 62, 63, 66, 67, 69, 70, 71,
72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79,
80, 81, 82, 83, 84, 91, 93, 97,
99, 100, 104, 107, 108, 109,
110, 111, 112, 114, 115, 118,
120, 121, 122, 123, 124, 129,
130, 137, 141, 142, 144, 163,
164, 165, 166, 167, 168, 175,
185, 186, 187, 188, 193, 194,
195, 196, 197, 198, 199, 200,
203, 204, 205, 207, 209, 210,
213, 214, 215, 216, 221, 223,
225, 226, 243, 244, 250
investor · 3, 6, 8, 10, 13, 20, 22,
27, 30, 32, 37, 38, 39, 40, 41,
42, 44, 49, 50, 64, 67, 70, 76,
77, 82, 88, 89, 90, 91, 97, 99,
100, 102, 105, 110, 113, 114,
115, 118, 119, 120, 121, 122,
123, 125, 126, 127, 128, 130,
131, 132, 133, 134, 135, 136,
137, 141, 147, 160, 161, 162,
163, 164, 166, 167, 168, 169,
173, 176, 177, 187, 188, 189,
194, 204, 205, 207, 208, 209,
212, 215, 216, 217, 218, 219,
220, 225, 227

K

kolaborasi · 16, 59, 211, 216, 217
komoditas · 159, 167, 169, 170, 172, 174, 178, 185, 190
komprehensif · 45, 55, 60, 72, 79, 80, 102, 146, 161, 162, 179, 188, 214, 223
konkret · 45, 60, 80, 176, 201, 226
konsistensi · 67, 131, 174
kredit · 7, 10, 13, 15, 20, 22, 24, 25, 49, 62, 63, 66, 67, 105, 110, 115, 142, 143, 147, 148, 150, 151, 153, 156, 160, 161, 162, 170, 177, 178, 180, 182, 205, 223
kreditor · 30, 37, 38, 40, 41, 64, 99, 100, 127, 161, 219

L

likuiditas · 7, 10, 13, 20, 21, 24, 25, 37, 38, 39, 40, 45, 46, 48, 49, 53, 54, 55, 61, 63, 64, 65, 66, 67, 71, 72, 73, 74, 82, 92, 97, 118, 121, 122, 124, 125, 136, 137, 139, 140, 141, 142, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 157, 161, 162, 169, 173, 178, 219

M

manajerial · 9, 10, 33, 34, 38, 45, 46, 47, 49, 58, 59, 65, 74, 77, 82, 113, 160, 198, 199, 218, 219, 220, 222
manipulasi · 30, 131, 201, 203, 214, 219, 223
manufaktur · 44, 92, 122, 145, 172, 199

Buku Ajar

moneter · 15, 20, 24, 169, 185, 186, 190, 191, 195, 205, 206, 224

N

negosiasi · 148, 158, 198
neraca · 14, 30, 37, 38, 60, 61, 113, 125, 187, 189, 190, 203, 204, 205
Net Present Value · 2, 9, 11, 28, 55, 57, 70, 71, 72, 78, 82, 107, 165

O

otoritas · 37, 196, 202

P

Persepsi · 89
politik · 4, 9, 21, 75, 83, 169, 182, 185, 187, 190, 197
Profitability · 11, 57, 72, 74, 80, 81, 82, 232
proyeksi · 3, 9, 15, 16, 39, 42, 43, 47, 53, 60, 61, 66, 67, 70, 78, 80, 82, 107, 137, 142, 165

R

rasional · 7, 23, 79, 108, 112, 113, 118, 153, 163, 167
real-time · 55, 63, 126, 144, 148, 180, 181, 192, 211, 221, 223, 226
regulasi · 10, 17, 47, 54, 58, 77, 83, 94, 126, 162, 168, 182, 196, 197, 200, 202, 208, 210, 212, 213, 215, 216, 217, 218, 220, 224, 225, 227

relevansi · 119, 132

S

siber · 224, 226

solvabilitas · 38, 40, 41, 54, 65,
96, 97, 115, 149, 160

stabilitas · 12, 14, 21, 24, 38,
93, 97, 112, 113, 121, 127,
128, 130, 131, 132, 135, 136,
140, 141, 147, 154, 169, 171,
178, 185, 186, 187, 192, 195,
205, 213, 215, 217, 221, 227

stakeholder · 95, 207, 218

suku bunga · 7, 9, 10, 13, 15,
20, 24, 25, 58, 75, 78, 94,
104, 105, 150, 152, 153, 159,

163, 169, 170, 171, 175, 178, 185, 187,
191, 206

sustainability · 210, 215

syariah · 23

T

tarif · 101, 104, 105, 106, 111, 197, 200,
202

teoretis · 132

transformasi · 4, 211, 221, 226

transparansi · 5, 10, 21, 30, 34, 39, 176,
182, 195, 202, 203, 207, 208, 209, 216,
217, 218, 219, 220, 221, 225

BIOGRAFI PENULIS



Ramadona Simbolon, S.E., M.Si., Ph.D.

Lahir di Rajamaligas kabupaten Simalungun, 16 Juni 1982. Lulus S3 di Program Studi Akuntansi Universiti Sultan Zainal Abidin Malaysia. Saat ini sebagai Dosen Tetap di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Sumatera Utara.

Buku Ajar

MANAJEMEN KEUANGAN MODERN

Buku ajar “Manajemen Keuangan Modern” ini membahas prinsip, konsep, dan praktik keuangan yang relevan dalam era bisnis yang dinamis dan kompetitif. Buku ajar ini dirancang untuk membantu mahasiswa, dosen, dan praktisi memahami bagaimana keputusan keuangan diambil secara strategis untuk mendukung kinerja dan keberlanjutan perusahaan. Topik-topik penting seperti analisis laporan keuangan, perencanaan keuangan, manajemen risiko, struktur modal, serta keputusan investasi dan pendanaan dibahas secara sistematis dan aplikatif. Dengan pendekatan teoritis yang kuat dan didukung contoh kasus nyata, buku ajar ini memfasilitasi pembaca dalam menerapkan teori ke dalam praktik bisnis modern. Selain itu, buku ajar ini juga membahas perkembangan teknologi dan globalisasi yang memengaruhi cara organisasi mengelola keuangan di abad ke-21.



 mediapenerbitindonesia.com
 +6281362150605
 Penerbit Idn
 @pt.mediapenerbitidn

