

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

Pada kajian pustaka ini peneliti akan memaparkan konsep dan teori-teori yang berkaitan dengan variabel yang diteliti, sehingga dalam kajian pustaka ini dapat mengemukakan secara menyeluruh terkait teori-teori yang relevan dengan variabel penelitian. Peneliti menggunakan berbagai sumber dan literatur seperti buku, jurnal maupun referensi lain sebagai landasan teori. Teori yang akan diuraikan antara lain dimulai dengan pengungkapan teori manajemen sebagai *grand theory*, manajemen keuangan sebagai *middle theory*, serta kinerja keuangan, *abnormal return*, dan *Sovereign Wealth Fund (SWF)* sebagai *applied theory*. Adapun kerangka landasan teori tersebut dapat dilihat pada Gambar 2.2 yang akan peneliti sajikan pada bagian akhir dari penjelasan mengenai kajian pustaka ini.

2.1.1. Pengertian Manajemen

Manajemen pada hakikatnya memiliki definisi yang sangat luas, dapat berarti ilmu (*science*) maupun seni (*art*). Dikatakan ilmu (*science*) karena manajemen memiliki prinsip-prinsip tertentu dan dapat dijadikan suatu teori. Dikatakan seni (*art*) karena manajemen merupakan suatu alat (*tools*) yang dapat digunakan untuk mengatur atau mengelola sumber daya yang dimiliki secara-

tepat agar tujuan yang sudah ditentukan dapat tercapai. Terdapat banyak definisi dari para ahli terkait ilmu manajemen ini, diantaranya menurut Robbins S. P dan Coulter (2018:44) yang mendefinisikan bahwa: *Management is an to activities the coordinating and overseeing the work activities of others so their activities are completed efficiently and effectively.*

Definisi tersebut sedikit berbeda dengan definisi manajemen menurut Kinicki dan Williams (2020:5) yang mendefinisikan bahwa: *Management is a manner and tools to pursuit of organizational goals efficiently and effectively by integrating the work of people through planning, organizing, leading, and controlling the organization's resources.*

Definisi mengenai manajemen ini terus berkembang seiring berjalannya waktu, manajemen didefinisikan juga sebagai suatu ilmu dan seni untuk mengatur proses pemanfaatan sumber daya yang dimiliki perusahaan secara efektif dan efisien guna dapat merealisasikan tujuan yang sudah ditetapkan (Hasibuan, 2020:9).

Pendapat lainnya yaitu dikemukakan oleh Samson et al (2021:12) yang mendefinisikan bahwa: *Management is an a process the attainment of organizational goals in an effective and efficient manner through planning, organizing, leading, and controlling organizational resources.*

Definisi manajemen dikemukakan juga oleh Heru Setiawan, Ratu Hedy, dan Muhammad Iqbal (2022:4) yang mendefinisikan manajemen sebagai suatu proses mengatur dan mengelola organisasi untuk mencapai tujuan yang telah dirumuskan pihak-pihak yang memiliki kewenangan dalam organisasi.

Berdasarkan beberapa definisi manajemen menurut para ahli di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa manajemen adalah suatu alat, proses atau kegiatan yang mengintergrasikan individu-individu di dalam suatu perusahaan agar dapat bekerja secara efektif dan efisien untuk mencapai tujuan yang sudah direncanakan.

2.1.1.1 Fungsi Manajemen

Fungsi manajemen pada dasarnya merupakan suatu kegiatan dasar yang senantiasa melekat di dalam proses manajemen dan senantiasa dijadikan acuan bagi pemimpin perusahaan untuk melaksanakan tugasnya agar mengikuti tahapan-tahapan tertentu dalam pelaksanaannya. Fungsi manajemen menurut Heru Setiawan, Ratu Hedy, dan Muhammad Iqbal (2022:10) yaitu sebagai berikut:

1. *Planning* / Perencanaan.

Planning (Perencanaan) merupakan suatu rangkaian aktivitas dalam pemilihan dan penetapan tujuan organisasi yang disertai perumusan strategi yang sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai.

2. *Organizing* / Pengorganisasian

Organizing (Pengorganisasian) merupakan proses pendelegasian dan pembagian tugas kepada karyawan oleh pimpinan perusahaan yang disesuaikan dengan keahlian kerja dan struktur organisasi.

3. *Leading* / Pengarahan

Leading (Pengarahan) merupakan suatu proses pengarahan dan motivasi yang dilakukan oleh pimpinan organisasi kepada para anggotanya sebagai upaya-

untuk memberikan dan mendelegasikan aktivitas kerja yang harus dilaksanakan oleh anggota organisasi agar rencana yang telah dirumuskan organisasi dapat diimplementasikan dengan baik.

4. *Controlling* / Pengendalian

Controlling (Pengendalian) merupakan suatu aktivitas yang dilakukan pimpinan organisasi atau manajer perusahaan untuk menilai kinerja karyawan berdasarkan kepada standar yang telah ditentukan, kemudian melakukan evaluasi dan perbaikan jika dalam pelaksanaannya terdapat kesalahan.

Berdasarkan penjelasan fungsi manajemen menurut Heru Setiawan, Ratu Hedy, dan Muhammad Iqbal (2022:10) di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa fungsi manajemen yaitu terdiri dari 4 fungsi, diantaranya yaitu: *planning*, *organizing*, *leading*, dan *controlling*. Fungsi manajemen di atas yaitu dapat dijadikan sebagai acuan oleh pemimpin perusahaan untuk dapat mencapai tujuan yang sudah ditetapkan sebelumnya.

2.1.2. Pengertian Manajemen Keuangan

Keuangan pada hakikatnya memiliki ruang lingkup yang luas dan dinamis. Keuangan dapat berpengaruh secara langsung terhadap berbagai macam aspek kehidupan, khususnya aspek keberlangsungan hidup perusahaan. Keuangan saat ini dipandang sebagai suatu sistem yang menghubungkan aliran uang masuk dan aliran uang keluar. Terdapat banyak definisi menurut para ahli mengenai keuangan ini, diantaranya menurut Titman et al (2018:4) yang mendefinisikan bahwa: *Finance is the study of how individual and corporations evaluate investm-*

ents and raise capital to fund them.

Definisi di atas sedikit berbeda dengan definisi menurut Brigham dan Houston (2020:4) yang mendefinisikan bahwa: *Finance is a system that includes the circulation of money, the granting of credit, the making of investments, and the provision of banking facilities.*

Berdasarkan definisi keuangan menurut beberapa ahli di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa keuangan merupakan suatu sistem yang menghubungkan jumlah uang beredar dengan bagaimana seorang individu atau perusahaan dapat memanfaatkan uang beredar tersebut agar dapat diperoleh, dikelola, dan digunakan sebagai sumber daya modal untuk memenuhi kebutuhan. Pada suatu perusahaan keuangan tersebut perlu dikelola dengan baik, karena merupakan salah satu pondasi agar perusahaan dapat terus beroperasi, dalam sebuah perusahaan dibutuhkan bidang khusus untuk mengelola keuangan perusahaan yakni manajemen keuangan, untuk dapat memahami lebih lanjut terkait bidang manajemen keuangan, berikut peneliti sajikan beberapa definisi menurut para ahli terkait dengan manajemen keuangan.

Menurut Block, Hirt, dan Danielsen (2019:8) mendefinisikan bahwa:

“Financial management is an activities that include credit management, inventory control, the receipt and disbursement of funds, the sale of stocks and bonds and the establishment of capital budgeting and dividend plans - to maximize shareholder wealth.”

Definisi lainnya menurut Brigham dan Houston (2020:4) yang mendefinisikan: *Financial management is an activity which that focuses on decision relating to how much and what types of asset to acquire, how to raise the capital needed to purchase assets, and how to run the firm so as to maximize it's -*

value.

Definisi mengenai manajemen keuangan dikemukakan juga oleh Irham Fahmi (2020:2) yang mendefinisikan:

“Manajemen keuangan sebagai suatu ilmu dan seni yang mengkaji dan menganalisis tentang bagaimana seorang manajer keuangan dapat memanfaatkan seluruh sumberdaya yang dimiliki perusahaan untuk mencari dana, mengelola dana, dan membagi dana dengan tujuan untuk menciptakan keuntungan bagi perusahaan dan para pemegang saham perusahaan secara berkelanjutan.”

Berdasarkan beberapa definisi terkait manajemen keuangan di atas, peneliti telah sampai pada pemahaman bahwa manajemen keuangan merupakan suatu ilmu, seni dan proses dalam mengelola uang untuk memperoleh pendanaan modal kerja, mengalokasikan dana, dan memanfaatkan asset yang dimiliki untuk menciptakan stabilitas sistem keuangan perusahaan guna menciptakan nilai bagi perusahaan dan para pemegang saham.

2.1.2.1 Fungsi Manajemen Keuangan

Fungsi manajemen keuangan dalam suatu perusahaan pada dasarnya sangat berperan penting untuk menunjang keberhasilan perusahaan dalam mengelola keuangannya, karena fungsi tersebut menjadi pedoman yang harus dilaksanakan oleh setiap manajer keuangan agar dapat merealisasikan tujuan yang ingin dicapai oleh perusahaan. Menurut Sutrisno (2017:5) terdapat tiga fungsi manajemen keuangan, yaitu sebagai berikut:

1. Keputusan Investasi.

Keputusan investasi merupakan suatu keputusan yang berkaitan dengan bagaimana seorang manajer keuangan dapat mengalokasikan dana yang-

dimiliki perusahaan secara tepat ke dalam bentuk-bentuk investasi yang dapat memberikan keuntungan di masa yang akan datang.

2. Keputusan Pendanaan.

Keputusan pendanaan seringkali disebut sebagai kebijakan struktur modal. Pada keputusan ini manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi dari sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna dapat membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya.

3. Keputusan Dividen.

Keputusan dividen merupakan keputusan yang mengharuskan seorang manajer keuangan untuk menentukan besarnya persentase laba yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk *cash dividend*, menjaga stabilitas dividen yang dibagikan, mengatur dividen saham (*stock dividend*), mengatur pemecahan saham (*stock split*), serta penarikan kembali saham beredar yang seluruhnya hal tersebut ditujukan untuk meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham.

Berdasarkan penjelasan fungsi manajemen keuangan menurut Sutrisno (2017:5) di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa fungsi manajemen keuangan yaitu terdiri dari 3 fungsi, diantaranya yaitu fungsi untuk membuat keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen. Fungsi manajemen keuangan di atas yaitu dapat dijadikan sebagai patokan oleh seorang manajer keuangan untuk dapat mengelola kegiatan keuangan di dalam perusahaan secara efektif dan efisien.

2.1.3. Pengertian Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan pada dasarnya merupakan suatu gambaran atas hasil atau pencapaian yang diperoleh jajaran manajemen perusahaan sebagai dampak dari adanya kegiatan ekonomi yang dioperasikan di dalam perusahaan pada satu periode tertentu. Definisi mengenai kinerja keuangan telah banyak dikemukakan oleh para ahli, diantaranya menurut Alexander yang mendefinisikan: *Financial performance is the result and achievement of activity core business processes* (Alexander, 2018:170).

Definisi lainnya yaitu dikemukakan oleh Weetman yang mendefinisikan: *Financial performance is the achievement of an entity in generating profits by using it's resources. Information about performance is useful in evaluating how well the resources of the entity have been used to generate profit* (Weetman, 2019:180).

Definisi mengenai kinerja keuangan ini dikemukakan juga oleh Titman et al (2020:13) yang mendefinisikan: *Financial performance is the statement which measures and reports how much wealth (profit) has been generated in a period.*

Definisi di atas sedikit berbeda dengan definisi menurut Irham Fahmi (2020:2) yang menerangkan bahwa kinerja keuangan merupakan:

“Suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana perusahaan dapat menerapkan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar, seperti penerapan SAK (Standar Akuntansi Keuangan) atau GAAP - (*Generally Accepted Accounting Principle*).”

Berdasarkan definisi menurut para ahli di atas, peneliti telah sampai pada pemahaman bahwa kinerja keuangan merupakan suatu hasil atau pencapaian yang diperoleh perusahaan dari kegiatan bisnis yang dijalankan selama periode tertentu

yang selanjutnya menjadi dasar untuk perusahaan melakukan perbaikan atas kekuatan dan kelemahan yang dimilikinya.

2.1.2.1 Tahap-Tahap Analisis Kinerja Keuangan

Seorang analis sebelum melakukan analisis terhadap kinerja keuangan umumnya perlu memperhatikan terlebih dahulu mengenai tahap-tahap dalam menganalisis kinerja keuangan perusahaan, adapun tahap-tahap analisis kinerja keuangan menurut Irham Fahmi (2020:3) adalah sebagai berikut:

1. Melakukan *Review* Pada Data Laporan Keuangan.

Review perlu dilakukan untuk mengetahui apakah laporan keuangan yang disajikan sudah sesuai dengan kaidah-kaidah kebijakan akuntansi, dengan demikian interpretasi *output* laporan keuangan dapat dipertanggung jawabkan oleh pihak perusahaan.

2. Melakukan Perhitungan.

Pada tahap ini untuk perhitungan dapat diterapkan sesuai dengan metode perhitungan yang sudah ditetapkan, sehingga hasil perhitungan dapat berguna dan memberikan kesimpulan yang sesuai dengan kebutuhan.

3. Melakukan Perbandingan Terhadap Hasil Perhitungan.

Hasil perhitungan yang telah diperoleh pada langkah ke 2 di atas selanjutnya dibuat perbandingan, metode yang dapat digunakan yakni:

- a. *Time series analysis*, yaitu proses membandingkan hasil perhitungan antar periode, agar hasil dapat terlihat dengan jelas di dalam *chart* pada grafik.
- b. *Cross sectional approach*, yaitu proses membandingkan rasio-rasio keua-

ngan dari satu perusahaan dengan perusahaan lainnya pada industri sejenis.

Berdasarkan penggunaan kedua metode perbandingan di atas, diharapkan dapat memberikan gambaran lebih rinci mengenai kondisi kinerja keuangan perusahaan, apakah berada pada kondisi yang sangat baik, baik, normal, tidak baik, dan sangat tidak baik.

4. Melakukan Interpretasi Atas Berbagai Permasalahan yang Ditemukan.

Interpretasi atas hasil analisis diperlukan untuk melihat dan mengetahui akar penyebab timbulnya kinerja yang baik atau kinerja yang tidak baik yang diperoleh perusahaan.

5. Memberikan Solusi Atas Berbagai Indikasi Permasalahan yang Ditemukan.

Setelah diketahui akar penyebab permasalahan, selanjutnya para analis harus mencari solusi dari permasalahan yang terjadi, sehingga permasalahan tersebut dapat teratasi.

Berdasarkan pendapat yang dikemukakan oleh Irham Fahmi (2020:3) mengenai tahap-tahap analisis kinerja keuangan di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa tahap-tahap analisis kinerja keuangan yaitu terdiri dari 5 tahapan, diantaranya yaitu: (1) melakukan *review* pada data laporan keuangan, (2) melakukan perhitungan dengan menggunakan analisis rasio keuangan, penjelasan lebih rinci mengenai analisis rasio keuangan akan peneliti sajikan pada sub-bab berikutnya, (3) melakukan perbandingan hasil perhitungan, (4) melakukan interpretasi atas masalah yang ditemukan, dan (5) memberikan solusi atas permasalahan yang ditemukan.

2.1.2.2 Pengertian Rasio Keuangan

Rasio keuangan pada dasarnya merupakan salah satu alat yang penting dan merupakan bagian dari analisa keuangan, dimana perusahaan dapat mempelajari perubahan yang terjadi dan dapat menentukan penyebab terjadinya kenaikan atau penurunan kondisi keuangan dan kinerja perusahaan dari waktu ke waktu. Menurut Alexander (2018:19), *Financial ratios is one quantitavie tools that company used to measuring and evaluating business performance as presented in the basic financial statements.*

Definisi tersebut sedikit berbeda dengan definisi rasio keuangan menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:104) yang mendefinisikan: *Financial ratios is a set of tools are designed to extract important information that might not be obvious simply from examining a firm's financial statements.*

Definisi lainnya yaitu dikemukakan oleh Pandey (2021:582) yang mendefinisikan: *Financial ratio is a tools of financial analysis which the used as a benchmark for evaluating the financial position and performance of a firm.*

Pendapat lain menurut Kasmir (2021:104) yang mendefinisikan bahwa:

“Rasio keuangan merupakan kegiatan membandingkan angka-angka yang terdapat dalam laporan keuangan dengan cara membagi satu angka dengan angka lainnya. Perbandingan dapat dilakukan antara satu komponen dengan komponen lainnya di dalam satu laporan keuangan atau antar komponen yang ada diantara laporan keuangan, kemudian angka yang dibandingkan tersebut dapat berupa angka-angka dalam satu periode maupun beberapa periode. Dari hasil rasio keuangan ini akan dapat terlihat tingkat kesehatan perusahaan yang bersangkutan”.

Berdasarkan definisi rasio keuangan menurut para ahli di atas, peneliti telah sampai pada pemahaman bahwa rasio keuangan merupakan sekumpulan alat yang dapat digunakan untuk menilai kesehatan kinerja keuangan dari suatu

perusahaan dengan membandingkan antara satu komponen dengan komponen lainnya dalam laporan keuangan.

2.1.2.3 Jenis Analisis Rasio Keuangan

Menurut Kasmir (2021:105) dalam melakukan analisis rasio keuangan suatu perusahaan dapat dikelompokkan sebagai berikut:

1. Rasio Neraca, yaitu rasio yang didapatkan dari membandingkan angka-angka yang bersumber dari neraca.
2. Rasio Laporan Laba/Rugi, yaitu rasio yang di dapatkan dari membandingkan angka-angka yang bersumber dari laporan laba rugi.
3. Rasio Antar Laporan, yaitu rasio yang didapatkan dengan membandingkan angka-angka dari dua sumber (data campuran), baik yang ada di dalam neraca maupun di laporan laba/rugi.

Analisis kinerja keuangan perusahaan pada penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan rasio antar laporan (data campuran), hal ini dikarenakan untuk mendapatkan hasil analisis yang lebih komprehensif. Adapun rasio yang akan digunakan pada penelitian ini yaitu sebagai berikut:

1. *Liquidity Ratio* (Rasio Likuiditas)

Menurut Brigham dan Houston (2019:107) mendefinisikan bahwa: *The liquidity ratio is a ratio which give an idea of the firm's ability to pay off debts that are maturing within a year.* Artinya, rasio likuiditas adalah rasio yang memberikan gambaran tentang kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban yang jatuh tempo dalam waktu satu tahun. Kewajiban yang harus dipenuhi dalam-

hal ini adalah utang jangka pendek. Rasio likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Cash Ratio* (CR).

Menurut Elliott dan Elliott (2019:693) menyatakan bahwa: *The cash ratio is a more conservative ratio than the quick ratio as it shows the ratio of cash and cash equivalents to current liabilities*. Sedangkan menurut Kasmir (2021:138), *cash ratio* adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar utang jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancar berupa uang kas yang dimiliki perusahaan.

Rumus untuk menghitung *cash ratio* menurut Elliott dan Elliott (2019:693) akan peneliti sajikan sebagai berikut:

$$\text{Cash Ratio (CR)} = \frac{(\text{Cash and Equivalent})}{\text{Current Liabilities}}$$

2. *Solvability Ratio* (Rasio Solvabilitas)

Menurut Kasmir (2021:153), rasio solvabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya (utang) baik kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka panjang apabila perusahaan ditutup (dilikuidasi). Pada praktiknya apabila perusahaan memiliki rasio solvabilitas yang tinggi, maka hal ini dapat mengindikasikan tingginya risiko gagal bayar yang dihadapi oleh perusahaan, tetapi apabila rasio solvabilitas dari suatu perusahaan kecil, maka hal ini mengindikasikan rendahnya risiko gagal bayar yang dihadapi oleh perusahaan. Rasio solvabilitas yang akan digunakan dalam penelitian ini yaitu terdiri dari *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Debt to Equity ratio* (DER).

Rasio solvabilitas yang digunakan pertama yaitu DAR, menurut Titman et al-

(2020:97) mendefinisikan bahwa: *The debt to assets ratio measures the percentage of the firm's assets that were financed using current plus long term liabilities.* Definisi tersebut selaras dengan definisi menurut Kasmir (2021:158) yang menyatakan bahwa DAR merupakan rasio hutang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total aktiva. Rasio DAR yang semakin tinggi menggambarkan bahwa aktiva perusahaan mayoritas di biayai oleh utang atau kewajiban, adapun rumus untuk menghitung DAR menurut Titman et al (2020:97) yaitu sebagai berikut:

$$DAR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \times 100$$

Rasio solvabilitas selanjutnya yaitu DER, menurut Titman et al (2020:98) menyatakan bahwa: *Debt to equity ratio measures total debt to equity share capital and reserve (total equity).* Definisi lain dikemukakan oleh Kasmir (2021:159) yang mendefinisikan DER sebagai rasio yang membandingkan antara total utang dengan ekuitas (modal) yang dimiliki perusahaan. Ukuran sebuah perusahaan dapat dikatakan mampu membayarkan utang-utangnya jika jumlah ekuitas (modal) lebih besar dibandingkan dengan jumlah utangnya atau $DER < 1$.

Berikut rumus untuk menghitung rasio DER menurut Titman et al (2020:98):

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100$$

3. *Activity Ratio* (Rasio Aktivitas)

Rasio aktivitas menurut Kasmir (2021:174), merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menggunakan aktiva yang dimilikinya. Semakin besar perputara aktiva, maka semakin efektif perusahaan

dalam mengelola aktivitya. Rasio aktivitas pada penelitian ini akan diproksi menggunakan rasio *Total Assets Turnover* (TATO).

Menurut Titman et al (2020:98) menyatakan bahwa: *Total asset turnover (TATO) ratio, which represents the amount of sales generated per dollar invested in the firm's assets. Thus, TATO is a measure of how well the firm's assets are managed.* Sedangkan menurut Kasmir (2021:187), rasio TATO merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan asetnya menjadi pendapatan. Rumus untuk menghitung TATO ini menurut Titman et al (2020:99) adalah sebagai berikut:

$$TATO = \frac{Sales}{Total Asset}$$

4. *Profitability Ratio* (Rasio Profitabilitas)

Profitability ratio adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba (keuntungan), rasio profitabilitas pada dasarnya menunjukkan tingkat efisiensi dari perusahaan. Semakin besar rasio yang diperoleh, maka menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan yang baik untuk memperoleh keuntungan atau memiliki kemampuan yang baik untuk meminimalisir biaya operasional. Menurut Brigham dan Houston (2019:118) mendefinisikan: *Profitability ratio is a group of ratio that show the combined effect of liquidity, asset management, and debt on operating result.* Artinya, rasio profitabilitas adalah sekelompok rasio yang menunjukkan pengaruh gabungan likuiditas, manajemen aset, dan utang terhadap hasil operasi. Rasio profitabilitas yang digunakan pada penelitian ini yaitu terdiri dari rasio *Return on Assets* (ROA) dan rasio *Net Profit Margin* (NPM).

Menurut Titman et al (2020:103) mendefinisikan bahwa: *Return on assets (ROA) ratio is the ratio which takes into account both management's success in controlling expenses (contributing to high profit margins) and its efficient use of assets to generate firm sales.* Sedangkan menurut Kasmir (2021:203), ROA adalah rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat laba yang diperoleh perusahaan dibandingkan dengan total aset atau aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ROA yang semakin rendah menggambarkan kondisi perusahaan yang tidak produktif, sedangkan semakin tinggi rasio ROA, maka menggambarkan kondisi perusahaan yang produktif. Standar yang digunakan untuk mengukur ROA yaitu dengan membandingkan diantara rata-rata ROA industri yang sejenis. Rumus untuk menghitung ROA menurut Kasmir (2021:204) adalah sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Earning After interest and tax}}{\text{Total Assets}} \times 100$$

Rasio *profitability* lain yang akan digunakan yaitu NPM. Menurut Titman et al (2020:103) menyatakan bahwa: *Net profit margin is the ratio which is calculated as the ratio of the firm's net profit divided by sales.* Sedangkan Kasmir (2021:202) menyatakan bahwa NPM merupakan alat ukur yang digunakan untuk mengukur keuntungan dengan membandingkan antara laba setelah bunga dan pajak dengan penjualan. Rasio NPM yang tergolong baik adalah 10% dari penjualan, apabila rasio NPM ini terus bergerak turun >1 tahun maka hal tersebut mengindikasikan terdapat permasalahan yang cukup serius dari sisi biaya produksi maupun biaya operasionalnya. Perusahaan yang memiliki NPM <10% bisa dikatakan bahwa perusahaan tersebut tidak memiliki *competitive advatage* atau

economic moat yang cukup, sehingga menjadikan harga sebagai faktor untuk menaikkan penjualan dan mendapatkan pelanggan (Rivan Kurniawan, 2020:17).

Rumus untuk perhitungan NPM menurut Titman et al (2020:103) akan peneliti sajikan sebagai berikut:

$$NPM = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \times 100$$

2.1.4. Pengertian *Abnormal Return*

Abnormal return pada dasarnya merupakan suatu selisih antara *return* yang diharapkan oleh seorang investor dengan *return* yang diperolehnya, *abnormal return* ini seringkali terjadi pada saat adanya sebuah informasi atau peristiwa yang terjadi yang dipandang dapat mempengaruhi harga saham perusahaan di pasar modal. Definisi mengenai *abnormal return* telah banyak dikemukakan oleh para ahli, diantaranya definisi menurut Schweser (2019:134) yang mendefinisikan: *The abnormal return is the return above its expected return based on the actual market return.*

Definisi *abnormal return* dikemukakan juga oleh Reilly, Brown, dan Leeds (2019:762) yang mendefinisikan: *Abnormal return is the amount by which a security's actual return differs from its expected rate of return, which is based on the market's rate of return and the security's relationship with the market.*

Definisi lainnya yaitu dikemukakan oleh Eduardus Tandelilin (2019:576) yang mendefinisikan *abnormal return* (*return* tak normal) sebagai berikut:

“Abnormal return merupakan selisih (positif atau negatif) antara tingkatkeuntungan yang sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum-

informasi resmi diterbitkan atau akibat terjadi kebocoran informasi setelah informasi diterbitkan”.

Definisi di atas tidak jauh berbeda dengan definisi yang dikemukakan oleh Chandra (2021:280) yang mendefinisikan: *The abnormal return is the difference between the firm's actual return and the expected return*

Definisi *abnormal return* yang telah dikemukakan di atas pada hakikatnya tidak jauh berbeda dengan definisi menurut Jogiyanto Hartono (2022:841) yang menyatakan bahwa *abnormal return* merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Berikut ini merupakan rumus dari *abnormal return*:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* perusahaan ke-i pada periode peristiwa ke-t.

R_{it} = *Actual return* yang terjadi untuk perusahaan ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$E(R_{it})$ = *Expected return* perusahaan ke-i pada periode peristiwa ke-t.

Actual return merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga saat ini terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Actual Return = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Sedangkan *expected return* merupakan *return* yang harus diestimasi dengan *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

Berdasarkan definisi menurut para ahli di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa *abnormal return* merupakan tingkat pengembalian yang

diperoleh investor dengan membandingkan antara *actual return* (*return* sebenarnya) dengan *expected return* (*return* yang diharapkan).

2.1.4.1 Pengukuran *Abnormal Return*

Jogiyanto Hartono (2022:842) menjelaskan bahwa untuk mengukur ada tidaknya *abnormal return* pada suatu perusahaan diperlukan untuk menghitung *return* ekspektasi terlebih dahulu, adapun untuk mengestimasiya yaitu terdiri dari tiga model sebagai berikut:

1. *Mean-Adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata yang dihitung dari periode sebelumnya, pada dasarnya akan tepat digunakan apabila pasar dalam kondisi efisien dan *return* saham bergerak secara acak di sekitar nilai sebenarnya (*true value*). Namun, jika yang digunakan adalah *return* harian maka untuk memperoleh *abnormal return* yaitu dengan mengurangkan antar *return* harian dengan *return* aktual. Adapun rumusnya adalah sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan:

$E [R_{i,t}]$ = *Return* ekspektasian sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,j}$ = *Return* aktual sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

T = lamanya periode estimasi, yait dari t1 sampai dengan t2.

2. *Market Model Returns*

Menurut Eduardus Tandelilin (2019:230), *market model returns* merupakan teknik yang paling canggih dengan menggambarkan hubungan antara perusahaan

dengan pasar dalam sebuah persamaan regresi linier sederhana antara *return* perusahaan dengan *return* pasar. Adapun persamaannya adalah sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Keterangan:

- α_i = *intercept* dalam regresi untuk perusahaan i, ini merupakan komponen *return* yang tidak tergantung dengan *return* pasar
- β_i = koefisien regresi yang menyatakan *slope* garis regresi, ini digunakan untuk mengukur perubahan yang diharapkan dalam *return* perusahaan sehubungan dengan perubahan dalam *return* pasar.
- e_i = Kekeliruan regresi, ini digunakan untuk mengukur deviasi *return* yang diprediksi oleh regresi dan mempunyai nilai harapan sama dengan nol (0).

Cara untuk menghitung *abnormal return* dengan menggunakan *market model* yaitu nilai α_i dan β_i dicari dengan menggunakan data *return* dari periode waktu yang tidak mengandung peristiwa yang sedang terjadi (Eduardus Tandelilin, 2019:230).

Menurut Jogiyanto Hartono (2022:846) untuk perhitungan *expected return* dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu sebagai berikut:

- a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
- b. Menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela (*window period*).

Model ekspektasi ini dapat dibentuk menggunakan teknik persamaan regresi OLS (*ordinary least square*) dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i - Rm_j + \varepsilon_{ij}$$

Keterangan:

R_{ij} = *Return* realisasi perusahaan ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = *intercept* untuk perusahaan ke-i

β_i = *koefisien slope* yang merupakan beta dari perusahaan ke-i

Rm_j = *return* indeks pasar, untuk di Indonesia indeks pasar yang digunakan adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan rumus $Rm_j = (IHSG_j - IHSG_{j-1}) / IHSG_{j-1}$.

ε_{ij} = tingkat kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

Kelebihan dari model pasar ini yaitu memiliki kemampuan mengukur *abnormal return* yang paling baik dibandingkan dengan model lainnya serta memiliki potensi untuk menghasilkan tes uji statistik yang lebih sederhana. Sedangkan kekurangannya model pasar ini cenderung lebih rumit dan relatif lebih lama perhitungannya serta membutuhkan data-data yang lebih banyak.

3. *Market-Adjusted Returns*

Menurut Jogiyanto Hartono (2022:851) model disesuaikan pasar menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu perusahaan adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut, dengan menggunakan model ini maka tidak memerlukan periode estimasi karena *return* perusahaan yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar, sedangkan pergerakan saham-saham individual seringkali dihubungkan dengan pergerakan bersama dalam pasar (Eduardus

Tandelillin, 2019:230). Maka, teknik untuk mengukurnya yaitu dengan menghilangkan pengaruh pasar terhadap *return* harian perusahaan. *Abnormal return* dihitung dengan mengurangkan antara *return* pasar pada hari t ($R_{m,t}$) dari *return* saham, berikut merupakan persamaannya:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Berdasarkan model-model pengukuran *abnormal return* di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa model-model untuk mengukur *abnormal return* ini yaitu terdiri dari tiga (3) model, yakni *mean adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*. Adapun dalam penelitian ini peneliti akan menggunakan *market model* karena model pasar merupakan model yang memiliki kemampuan yang lebih baik atau lebih akurat untuk mengukur *abnormal return* dibandingkan dengan model-model lainnya.

2.1.4.2 Average Abnormal Return (AAR)

Average abnormal Return (AAR) pada dasarnya merupakan suatu bentuk rata-rata aritmatika *abnormal return* dari seluruh perusahaan yang menjadi sampel dalam pengamatan yang dihitung pada waktu tertentu sesuai peristiwa yang sedang diamati. Menurut Jogiyanto Hartono (2022:852) pengukuran untuk mendeteksi adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk masing-masing perusahaan, melainkan dilakukan secara agregat atau bersama-sama dengan menguji rata-rata *return* tak normal (*average abnormal return*) untuk seluruh perusahaan secara *cross section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Pada halaman selanjutnya akan peneliti sajikan rumus perhitungan rata-rata *abnormal-*

return berdasarkan rata-rata aritmatika sebagai berikut:

$$RRTN_t = \frac{\sum_{i=1}^k RTN_{it}}{k}$$

Keterangan:

$RRTN_t$ = rata-rata *abnormal return* pada ke-t.

RTN_{it} = *abnormal return* untuk perusahaan ke-i pada hari ke-t.

k = jumlah perusahaan.

Berdasarkan penjelasan mengenai AAR di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa untuk melakukan pengujian *abnormal return* dengan lebih dari satu perusahaan, maka untuk mendeteksinya dilakukan secara bersama-sama untuk seluruh perusahaan tersebut.

2.1.4.3 *Cummulative Abnormal Return (CAR)*

Menurut Jogiyanto Hartono (2022:855), *Cummulative Abnormal Return* (CAR) yaitu merupakan penjumlahan *abnormal return* harian dari seluruh perusahaan pada periode peristiwa. Jika pasar efisien CAR secara statistik seharusnya sama dengan nol (0), CAR bernilai positif atau negatif menunjukkan adanya tren dalam residual yang mengindikasikan ketidakefisienan pasar, karena informasi yang dipublikasikan tidak sepenuhnya terkandung pada harga saham ditanggal pengumuman (Eduardus Tandelillin, 2019:231).

Menurut Jogiyanto Hartono (2022:855) rumus untuk menghitung CAR yaitu sebagai berikut:

$$ARTN_{i,t} = \sum_{a=t-3}^t RTN_{i,a}$$

Keterangan:

$ARTN_{i,t}$ = *Cummulative Abnormal Return* (CAR) perusahaan ke-i pada hari ke-t, yang diakumulasi dari *abnormal return* (RTN) perusahaan ke-i mulai awal periode peristiwa sampai hari ke-t.

$RTN_{i,a}$ = *Abnormal return* (AR) untuk perusahaan ke-i pada hari ke t, yaitu dari awal periode jendela sampai hari ke-t.

Berdasarkan penjelasan mengenai CAR di atas, peneliti sampai pada pemahaman bahwa CAR merupakan metode pengukuran *abnormal return* yang dilakukan dengan mengakumulasikan atau menjumlahkan *abnormal return* harian selama periode peristiwa.

2.1.5. Sovereign Wealth Fund (SWF)

Sovereign Wealth Fund (SWF) pada dasarnya merupakan sebuah lembaga investasi yang didirikan oleh suatu negara untuk menunjang pembangunan-pembangunan di negara tersebut dan tabungan untuk generasi bangsa di masa yang akan datang. Definisi mengenai lembaga SWF ini telah banyak dikemukakan oleh para ahli, diantaranya menurut Remer, L (2020:2) yang mendefinisikan SWF sebagai berikut:

“A Sovereign Wealth Fund (SWFs) is a government-owned investment fund principally used to benefit the economy and citizens of a country. This fund which comes from the country’s central bank reserves, is made of sums of money accumulated over time. Such sums of money are simply income from many sources, such as, among others, budget and trade surpluses, revenue from exports of natural resources, privatizations of official foreign currency transaction, etc.”

Definisi lainnya dikemukakan oleh Pereira, Spencer, dan Moses (2021:13)

yang mendefinisikan: *Sovereign Wealth Funds (SWF) is a state owned investment authority. Basically, SWFs was built by the state to protect the economy from the price fluctuations and as a means to save for the future.*

Definisi lainnya yaitu dikemukakan oleh Dixon, Schena, dan Capape (2022:5) yang mendefinisikan: *Sovereign Wealth Fund (SWF) it is a state-sponsored institutional investor that is answerable only tho the state and makes investment according to the interest and mandate of that state.*

Berdasarkan definisi menurut para ahli di atas, peneliti telah sampai pada pemahaman bahwa *Sovereign Wealth Fund* merupakan sebuah lembaga pengelola investasi milik pemerintah yang mengelola dana dari berbagai sumber untuk diinvestasikan pada aset-aset riil dan aset keuangan baik dalam jangka waktu yang pendek maupun jangka waktu yang panjang, dimana hasil investasi tersebut diharapkan dapat bermanfaat untuk generasi bangsa di masa yang akan datang.

2.1.5.1 Tujuan Pendirian *Sovereign Wealth Fund* (SWF)

Setiap lembaga SWF yang didirikan oleh suatu negara memiliki tujuan, secara umum menurut *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI) tujuan umum didirikannya lembaga pengelola investasi SWF adalah sebagai berikut:

1. Melindungi dan menstabilkan anggaran dan perekonomian dari fluktuasi berlebih dalam pendapatan ekspor.
2. Mendiversifikasi ekspor komoditas tak terbarukan.
3. Memperoleh *return* atau pengembalian investasi yang lebih besar dari cadangan devisa.

4. Bekerja sama dengan otoritas moneter untuk menghilangkan likuiditas yang tidak diharapkan.
5. Meningkatkan tabungan untuk generasi mendatang.
6. Mendanai pembangunan sosial dan ekonomi.
7. Pertumbuhan modal jangka panjang yang berkelanjutan untuk negara-negara target.

2.1.5.2 Daftar Berbagai Negara Pemilik *Sovereign Wealth Fund* (SWF)

Sovereign Wealth Fund (SWF) saat ini masih dianggap sebagai institusi yang baru lahir oleh investor di pasar keuangan internasional, beberapa dana saat ini telah beroperasi di tingkat global. SWF saat ini telah dianggap sebagai sarana investasi yang didirikan untuk mengelola aset negara secara rasional yang berorientasi pada keuntungan dan manfaatnya dapat dirasakan oleh generasi bangsa di masa yang akan datang (Pereira, Spencer, dan Moses, 2021:13). Menurut *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI) pada dasarnya sumber dana dari SWF ada 2, yakni dari pendapatan komoditas dan pendapatan *non* komoditas. Karakteristik negara yang memiliki SWF dengan sumber dananya berasal dari pendapatan komoditas biasanya merupakan negara-negara yang memiliki sumber daya alam (SDA) yang melimpah, dimana pembuatan SWF didasarkan pada terdapatnya pandangan bahwa cadangan SDA yang memiliki batasan, sedangkan negara yang memiliki SWF dengan sumber dananya berasal dari *non* komoditas biasanya merupakan negara-negara yang memiliki *surplus* perdagangan ekspor-impor. Pada halaman selanjutnya akan peneliti sajikan beberapa negara yang telah

lebih dulu dari negara Indonesia memiliki lembaga SWF berdasarkan jumlah aset kelolaan dan sumber dana yang yang digunakan:

Tabel 2.1
Top 10 Negara di Dunia Pemilik Sovereign Wealth Fund (SWF)

No	SWF	Total Assets Dikelola	Keterangan
1.	<i>Norway Government Pension Fund Global (GPF)</i>	\$1.289.460.000.000	SWF yang bersumber dari kekayaan minyak yang dikelola dengan berinvestasi terutama di negara-negara luar negeri. Hasil yang diperoleh digunakan untuk mendanai kebutuhan operasional negara seperti kesehatan, pendidikan, dan dana pensiun
2.	<i>China Investment Corporation (CIC)</i>	\$1.045.715.000.000	Sumber dana SWF China berasal dari <i>surplus</i> perdagangan. SWF ini digunakan untuk mengoptimalkan pengembalian dana yang dimiliki.
3.	<i>Kuwait Investment Authority (KIA)</i>	\$692.900.000.000	SWF Kuwait berdiri pada tahun 1953, sumber dana berasal dari <i>surplus</i> perdagangan minyak. Tujuan utamanya adalah untuk memperoleh pengembalian investasi jangka panjang yang ditujukan untuk digunakan oleh generasi dimasa depan.
4.	<i>Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)</i>	\$649.175.654.400	SWF Abu Dhabi bersumber dari kekayaan minyak. Minyak dikelola oleh SWF untuk diinvestasikan ke properti dan jasa guna menjadikan negara Abu Dhabi sebagai negara dengan pusat perdagangan dan jasa.
5.	<i>Hongkong Monetary Authority Investment Portfolio</i>	\$580.535.000.000	SWF Hongkong berdiri pada tahun 1935, dana yang dikelola diinvestasikan di instrumen obligasi dan saham diberbagai negara. Tujuan utamanya adalah untuk menjaga stabilitas dan intergritas sistem moneter dan keuangan Hongkong, serta untuk menjadikan Hongkong sebagai pusat keuangan Internasional.

Dilanjutkan

Lanjutan Tabel 2.1

No	SWF	Total Assets Dikelola	Keterangan
6.	<i>GIC Privite Limited</i>	\$545.000.000.000	GIC <i>Private Limited</i> merupakan satu dari salahsatu entitas cadangan di singapura, GIC saat ini sudah berinvestasi di lebih 40 Negara. Tujuan pengelolaan dana yaitu untuk menjaga stabilitas dollar singapura dan untuk menambah pendapatan pemerintah.
7.	<i>Temasek Holding Singapore (TH)</i>	\$484.441.000.000	<i>Temasek Holding</i> ini merupakan SWF yang masih milik negara Singapura yang didirikan pada 1974, Temasek mengelola dana yang bersumber dari cadangan devisa dan dikelola dengan diinvestasikan di 119 perusahaan, tujuan utamanya adalah untuk mengubah ekonomi menjadi lebih maju dan manfaat lainnya dapat digunakan oleh generasi dimasa yang akan datang.
8.	<i>Public Investment Fund (PIF)</i>	\$430.000.000.000	PIF merupakan SWF milik Arab Saudi dan berdiri pada 1971. Sumber dana yang digunakan yaitu dari pendapatan minyak. Dana yang dikelola dengan diinvestasikan di sekitar 200 portofolio, tujuan utamanya yaitu dapat menjadi kekuatan investasi global dan investor berpengaruh serta dapat mentransformasi ekonomi Arab Saudi.
9.	<i>National Council for Social Security Fund (NSSF)</i>	\$372.068.000.000	NSSF merupakan SWF milik pemerintah China yang didirikan pada tahun 2000, tujuan utamanya adalah untuk menyediakan cadangan dana untuk sistem jaminan sosial di China.
10.	<i>Investment Corporation of Dubai (ICD)</i>	\$302.326.000.000	ICD merupakan SWF milik Uni Emirate Arab, sumber dana berasal dari <i>surplus</i> perdagangan minyak. Alokasi investasi mencakup sektor keuangan dan investasi, <i>real estaste</i> , dan hiburan yang tersebar di 54 negara.

Sumber: www.swfinstitute.org (Data diolah Peneliti, 2021)

Berdasarkan Tabel 2.1 di atas, dapat diketahui bahwa beberapa negara membentuk lembaga SWF untuk melakukan diversifikasi pendapatan negaranya. Beberapa negara yang menggunakan dana yang bersumber dari komoditas yaitu Norwegia, Abu Dhabi, Kuwait, Dubai, dan Saudi Arabia, sedangkan negara yang sumber dananya bersumber dari aset keuangan (*non* komoditas) yakni Cina, Hongkong, dan Singapura. Berdasarkan data di atas dapat diketahui juga bahwa *Norway Government Pension Fund Global* (GPF) memiliki nilai asset kelolaan paling tinggi yakni sebesar \$ 1,2 Triliun. Menurut *Norges Bank Investment Management* (NBIM) dana tersebut sampai tahun 2021 telah diinvestasikan ke 9.123 perusahaan di dunia, diantaranya *Apple, Tencent, Microsoft, Nestle, Samsung* dan lainnya, selain itu dana SWF norwegia diinvestasikan dalam berbagai instrumen asset keuangan seperti ekuitas (saham), obligasi, *real estate*, dan infrastruktur yang sejak tahun 1998 dana tersebut telah menghasilkan *return* tahunan sebesar 6,3%.

2.1.5.3 Sovereign Wealth Fund (SWF) Indonesia atau *Indonesian Investment Authority* (INA)

Indonesian Investment Authority (INA) merupakan sebuah lembaga pengelola investasi atau SWF milik pemerintah Indonesia yang didirikan berdasarkan undang-undang Republik Indonesia No.11 Tahun 2020 tentang Cipta Kerja paragraf 2 Pasal 165 yang ditetapkan pada 2 November 2020 dan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No.74 Tahun 2020 tanggal 15 Desember 2020 tentang lembaga pengelola investasi. Sesuai dengan Peraturan Pemerintah

Republik Indonesia No.74 Tahun 2020 Pasal 6 dan Pasal 7 ayat (1), ruang lingkup kegiatan INA terutama meliputi pengelolaan investasi dan merencanakan, menyelenggarakan, mengawasi dan mengendalikan serta mengevaluasi investasi, dalam melaksanakan fungsi dan tugasnya, INA memiliki wewenang sebagai berikut:

1. Melakukan penempatan dana dalam instrumen keuangan.
2. Menjalankan kegiatan pengelolaan aset.
3. Melakukan kerja sama dengan pihak lain termasuk entitas dana perwakilan (*trust fund*).
4. Menentukan calon mitra investasi.
5. Memberikan dan menerima pinjaman.
6. Menatausahakan aset.

INA pada dasarnya memiliki karakteristik berbeda dengan lembaga lainnya yang didirikan oleh pemerintah. Adapun untuk meninjau lebih rinci mengenai perbedaannya, pada Tabel 2.2 di bawah ini akan peneliti sajikan perbedaannya sebagai berikut:

Tabel 2.2
Perbedaan Karakteristik INA dengan Entitas Lain

Nama Lembaga	Jenis Entitas	Skema Investasi	Catatan
Pusat Investasi Pemerintah (PIP)	<p>Berbentuk Badan Layanan Umum (BLU) Kemenkeu</p> <p>Tidak dipisahkan dari keuangan negara</p>	<p><i>Non</i> komersial</p> <p>Pasif (berupa investasi portofolio)</p> <p>Fokus pada pembiayaan usaha kecil</p>	<p>Sulit menarik profesional terbaik di bidangnya</p> <p>Sulit berinvestasi dalam instrumen yang kompleks</p> <p>Dilebur ke PT. SMI di tahun 2015</p>

Dilanjutkan

Lanjutan Tabel 2.2

Nama Lembaga	Jenis Entitas	Skema Investasi	Catatan
Badan Usaha Milik Negara (BUMN)	<p>Perseroan Terbatas, tunduk pada UU PT</p> <p>Mengacu kepada UU BUMN</p> <p>Bagian dari kekayaan negara yang dipisahkan</p>	<p>Komersial dan non komersial (PSO) berbentuk <i>Capital Expenditure</i> maupun perusahaan patungan</p> <p>Sebagian investasi berasal dari neraca perusahaan (<i>intern</i>)</p>	<p>Tidak memiliki kapasitas investasi lintas sektoral (sesuai izin usaha)</p> <p>Terkait pada UU Perseroan Terbatas, dimana pengambilan keputusan memiliki tingkatan (direksi, komisaris, dan RUPS)</p>
Investasi Pemerintah (PP 63/2019)	<p>Tidak memiliki bentuk entitas khusus</p> <p>Dikelola langsung menteri keuangan</p>	<p>Investasi dilakukan melalui BLU, BUMN, atau Badan Hukum lainnya</p> <p>Pasif (Berupa investasi portofolio)</p>	<p>Fleksibilitas instrumen investasi terbatas (investasi dilakukan melalui BLU, BUMN, atau Badan hukum lain)</p>
Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM)	<p>Lembaga perizinan dan regulator setingkat menteri</p>	<p>Tidak melakukan investasi</p>	<p>Bukan merupakan lembaga yang melakukan investasi</p> <p>Dalam hal FDI, hanya berfungsi melakukan promosi dan mengundang investasi.</p>

Dilanjutkan

Lanjutan Tabel 2.2

Nama Lembaga	Jenis Entitas	Skema Investasi	Catatan
<i>Indonesian Investment Authority (INA)</i>	Lembaga dibentuk melalui UU, bertanggung jawab kepada presiden sehingga memiliki kredibilitas dan persepsi stabilitas tinggi secara internasional	Komersial	Berfungsi sebagai mitra strategis investor asing maupun domestik
	Lembaga Independen	Dapat bersifat aktif, meningkatkan nilai tambah secara langsung. Memiliki kewenangan dan fleksibilitas dalam keputusan investasi untuk dapat mengikuti standar investasi internasional	Berperan aktif dalam peningkatan nilai aset yang dikelolanya

Sumber: www.balitbanghub.dephub.go.id (2021)

Berdasarkan Tabel 2.2 di atas, dapat diketahui bahwa INA secara fungsional berbeda dengan lembaga lainnya, yang mana INA ini cenderung memiliki karakteristik yang khusus untuk melakukan investasi pada aset-aset yang merupakan proyek strategis nasional (PSN) negara serta INA ini merupakan lembaga yang bersifat *independend* atau *sui generis* yang artinya lembaga yang beroperasi di luar kendali pemerintah pusat serta sumber modal yang akan digunakan oleh INA berasal dari investor asing dan investor domestik. Adapun skema investasi yang akan diterapkan oleh lembaga INA dapat dilihat pada Gambar 2.1 yang akan peneliti sajikan pada halaman selanjutnya sebagai berikut:

Berdasarkan Gambar 2.1 di atas, maka dapat diketahui bahwa skema investasi yang diterapkan lembaga *Indonesia Investment Authority* yaitu terdiri dari dua jenis, yakni investor dapat melakukan investasi melalui *master fund* dan *thematic fund*. Investasi dengan skema *master fund* maksudnya yaitu investor melakukan investasi dengan memberikan hak penuh kepada pihak INA untuk menempatkannya pada aset-aset yang menjadi prioritas dari investasi lembaga INA. Sedangkan untuk skema *thematic fund* ini dibuat secara khusus untuk melakukan investasi di jenis aset tertentu, mengingat tiap investor memiliki *appetite risk* dan pilihan aset berbeda. Misalnya seperti investor yang hanya ingin berinvestasi pada aset jalan tol saja, maka investor tersebut dapat melakukan investasinya dengan menggunakan skema *thematic fund*.

Berdasarkan skema investasi di atas, dapat diketahui juga bahwa INA berkomitmen untuk melakukan pendanaan awal yaitu pada sektor infrastruktur. Menurut dewan direktur INA yakni Dr. Ridha Kusuma, INA akan memprioritaskan sektor infrastruktur dikarenakan sektor tersebut dapat memberikan *multiplier effect* untuk perekonomian Indonesia, seperti menciptakan lapangan pekerjaan baru, memudahkan pendistribusian barang dan jasa, dan menciptakan pemerataan ekonomi lainnya (www.cnbcindonesia.com diakses pada 17 September 2021). Menurut para analis di pasar modal Indonesia hal tersebut dipandang dapat menjadi sentimen positif untuk perusahaan-perusahaan disektor infrastruktur yang notabene nya saat ini memiliki kinerja keuangan yang kurang baik, lebih lanjut lagi hal ini perlu dilakukan agar dapat meningkatkan investasi langsung asing ke Indonesia yang selanjutnya hal tersebut dapat mendorong

Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia meningkat (www.cnbcindonesia.com diakses pada 17 September 2021).

2.1.6. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu pada dasarnya merupakan suatu hasil penelitian dari beberapa peneliti sebelumnya yang seringkali digunakan sebagai referensi oleh peneliti yang sedang melakukan penelitian. Pada Tabel 2.3 di bawah ini peneliti akan menyajikan mengenai persamaan dan perbedaan antara penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang peneliti laksanakan, dengan demikian maka perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya akan terlihat lebih kontras, adapun data terkait yaitu sebagai berikut:

Tabel 2.3
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel		Hasil Penelitian
		Persamaan	Perbedaan	
1.	Gangi et al (2019) “Do Investment Determinants and Effects Vary Across Sovereign Wealth Fund Categories? A Firm-Level Analysis”. Source: <i>Journal Emerging Markets Review</i> Vol.38, 2019	1. Independen Variabel: <i>Sovereign Wealth Fund (SWF)</i> 2. Dependen Variabel: <i>Financial Performance of Firms</i>	1. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return.</i> 2. <i>Time and Research Object.</i>	Kami menemukan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA, ROI, ROE, dan <i>Leverage</i> setelah pengumuman investasi SWF menunjukkan peningkatan yang signifikan dan bahkan kinerjanya secara statistik signifikan lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak memperoleh investasi SWF pada tingkat signifikansi 1%. Singkatnya temuan ini memberikan bukti bahwa kinerja perusahaan setelah investasi SWF terealisasi relatif menjadi lebih baik.

Dilanjutkan

Lanjutan Tabel 2.3

No	Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel		Hasil Penelitian
		Persamaan	Perbedaan	
2.	<p>Kubo dan Phan (2019)</p> <p><i>“State Ownership, Sovereign Wealth Fund and Their effects on Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam”</i>.</p> <p>Source: <i>Pacific-Basin Finance Journal</i> Vol.58, 2019</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms</i>.</p>	<p>1. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return</i>.</p> <p>2. <i>Time and Reserach Object</i>.</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan nilai <i>mean</i> dan <i>median</i> ROA untuk perusahaan yang dikendalikan negara masing-masing sebesar 8,55% dan 6,75%, secara statistik <i>t-test</i> dan <i>rank-sum test statistic</i> (<i>wilcoxon sign ranked test</i>) berbeda secara signifikan (pada tingkat 1%) dari perusahaan <i>non-negara</i>, yang memiliki <i>mean</i> 5,78% dan <i>median</i> 5,67%. Selain itu, <i>mean</i> (1,28%) dan <i>median</i> (1,03%) rasio penjualan terhadap aset perusahaan yang dikendalikan negara secara statistik signifikan lebih tinggi daripada <i>mean</i> dan <i>median</i> perusahaan <i>non-negara</i>, yaitu masing-masing 1,08% dan 0,95%. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dikendalikan negara berkinerja lebih baik dalam hal ROA setelah investasi SWF’s terealisasi</p>
3.	<p>Liu et al (2021)</p> <p><i>“The Effect of Sovereign Wealth Fund on Corporation: Evidance of Policies in Singapore”</i>.</p> <p>Source: <i>Journal Research in International Business and Finance</i> Vol.56, 2021.</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of firms</i>.</p>	<p>1. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return</i></p> <p>2. <i>Time and Research Object</i>.</p>	<p>Hasil penelitian menemukan bahwa kehadiran kepemilikan <i>Temasek Holding</i> memiliki efek positif pada kepemilikan kas dan mengurangi belanja modal (CAPEX) perusahaan dalam perusahaan dengan tata kelola yang baik.</p>

Dilanjutkan

Lanjutan Tabel 2.3

No	Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel		Hasil Penelitian
		Persamaan	Perbedaan	
4.	<p>Nguyen dan Doan (2021)</p> <p><i>“The Impact of Non-Commodity Sovereign Wealth Funds; Ownership on The Domestic Target Firm”.</i></p> <p><i>Journal Cogent Economics and Finance</i> Vol.9, No.1, 2021</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms.</i></p>	<p>1. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return.</i></p> <p>2. <i>Time and Reserach Object.</i></p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan SWF <i>non-komoditas</i> cenderung memberikan dampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan dengan kinerja yang relatif tidak baik, dan berdampak positif bagi perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik.</p>
5.	<p>Del Giudice dan Petrella (2021)</p> <p><i>“The CEO Identity of Sovereign Wealth Funds and Target Firms’ Performance”.</i></p> <p><i>Source: Int. Journal Banking, Accountting and Finance</i> Vol.12, No.2, 2021</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms.</i></p>	<p>1. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return.</i></p> <p>2. <i>Time and Research Object.</i></p>	<p>Kami menemukan bukti jika investasi SWF yang melibatkan CEO berlatar belakang politik menyebabkan ROA perusahaan target menunjukkan perbedaan yang positif dan signifikan secara statistik setelah kesepakatan. Temuan kami ROA tahun ke 2 (+2) dan tahun ke 3 (+3) setelah kesepakatan yang dibandingkan dengan ROA 1 tahun sebelum kesepakatan berkinerja lebih baik dan secara statistik berbeda signifikan.</p>
6.	<p>Rasheed, Adeneye, dan Kosnis (2023)</p> <p><i>“Sovereign Wealth Fund Investments and Financial Performance of Target Firms: The Disciplinary Role of Debt in Political Agenda Theory”</i></p> <p><i>Source: Heliyon Electronic Journal</i> Vol.9, No. 5, 2023</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund.</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms</i></p>	<p>1. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return</i></p> <p>2. <i>Time and Research Object.</i></p>	<p>Temuan penelitian mengungkapkan bahwa ukuran kepemilikan SWF di perusahaan target yang kurang dari 2% meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dalam hal <i>leverage</i> (DER) dan ROA, sedangkan kepemilikan di atas 2% menyebabkan kinerja keuangan perusahaan menurun. Kesimpulannya investasi SWF memberikan dampak perbedaan bagi perusahaan target baik negatif maupun positif.</p>

Dilanjutkan

Lanjutan Tabel 2.3

No	Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel		Hasil Penelitian
		Persamaan	Perbedaan	
7.	Chen, Liu, dan Zao (2023) “ <i>Sovereign Wealth Fund and Cost of Debt: Evidence Form Syndicated Loans</i> ”. Source: SSRN Electronic Journal Vol.16, 2023	1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i> . 2. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms</i> .	1. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return</i> . 2. <i>Time and Research Object</i> .	Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya utang (<i>Cost of Debt</i>) perusahaan target menurun setelah investasi ekuitas SWF terealisasi, ini artinya investasi SWF terbukti memberikan dampak yang baik bagi kinerja perusahaan target.
8.	Park, R. J., Xu, dan In F (2018) “ <i>The Long-Term Impact of Sovereign Wealth Fund Investment</i> ”. Source: <i>Journal of Financial Markets</i> , Vol.45 No. 10, 2018	1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i> . 2. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return</i> .	1. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of firms</i> . 2. <i>Time and Research Object</i>	Hasil penelitian menunjukkan tidak ada perbedaan <i>abnormal return post</i> -peristiwa dan <i>pasca</i> -peristiwa. Ini dikarenakan <i>abnormal return pasca</i> -peristiwa untuk CAR dan BHAR sebagian besar negatif dan signifikan secara statistik untuk periode enam bulan, satu tahun, dan dua tahun, begitu pun dengan <i>abnormal return post</i> -peristiwa untuk CAR dan BHAR negatif untuk perusahaan target SWF hingga dua tahun.
9.	Park et al (2019) “ <i>The Long-term Impact of Sovereign Wealth Fund Investments</i> ”. Source: <i>Journal of Financial Markets</i> Vol.45, 2019.	1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund (SWF)</i> 2. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return</i>	1. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms</i> . 2. <i>Time and Research Object</i> .	Hasil penelitian menunjukkan bahwa investasi SWF memberikan <i>abnormal return</i> negatif dalam jangka panjang. Namun positif untuk jangka pendek. Pengaruh kepemilikan SWF tergantung pada tingkat perlindungan investor di negara penerima. Kami juga menemukan bahwa SWF domestik memberikan efek <i>abnormal return</i> untuk perusahaan target di negara dengan perlindungan investor yang rendah, tetapi efeknya lebih lemah untuk SWF asing.

Dilanjutkan

Lanjutan Tabel 2.3

No	Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel		Hasil Penelitian
		Persamaan	Perbedaan	
10.	<p>Bortolotti, Fotak, dan Loss (2019)</p> <p>“<i>Taming Leviathan: Mitigating Political Interference in Sovereign Wealth Funds’ Public Equity Investments</i>”</p> <p>Source: <i>Journal of Accounting and Finance</i> Vol. 19, No. 4, 2019.</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Funds.</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return.</i></p>	<p>1. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms..</i></p> <p>2. <i>Time and Research Object</i></p>	<p>Hasil penelitian empiris kami menunjukkan <i>abnormal return</i> perusahaan target bertanda positif dan signifikan pada level signifikansi 1%, 5%, dan 10% dengan nilai <i>t-test</i> sebesar 0,59 diseluruh periode jendela pengumuman investasi SWFs. Artinya pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi yang baik, sehingga direspon positif oleh pasar.</p>
11.	<p>Ouni et al (2020)</p> <p>“<i>Sovereign Wealth Fund Empirical Studies: A Critical View</i>”.</p> <p>Source: <i>Journal of Economics Studies and Research</i> Vol.20, 2020.</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return.</i></p>	<p>1. Variabel Dependen: <i>Financial Performance of Firms.</i></p> <p>2. <i>Time and Research Object</i></p>	<p>Studi ini menyimpulkan respon positif dari pasar terhadap investasi SWF dalam jangka pendek. Namun, hanya ada sedikit kebulatan suara sehubungan dengan efek jangka panjang dari investasi SWF”.</p>
12.	<p>Westiningrum (2022)</p> <p>“Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Pembentukan Lembaga Pengelola Investasi (LPI)”.</p> <p>Sumber: <i>Accounting and Business Information System Journal</i> Vol.10, No.2, 2022</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund.</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return.</i></p>	<p>1. Variabel Dependen: Kinerja Keuangan.</p> <p>2. Waktu dan Objek Penelitian.</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman pembentukan LPI menghasilkan rata-rata <i>return</i> tak normal (RRTN) positif untuk seluruh periode jendela, namun secara statistik hanya signifikan pada periode sesudah pengumuman pembentukan LPI atau pada t+1, artinya RRTN sesudah pengumuman pembentukan LPI lebih tinggi dibanding sebelum pengumuman pembentukan LPI. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa pengumuman pembentukan LPI memiliki kandungan informasi yang dianggap penting oleh pasar.</p>

Dilanjutkan

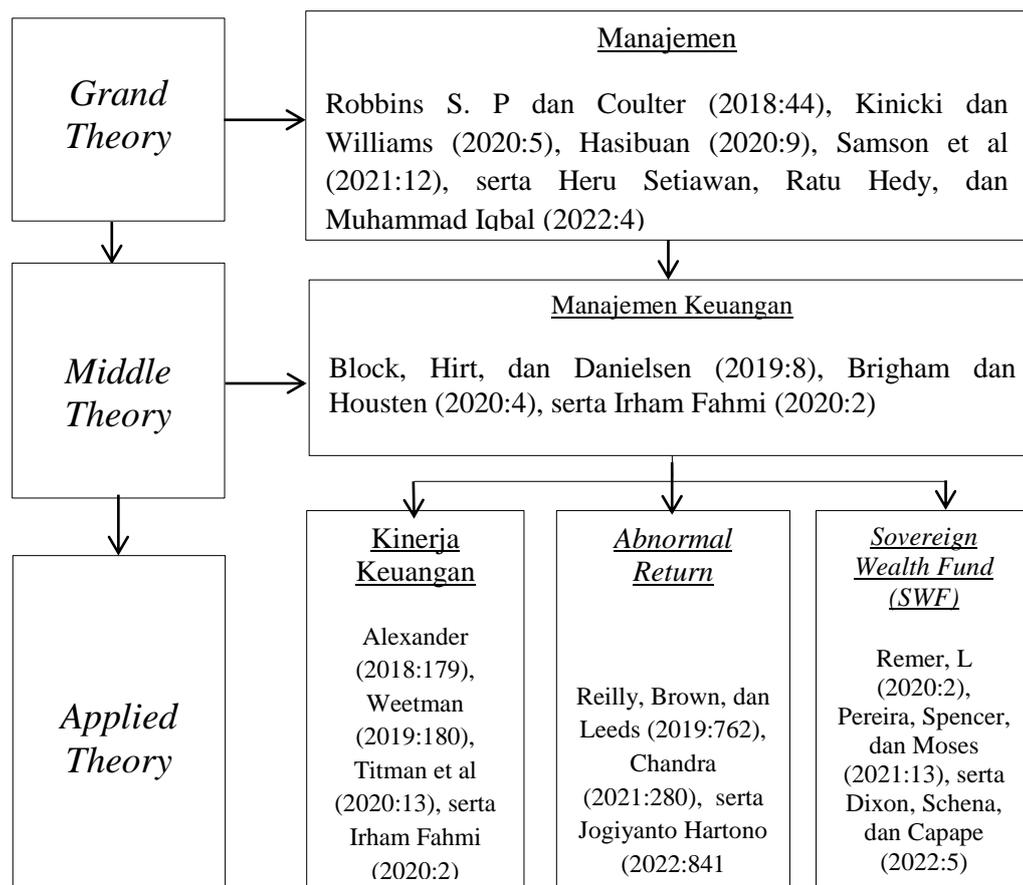
Lanjutan Tabel 2.3

No	Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel		Hasil Penelitian
		Persamaan	Perbedaan	
13	<p>Prayetno, Kamaliah, dan Novita Indrawati (2022)</p> <p>“Analisis Teknikal Perbandingan Pergerakan Harga Saham Individual Pada Saham Badan Usaha Milik Negara Karya Sebelum dan Sesudah Regulasi Lembaga Pengelola Investasi”.</p> <p>Sumber: Jurnal Daya Saing Vol.8, No.2, 2022</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i>.</p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return</i>.</p>	<p>1. Variabel Dependen: Kinerja Keuangan.</p> <p>2. Waktu dan Objek Penelitian.</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata harga saham perusahaan BUMN karya yang diproksi dengan indikator <i>moving average</i> (MA) sesudah penerapan regulasi LPI menunjukkan peningkatan, artinya pasar bereaksi positif sesudah regulasi diterapkan. Sedangkan sebelum diterapkan indikator MA tidak meningkat, artinya pasar tidak bereaksi.</p>
14	<p>Carney (2021)</p> <p>“<i>Sovereign Wealth Funds’ Investment Purpose and The Investment Implication</i>”.</p> <p>Source: SSRN Electronic Journal Vol. 11, 2021</p>	<p>1. Variabel Independen: <i>Sovereign Wealth Fund</i></p> <p>2. Variabel Dependen: <i>Abnormal Return and Financial Performance of Firms</i>.</p>	<p><i>Time and Research Object</i></p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka pendek <i>Cumulative Abnormal Return</i> (CAR) perusahaan target bertanda positif baik pada periode 3 hari jendela maupun 11 hari jendela, artinya investasi SWF direspon positif oleh pasar, sedangkan dalam jangka panjang kinerja perusahaan target yang diukur dengan ROA, <i>Sales Growth</i>, <i>Market to Book Value</i>, <i>Quick Ratio</i>, dan DAR menunjukkan perbedaan yang signifikan (1%) dalam 3 cakrawala waktu, dimana kinerja perusahaan target cenderung mengalami penurunan performa setelah investasi SWF terealisasi.</p>

Sumber: Data diolah peneliti (2021)

Berdasarkan Tabel 2.3 penelitian terdahulu di atas, dapat diketahui bahwa terdapat beberapa persamaan dan perbedaan antara penelitian terdahulu dengan penelitian saat ini. Persamaannya yaitu sama-sama meneliti variabel kinerja keuangan, *abnormal return* dan lembaga *Sovereign Wealth Fund* (SWF),

sedangkan perbedaannya yaitu *event study* pada penelitian ini merupakan lembaga *Sovereign Wealth Fund* milik Indonesia, variabel kinerja keuangan diukur menggunakan *Cash Ratio*, *Debt To Asset Ratio*, *Debt To Equity Ratio*, *Total Assets Turnover*, *Return on Assets*, dan *Net Profit Margin*. Sedangkan variabel *abnormal return* diproksi menggunakan *average abnormal return* (AAR) yang diukur menggunakan pendekatan *market model*, objek penelitian adalah perusahaan sektor infrastruktur dan pelaksanaan penelitian memiliki waktu yang berbeda. Berdasarkan uraian kajian pustaka di atas, maka peneliti dapat membuat kerangka landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:



Sumber: Diolah Peneliti (2021)

Gambar 2.2
Kerangka Landasan Teori

Berdasarkan Gambar 2.2 di atas, dapat diketahui bahwa dalam penelitian ini peneliti menggunakan tiga kajian landasan teori yang terdiri dari *grand theory*, *middle theory*, dan *applied theory*. Kerangka landasan teori yang digunakan dalam *grand theory* yaitu landasan teori mengenai manajemen, selanjutnya landasan teori yang digunakan dalam *middle theory* yaitu teori manajemen keuangan, serta landasan teori yang digunakan dalam *applied theory* yaitu kinerja keuangan, *abnormal return*, dan *Sovereign Wealth Fund* (SWF).

2.2. Kerangka Pemikiran

Menurut Sugiyono (2020:95) kerangka berpikir merupakan model konseptual tentang bagaimana suatu teori memiliki kaitan dengan berbagai faktor yang telah diidentifikasi. Kerangka berpikir yang baik akan menjelaskan secara teoritis hubungan antar variabel yang akan diteliti. Pada sub-bab ini peneliti akan menggambarkan kerangka pemikiran yang bertujuan untuk memudahkan pembaca dalam memahami teori-teori yang berkaitan dengan variabel yang diteliti yaitu kinerja keuangan dan *abnormal return* pada perusahaan sektor infrastruktur sebelum dan sesudah pendirian lembaga *Sovereign Wealth Fund* (SWF) Indonesia.

2.2.1. Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Pendirian Lembaga *Sovereign Wealth Fund* (SWF) Indonesia.

Kinerja keuangan pada dasarnya merupakan suatu gambaran atas hasil atau pencapaian yang diperoleh jajaran manajemen perusahaan sebagai dampak

dari adanya kegiatan ekonomi yang dioperasikan di dalam perusahaan. Kinerja keuangan yang diperoleh suatu perusahaan umumnya dapat terpengaruh oleh berbagai macam faktor, salah satunya faktor eksternal berupa regulasi yang diterbitkan pemerintah. Pada tanggal 15 Desember 2020 pemerintah Indonesia secara resmi mendirikan lembaga pengelola investasi atau *Sovereign Wealth Fund* (SWF) yang diresmikan dengan nama *Indonesia Investment Authority* (INA) sebagai salah satu bentuk kebijakan regulasi dari pemerintah Indonesia untuk dapat memperbaiki iklim investasi di negara Indonesia, salah satu langkah konkrit yang akan dilaksanakan lembaga SWF Indonesia untuk merealisasikan perbaikan iklim investasi tersebut yaitu dengan berinvestasi pada aset-aset jalan tol yang dimiliki perusahaan sektor infrastruktur, hal tersebut secara tidak langsung mengindikasikan bahwa pendirian lembaga SWF Indonesia tersebut memiliki potensi yang besar untuk menciptakan aliran dana masuk yang besar kepada perusahaan sektor infrastruktur yang selanjutnya dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sektor infrastruktur. Oleh karena itu, pendirian lembaga SWF Indonesia peneliti tetapkan sebagai *event* (peristiwa) dalam penelitian berbasis *event study* ini, terlebih karena kehadirannya yang berpotensi memberikan dampak terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor infrastruktur.

Pengujian *event study* mengenai dampak kehadiran atau investasi SWF terhadap kinerja keuangan perusahaan telah cukup banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya, dimana mayoritas peneliti sebelumnya menemukan bukti bahwa pengumuman kehadiran atau investasi lembaga SWF memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan perusahaan, yang artinya kinerja keuangan

perusahaan mengalami peningkatan kinerja setelah pengumuman kehadiran lembaga SWF tersebut, seperti penelitian yang dilakukan oleh Gangi et al (2019) yang menemukan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio ROA, ROI, ROE, dan *Leverage* setelah pengumuman investasi SWF menunjukkan peningkatan yang signifikan dan kinerjanya secara statistik melampaui kinerja perusahaan yang tidak memperoleh pendanaan atau investasi dari SWF pada tingkat signifikansi 1%.

Penelitian tersebut kemudian dilakukan pengembangan oleh Kubo dan Phan (2019) yang melakukan pengembangan penelitian dengan menambahkan *sales to total asset ratio* dalam pengukuran kinerja keuangannya, penelitian tersebut ditujukan untuk membandingkan kinerja keuangan perusahaan milik negara (BUMN) dengan perusahaan swasta setelah investasi SWFs. Hasil penelitian menunjukkan nilai *mean* dan *median* ROA untuk perusahaan yang dikendalikan negara masing-masing sebesar 8,55% dan 6,75%, secara statistik *t-test* dan *rank-sum test statistic (wilcoxon sign ranked test)* berbeda secara signifikan (pada tingkat 1%) dari perusahaan *non-negara*, yang memiliki *mean* 5,78% dan *median* 5,67%. Selain itu, *mean* (1,28%) dan *median* (1,03%) rasio penjualan terhadap aset perusahaan yang dikendalikan negara secara statistik signifikan lebih tinggi daripada *mean* dan *median* perusahaan *non-negara*, yaitu masing-masing 1,08% dan 0,95%. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dikendalikan negara (BUMN) berkinerja lebih baik (meningkat) dalam hal ROA dan *sales to total assets* setelah investasi SWF's terealisasi.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Liu et al (2021) juga menemukan bah-

wa pengumuman kehadiran kepemilikan SWF Singapura (*Temasek Holding*) memiliki efek positif pada kepemilikan kas dan mengurangi belanja modal (CAPEX) perusahaan dalam perusahaan dengan tata kelola yang baik. Hasil penelitian lainnya yang ditemukan oleh Del Giudice dan Petrella (2021) juga menemukan bahwa ROA perusahaan pada tahun ke-2 dan ke-3 setelah kesepakatan investasi SWF yang dibandingkan dengan ROA 1 tahun sebelum kesepakatan berkinerja lebih baik atau lebih tinggi dan secara statistik berbeda signifikan. Berdasarkan beberapa hasil penelitian empiris di atas dapat diketahui bahwa pengumuman kehadiran atau investasi lembaga SWF memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan perusahaan, dimana kinerja perusahaan relatif semakin meningkat setelah kehadiran SWF, sehingga bukti empiris tersebut perlu adanya pembuktian, oleh karena itu salah satu tujuan studi ini yaitu untuk memperoleh bukti empiris mengenai perilaku kinerja keuangan yang dipengaruhi oleh lembaga SWF.

2.2.2. *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pendirian Lembaga *Sovereign Wealth Fund* (SWF) Indonesia.

Abnormal return merupakan selisih positif dan negatif antara tingkat *return* sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat *return* yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* pada umumnya terjadi karena adanya suatu pengumuman peristiwa yang dipublikasikan, beberapa pengumuman yang umumnya dapat mempengaruhi pergerakan harga saham dan menyebabkan timbulnya *abnormal return* yaitu pengumuman yang berkaitan dengan laba,

pembagaian dividen, regulasi pemerintah, perubahan susunan manajemen, pengumuman yang berkaitan dengan *financing* dan *investing*, serta pengumuman lainnya yang berkaitan dengan perusahaan dan dipandang memiliki kandungan informasi (Jogiyanto Hartono, 2022:800).

Peristiwa pengumuman pendirian lembaga SWF Indonesia pada periode Q4-2020 atau tepatnya pada tanggal 15 Desember 2020 pada dasarnya merupakan kebijakan regulasi dari pemerintah Indonesia untuk dapat memperbaiki iklim investasi di negara Indonesia. Regulasi pemerintah mengenai pendirian lembaga SWF Indonesia tersebut dipandang dapat menjadi sentimen positif bagi perusahaan sektor infrastruktur, terlebih karena pendirian lembaga SWF tersebut pada *batch* I akan difokuskan untuk berinvestasi pada aset-aset jalan tol milik perusahaan sektor infrastruktur, sehingga hal tersebut dipandang dapat memicu pasar untuk bereaksi atas pengumuman pendirian lembaga SWF Indonesia yang selanjutnya dapat menimbulkan *abnormal return* dari perusahaan-perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

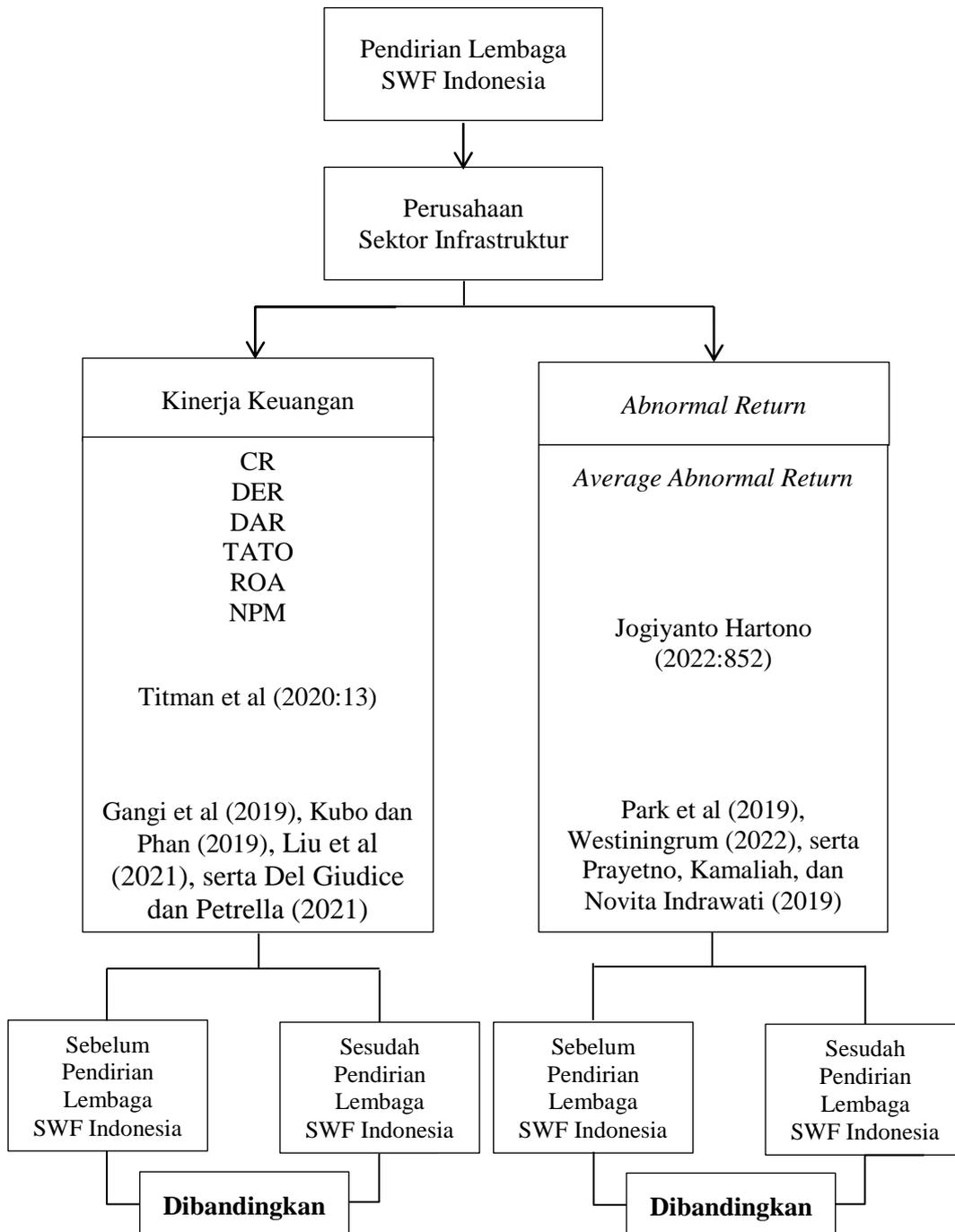
Penelitian empiris mengenai dampak peristiwa pembentukan lembaga SWF terhadap *abnormal return* perusahaan telah cukup banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya, seperti penelitian yang dilakukan oleh Park et al (2019) yang menemukan bahwa dalam jangka pendek pengumuman investasi SWF memberikan *abnormal return* yang positif. Kemudian Westiningrum (2022) yang melakukan penelitian reaksi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman pembentukan lembaga pengelola investasi (LPI) menemukan bahwa pengumuman pembentukan LPI menghasilkan rata-rata *return* tak normal (RRTN) positif untuk

seluruh periode jendela, namun secara statistik hanya signifikan pada periode sesudah pengumuman pembentukan LPI atau pada $t+1$, artinya RRTN sesudah pengumuman pembentukan LPI lebih tinggi dibanding sebelum pengumuman pembentukan LPI.

Penelitian lainnya yaitu dilakukan oleh Prayetno, Kamaliah, dan Novita Indrawati (2022) yang juga menemukan rata-rata harga saham perusahaan BUMN karya sesudah pengumuman penerapan regulasi LPI mengalami peningkatan, sedangkan sebelum pengumuman penerapan regulasi LPI rata-rata harga saham BUMN karya tidak mengalami peningkatan, artinya rata-rata harga saham perusahaan BUMN karya sesudah pengumuman penerapan regulasi LPI lebih tinggi dibanding sebelum pengumuman penerapan regulasi LPI. Berdasarkan beberapa hasil penelitian empiris di atas dapat diketahui bahwa *abnormal return* sesudah peristiwa pengumuman pendirian SWF lebih tinggi dibanding sebelum peristiwa pengumuman pendirian SWF, sehingga beberapa bukti empiris tersebut perlu adanya pembuktian. Oleh karena itu, tujuan lain dari studi ini yaitu untuk memperoleh bukti empiris mengenai perilaku pasar dalam merespon peristiwa pengumuman pendirian lembaga SWF Indonesia yang dapat tercermin dari *abnormal return*.

2.2.3. Paradigma Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah peneliti uraikan di atas, maka dapat digambarkan model kerangka pemikiran pada penelitian ini yang akan peneliti sajikan pada halaman selanjutnya sebagai berikut:



Gambar 2.3
Paradigma Penelitian

2.3. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka peneliti dapat merumuskan

hipotesis yang merupakan kesimpulan sementara dari penelitian sebagai berikut:

1. Kinerja keuangan yang diproksi dengan *Cash Ratio* (CR) sesudah pendirian lembaga SWF Indonesia lebih tinggi dibanding sebelum pendirian lembaga SWF Indonesia.
2. Kinerja keuangan yang diproksi dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR) sesudah pendirian lembaga SWF Indonesia lebih rendah dibanding sebelum pendirian lembaga SWF Indonesia.
3. Kinerja keuangan yang diproksi dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) sesudah pendirian lembaga SWF Indonesia lebih rendah dibanding sebelum pendirian lembaga SWF Indonesia.
4. Kinerja keuangan yang diproksi dengan *Total Assets Turn Over* (TATO) sesudah pendirian lembaga SWF Indonesia lebih tinggi dibanding sebelum pendirian lembaga SWF Indonesia.
5. Kinerja keuangan yang diproksi dengan *Return on Assets* (ROA) sesudah pendirian lembaga SWF Indonesia lebih tinggi dibanding sebelum pendirian lembaga SWF Indonesia.
6. Kinerja keuangan yang diproksi dengan *Net Profit Margin* (NPM) sesudah pendirian lembaga SWF Indonesia lebih tinggi dibanding sebelum pendirian lembaga SWF Indonesia.
7. *Abnormal Return* yang diproksi dengan *Average Abnormal Return* (AAR) sesudah pendirian lembaga SWF Indonesia lebih tinggi dibanding sebelum pendirian lembaga SWF Indonesia.