

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Tujuan manajemen keuangan seringkali dinyatakan sebagai maksimisasi keuntungan, karena para manajer bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholder*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, pendanaan, dan dividen yang tercermin dalam suatu harga saham di pasar modal. Penilaian terhadap harga saham tidak dapat dibatasi oleh keuntungan yang besar melalui jumlah saham yang beredar. Penilaian terhadap harga saham akan ditentukan oleh banyak faktor, seperti: keuntungan perusahaan, risiko perusahaan, dan faktor lain. Harga saham yang terjadi merupakan konsensus yang terjadi di pasar keuangan terhadap prospek dan risiko perusahaan di masa mendatang (Mamduh, 2004).

Prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh semua pihak, baik oleh pihak internal seperti manajemen maupun pihak eksternal seperti investor dan kreditur. Pertumbuhan tersebut diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan yaitu dengan adanya suatu kesempatan investasi di masa mendatang. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi, yang nantinya akan memberikan nilai tambah bagi perusahaan untuk dapat lebih mengembangkan aktivitas operasi

Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan yang diputuskan manajer dan nilai perusahaan jangka panjang. Set kesempatan investasi menunjukkan investasi perusahaan atau opsi pertumbuhan, dimana nilai opsi pertumbuhan tergantung pada pengeluaran-pengeluaran *discretionary* selanjutnya oleh manajer. Myers (1977) dalam I Ketut (2004), membagi perusahaan menjadi dua komponen yaitu *assets in place* yang dinilai secara independen dari kesempatan investasi perusahaan di masa yang akan datang dan pilihan pertumbuhan perusahaan yang dinilai atas dasar keputusan investasi *discretionary* perusahaan dalam menentukan kemampuannya memperoleh keuntungan dari prospek pertumbuhan.

Pertumbuhan perusahaan menurut Smith dan Watts dalam Imam dan Indra (2001) dapat diproksikan dalam kombinasi dari berbagai set kesempatan investasi (*investment opportunity set* atau IOS). Nilai set kesempatan investasi ini dihitung dengan kombinasi berbagai jenis proksi yang mengimplikasikan nilai aktiva ditempat berupa nilai buku aktiva maupun ekuitas perusahaan dan nilai kesempatan yang tumbuh dari suatu perusahaan di masa depan berupa nilai pasar perusahaan, oleh karena itu berbagai jenis proksi telah digunakan oleh banyak peneliti dalam studinya secara tidak seragam. Semakin banyak proksi set kesempatan investasi yang digunakan maka hal ini akan menunjukkan semakin tepat dalam menentukan kelompok atau karakteristik

tingkat pertumbuhan perusahaan (Gaver dan Gaver dalam Imam dan Indra, 2001).

Dalam beberapa tahun ini banyak penelitian tentang kesempatan investasi, kebijakan utang dan deviden perusahaan. Diawali oleh penelitian yang dilakukan oleh Myers (1977) dalam Slamet dan Syukri (2003), menunjukkan perusahaan bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan sendiri atau ekuitas dari pada utang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan yang dibiayai dengan utang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal atau *underinvestment* karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut, dan perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang tinggi dengan tingkat pertumbuhan yang rendah akan cenderung untuk memperbesar utang dengan logika pemanfaatan aliran kas bebas yang tersedia akan ditanamkan pada proyek-proyek yang memiliki *net present value* yang positif yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya untuk perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, tidak akan ada masalah biaya keagenan yang terkait dengan aliran kas bebas yang tinggi karena pada perusahaan ini setiap kelebihan dana selalu dapat digunakan oleh perusahaan untuk pertumbuhannya. Selanjutnya dengan menambah utang, aktiva yang dimiliki akan dijadikan sebagai jaminan.

Penelitian Kallapur dan Trombley (2001) dalam Holydia (2004), menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan membayar dividen

lebih sedikit dari pada perusahaan yang tidak bertumbuh.

digunakan untuk *reinvestasi*. Penelitian berikutnya adalah yang dilakukan oleh Sami dkk. (1999) dalam Tettet dan Jogiyanto (2002), tentang kebijakan dividen dengan mengarahkan analisisnya pada level perusahaan dan menggunakan gabungan ukuran set kesempatan investasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa set kesempatan investasi memiliki koefisien negatif signifikan dalam model kebijakan dividen ketika diukur dengan *dividend payout*. Penelitian serupa yang dilakukan Gaver dan Gaver (1993) dalam I Ketut (2004), menunjukkan bahwa *dividend yield* signifikan memiliki hubungan negatif dengan set kesempatan investasi, namun koefisien set kesempatan investasi dalam model *dividend payout ratio* tidak signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Tettet dan Jogiyanto (2002), menunjukkan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki *leverage* dan kebijakan dividen lebih rendah dari pada perusahaan yang tidak tumbuh. Perusahaan tumbuh cenderung merupakan perusahaan besar dan ukuran perusahaan cenderung memiliki korelasi negatif dengan kebijakan dividen.

Menurut Hartono (1999) dalam I Ketut (2003), perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan yang bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi hal yang kurang diinginkan.

Penyebab lain konflik antara manajer dan pemegang saham adalah keputusan investasi. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, oleh karena itu mereka akan melakukan diversifikasi pada portofolio asetnya untuk meminimalkan risiko sedangkan manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan (Tandelilin, 2001). Alanjar dan Belkaoui (2001) dalam Holydia (2004), menemukan bukti bahwa hubungan antara risiko dan set kesempatan investasi berbanding terbalik, sedangkan hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan risiko yang dinyatakan Chung dan Charoenwong (1991) dalam Tettét dan Jogiyanto (2000) adalah negatif, dimana perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh cenderung mempunyai risiko sistematis yang lebih rendah.

Alanjar (2001) dalam Gagaring (2003), menemukan bukti bahwa hubungan antara profitabilitas dan set kesempatan investasi adalah positif, yang artinya semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang memiliki level set kesempatan investasi tinggi akan mempunyai kesempatan yang lebih besar untuk membayar dividen yang lebih rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk membayar bagian yang lebih besar labanya kepada pihak luar. Dengan menggunakan sumber pendanaan yang lebih mengandalkan pada sumber internal maka perusahaan akan mempunyai kesempatan yang lebih

Holydia (2004), melakukan penelitian serupa mengenai pengaruh kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko, dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan investasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan utang dan kebijakan dividen, berpengaruh negatif signifikan terhadap set kesempatan investasi. Sedangkan pengaruh risiko terhadap set kesempatan investasi tidak signifikan walaupun memiliki tanda yang sama dengan prediksi, dan terdapat pengaruh positif signifikan antara profitabilitas terhadap set kesempatan investasi yang mendukung teori sinyal yaitu profitabilitas perusahaan merupakan sinyal pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Penelitian ini akan menguji pengaruh kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko, dan profitabilitas terhadap set kesempatan investasi pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia dengan menggunakan proksi gabungan set kesempatan investasi yaitu rasio nilai pasar dengan nilai buku ekuitas, Tobin's Q, rasio nilai pasar dengan nilai buku aset dan rasio nilai perusahaan terhadap nilai buku aktiva tetap, sehingga judul yang diambil dalam penelitian ini adalah **"PENGARUH KEBIJAKAN UTANG, KEBIJAKAN DIVIDEN, RISIKO DAN PROFITABILITAS PERUSAHAAN TERHADAP SET KESEMPATAN INVESTASI"**. Penelitian ini menguji kembali penelitian yang dilakukan oleh Holydia (2004) dengan periode yang berbeda untuk mengkonfirmasi apakah hasil penelitian

.....

B. Batasan Masalah

Penelitian ini menganalisis pengaruh dari kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko, dan profitabilitas, serta hanya menggunakan satu faktor gabungan dari empat (4) proksi tunggal set kesempatan investasi dan sebagian besar merupakan proksi berbasis harga, yaitu: *market value to book value of equity* (MVE/BVE), *Tobin's Q*, *market value to book value of assets* (MVA/BVA), dan hanya satu proksi yang berbasis investasi yaitu *capital expenditure to market value of assets* (CAPMVA) atau rasio perubahan modal terhadap nilai pasar.

C. Rumusan Masalah

Berdasarkan masalah-masalah pokok tersebut maka permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah kebijakan utang perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi?
2. Apakah kebijakan dividen perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi?
3. Apakah risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi?

4. Apakah profitabilitas berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi?

D. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji dan memberikan bukti empiris apakah kebijakan utang perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi.
2. Untuk menguji dan memberikan bukti empiris apakah kebijakan dividen perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi.
3. Untuk menguji dan memberikan bukti empiris apakah risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi.
4. Untuk menguji dan memberikan bukti empiris apakah profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi.

E. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi semua pihak, diantaranya:

1. Manfaat dibidang teoritis

Untuk menambah pengetahuan dan pengembangan ilmu akuntansi dan pasar modal Indonesia yang berkaitan dengan set kesempatan investasi.

2. Manfaat dibidang praktik

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi para pelaku pasar modal Indonesia dan juga sebagai dasar dalam menentukan portofolio saham yang akan dibentuk oleh para calon investor sehingga dapat diperoleh keputusan

yang tepat dalam kebijakan pendanaan maupun kebijakan dividen

sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.