

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Perkembangan pasar modal di Indonesia mengalami perkembangan yang cukup pesat, baik dalam bentuk saham maupun instrumen hutang. Investor dalam menanamkan dananya di pasar modal tidak hanya bertujuan dalam jangka pendek tetapi bertujuan untuk memperoleh pendapatan dalam jangka panjang. Investor yang menanamkan dananya di pasar modal harus mampu memanfaatkan semua informasi untuk menganalisa pasar dan investasinya dengan harapan memperoleh keuntungan, baik berupa pendapatan dividen (*dividen yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*).

Return memungkinkan investor untuk membandingkan keuntungan aktual ataupun keuntungan yang diharapkan yang disediakan oleh berbagai investasi pada tingkat pengembalian yang diinginkan. Di sisi lain, *return* pun memiliki peran yang amat signifikan dalam menentukan nilai dari suatu investasi (Daniati dan Suhairi 2006).

Salah satu pertimbangan penting investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal adalah pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang secara sederhana adalah tingkat keuntungan perusahaan atau seberapa besar perusahaan dapat memberikan imbal hasil kepada para investornya dan adanya kemampuan membayar kewajiban kepada para

kreditor. Pertumbuhan perusahaan diharapkan memberikan aspek positif bagi perusahaan sehingga meningkatkan kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi membutuhkan lebih banyak dana karena banyak kesempatan investasi yang akan mereka lakukan. Bagi investor pertumbuhan perusahaan salah satu indikator penting untuk dapat mengetahui profitabilitas investasi yang akan dilakukan di suatu perusahaan untuk memberikan *return* yang sesuai dengan tingkat yang dipersyaratkan investor. Esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan berinvestasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung & Charoenwong *dalam* Norpratiwi, 2007).

Pertumbuhan perusahaan menurut Smith dan Watts (1992) dapat diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (IOS/*Investments Opportunity Set*). Set kesempatan investasi atau IOS ini menjadi salah satu perhatian utama dalam menilai kinerja perusahaan sebab berkaitan dengan nilai investasi yang akan dikeluarkan di masa mendatang. Kesempatan perusahaan untuk tumbuh yang disebut dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) diperkenalkan pertama kali oleh Myers (1977) yaitu keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang (Kallapur dan Trombley 2001).

Menurut Gaver dan Gaver (1983) investasi di masa mendatang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil

keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

IOS dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan, apakah suatu perusahaan termasuk dalam klasifikasi bertumbuh atau tidak bertumbuh. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang. Menurut Kole (1991), nilai IOS bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal (*cost of equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan sehingga investor dapat memperoleh *return* saham sebagaimana yang diharapkan.

Kole (1991) dalam Norpratiwi (2007) menjelaskan bahwa nilai IOS bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang. Pilihan-pilihan pertumbuhan (*growth options*) bagi suatu perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak dapat diobservasi (*inherently unobservable*), dan bila diukur dengan satu proksi tunggal saja cenderung tidak sempurna (Norpratiwi, 2007). Karena sifatnya yang tidak dapat diobservasi, IOS memerlukan sebuah proksi (Hartono, 1999).

Nilai IOS dapat dihitung dengan kombinasi berbagai jenis proksi yang mengimplikasikan nilai aktiva di tempat yaitu berupa nilai buku aktiva

maupun ekuitas dan nilai kesempatan untuk bertumbuh bagi suatu perusahaan di masa depan. Beberapa proksi IOS yang digunakan dalam beberapa penelitian yaitu antara lain:

1. Menggunakan sebuah rasio saja sebagai proksi IOS dalam model penelitiannya, misalnya BE/MVE (*book to the market value ratio*) yaitu rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas (Collins dan Khothari, 1989 dalam Norpratiwi, 2007).
2. Menggunakan metode statistik analisa faktor untuk memperoleh skor faktor sebagai indeks umum IOS (Gaver & Gaver, 1993) serta menggunakan ranking skor faktor tersebut untuk mengklasifikasikan perusahaan menjadi perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh (Gaver & Gaver, 1993; Sami *et al.* 1999, dalam Norpratiwi, 2007).
3. Melakukan analisis sensitivitas terhadap beberapa rasio individual sebagai alternatif proksi IOS dan kemudian membentuk variabel instrumental sebagai alternatif lain proksi IOS (Smith & Watts; Hartono 1999).

Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang.

Kole (1991), dalam Gaver & Gaver (1993) menjelaskan bahwa nilai IOS bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal (*cost of equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan. Kesempatan perusahaan untuk tumbuh yang disebut dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) yang diperkenalkan oleh Myers (1977) yaitu keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang (Kallapur dan Trombley 2001).

IOS menunjukkan investasi perusahaan atau opsi pertumbuhan yang tergantung pada pengeluaran-pengeluaran modal (*discretionary expenditure*) yang diputuskan oleh manajer (Myers, 1977). IOS memberikan petunjuk yang lengkap tentang tujuan perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai perusahaan, tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. IOS dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan, apakah suatu perusahaan termasuk dalam klasifikasi bertumbuh atau tidak bertumbuh. Kole (1991) dalam Gaver & Gaver (1993) menjelaskan bahwa nilai IOS bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal (*cost of equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan.

Di Indonesia penelitian tentang IOS sudah pernah dilakukan diantaranya oleh Sadalia dan Syafitri (2008) yang menguji pengaruh *profitability* dan IOS terhadap dividen tunai perusahaan terbuka di Bursa Efek Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh pada dividen tunai. Saxena (1995) menguji bagaimana pengaruh *growth*, *beta coefficient*, *number of common stockholders*, *insider*, IOS terhadap *dividen payout ratio*. Hasilnya menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif pada *dividend payout ratio*. Mahadwartha dan Hartono (2002) meneliti tentang pengaruh IOS, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan kebijakan dividen tentu akan mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasi saham sebab terkait dengan harapan tingkat keuntungan yang akan diterima oleh investor dari aktifitas investasi saham yang dilakukannya.

Berbagai penelitian tentang IOS telah berhasil membuktikan bahwa IOS merupakan proksi realisasi pertumbuhan perusahaan dan berhubungan dengan berbagai variabel kebijaksanaan perusahaan, antara lain kebijakan pendanaan atau struktur hutang, kebijakan dividen, kebijakan leasing dan kebijakan kompensasi. Sami *et al.* (1999) Norpratiwi (2007) menunjukkan bahwa teori IOS memiliki *explanatory power* yang tinggi dalam hal kebijakan pendanaan dan kompensasi daripada aspek dividen. Pertanyaan yang ingin dijawab dalam penelitian ini adalah apakah nilai IOS sebagai proksi

pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar yang direspon oleh para investor melalui perubahan return saham.

Beberapa penelitian terdahulu tentang IOS dan implikasinya menunjukkan hasil yang kontradiktif. Norpratiwi (2007) yang meneliti tentang hubungan antara IOS dengan *return* saham menunjukkan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara rasio proksi IOS dengan *return* saham. Korelasi antara MKTBKASS dengan CAR dan MKTBKEQ dengan CAR dapat dibuktikan kesahihannya dimana nilai korelasi antara kedua variabel berkorelasi positif dan secara statis signifikan. Demikian halnya dengan korelasi CAPBVA dengan CAR dapat dibuktikan kesahihannya, sedangkan korelasi antara EPS *ratio* dengan CAR tidak dapat dibuktikan kesahihannya.

Ulupui (2006) menyimpulkan bahwa secara simultan CR, ROA, TATO dan DER berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Secara parsial hanya CR dan ROA yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Adanya *gap research* pada variabel kontrol dilakukan oleh Jati (2005) dan Norpratiwi (2005) memperoleh hasil bahwa IOS tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Namun penelitian yang dilakukan Gul, Leung dan Srinindhi (2000) dan Fanani (2006) berhasil membuktikan adanya pengaruh positif antara IOS terhadap *return* saham.

Penggunaan proksi IOS model rasio, yaitu *market to book value ratio* (MKTBKASS, MKTBKEQ, dan *Price Ratio*) sebagaimana yang telah dilakukan oleh Norpratiwi (2007) yang menemukan bahwa IOS model rasio

merupakan variabel yang paling valid sebagai proksi pertumbuhan. Pengujian korelasi antara IOS terhadap reaksi pasar modal, nilai IOS akan dikorelasi dengan perubahan harga saham yang disurogasi dengan nilai *cumulative abnormal return* (CAR). Sehingga dapat dikatakan penelitian ini sebagai kompilasi dari penelitian yang telah dilakukan oleh Norpratiwi (2007).

Penelitian sejenis juga dilakukan oleh Supatmi (2008) yang menggunakan *Market to Book Value of Asset Ratio* (MKTBKASS) sebagai proksi IOS yang berfungsi sebagai variabel moderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Demikian juga dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Anugrah (2008) bahwa MKTBKASS (*Market to Book Value of Asset Ratio*) dan MKTBKEQ (*Market to Book Value of Equity Ratio*) sebagai proksi IOS yang berpengaruh terhadap *return* saham perusahaan sektor manufaktur.

Berdasarkan uraian di atas, penulis tertarik melakukan penelitian yang berjudul “Analisis Korelasi *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009 – 2011).”

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka pokok permasalahan penelitian ini, antara lain:

1. Apakah *Market to Book Value of Asset Ratio* (MKTBKASS) sebagai salah satu dari proksi IOS memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur?
2. Apakah *Market to Book Value of Equity Ratio* (MKTBKEQ) sebagai salah satu proksi IOS memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur?
3. Apakah *Earning per Share/Price Ratio* (E/P) sebagai salah satu proksi dari IOS memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur?

C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris tentang :

1. Model *Market to Book Value of Asset Ratio* (MKTBKASS) sebagai salah satu dari proksi IOS memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur.
2. Model *Market to Book Value of Equity Ratio* (MKTBKEQ) sebagai salah satu proksi IOS memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur.
3. Model *Earning per Share/Price Ratio* (E/P) sebagai salah satu proksi dari IOS memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur.

D. Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur tentang hubungan korelasional antara IOS (*Investment Opportunity Set*) dengan *return saham* sebagai salah satu pokok kajian dalam manajemen keuangan.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu referensi dalam pengambilan keputusan investasi khususnya dengan menggunakan instrumen IOS.

b. Bagi Manajemen

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu referensi dalam merumuskan kebijakan struktur pendanaan untuk memenuhi kebutuhan investasi di masa mendatang.

c. Bagi Peneliti

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu referensi dalam mengkaji topik penelitian sejenis di masa mendatang seiring dengan dinamika lingkungan bisnis yang semakin kompleks.

E. Batasan Penelitian

Agar penelitian ini dapat terfokus pada pokok permasalahan yang diteliti dan dengan pertimbangan penelitian ini dapat terselesaikan dengan tepat waktu, maka penyusun membatasi masalah penelitian sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya memfokuskan pada perusahaan manufaktur saja dengan pertimbangan memiliki kesamaan karakteristik sehingga proksi - proksi IOS yang digunakan relatif sama.
2. Penelitian ini dilakukan dalam rentang periode 2009 – 2011.
3. Variabel penelitian proksi IOS berdasarkan model ratio , yang terdiri dari:
(a) *Market to Book Value of Asset Ratio* (MKTBKASS), (b) *Market to Book Value of Equity Ratio* (MKTBKEQ), dan (c) *Market to Book Value of Equity Ratio* (MKTBKEQ) sebagai variabel bebas. Untuk variabel terikat berupa *return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.