

ANALISIS HUBUNGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET DENGAN KEBIJAKAN PENDANAAN DAN DEVIDEN

Bosar Hasibuan

Fakultas Ekonomi Program Studi Akuntansi
Universitas Riau Kepulauan

ABSTRACT

This study aims to examine the association between the investment opportunity set (ios) values as firm growth proxy, size as a control variable and corporate policy decisions, such as financing and dividend policy choice using public firms in indonesia stock exchange. eight proxies IOS are use as firm growth indicator, such as market to book value of asset, market to book value equity, price earning ratio, property, plant and equipment to firm value, capital expenditure to firm value, capital expenditure to book value of total asset, total annual depreciation expense to firm value and variance in total return. the variables were analyzed using common factor analysis. the dependent variables are debt to equity ratio, dividend pay out and dividend yield. The samples used in this research are selected using purposive sampling method. this research uses 51 companies that published its financial statement on december 31 for the year 2006 until year 2011 with non negative earning. regression method was applied. The result indicates that growth firm have significantly lower financing than non growth firms. it means growth firm in indonesia stock exchange using internal fund in its company than non growth firms. the others results show that growth firms paid dividend bigger than non growth firms.

Keywords: Investment Opportunity Set, Financing Policy, Dividend Policy, Common Factor Analysis

PENDAHULUAN

Perkembangan pertumbuhan ekonomi global dimulai pada akhir abad ke-18 sampai awal abad ke-19 di Eropa khususnya Inggris, sedangkan untuk pertumbuhan pesat dalam perekonomian terjadi di bagian Asia dipelopori oleh Jepang. Pada saat ini telah beralih pertumbuhan perekonomian dikuasai oleh Cina. Negara Cina mengalami pertumbuhan yang pesat, walaupun sempat mengalami guncangan secara ekonomi. Dengan pemodal asing dan perluasan akses berbisnis bagi Negara Cina, mampu menggerakkan momentum perekonomian yang sangat besar (Hidayati, 2008).

Untuk mewujudkan pertumbuhan ekonomi secara global tersebut maka perkembangan jumlah perusahaan merupakan salah satu syarat utama yang harus dipenuhi. Pertumbuhan perusahaan memungkinkan terjadinya pemupukan tabungan yang progresif, penanaman modal, dan diversifikasi produksi, sehingga perusahaan bisa dikatakan sebagai mesin kerja. Semakin cepat jumlah perusahaan tumbuh di suatu negara, maka semakin luas pula ruang lingkup kerja sama yang akan terbentuk (Hidayati, 2008).

Pertumbuhan suatu perusahaan bersifat sangat fluktuatif, adakalanya perusahaan mengalami sebuah pertumbuhan bahkan tumbuh secara pesat dan adakalanya perusahaan mengalami sebuah penurunan pertumbuhan. Pengalaman terjadi pada Indonesia saat

krisis pada tahun 1997-1998, banyak perusahaan yang mengalami kesulitan yang terlihat cukup signifikan besarnya sehingga mengharuskan para pemegang saham maupun kreditur menutup perusahaan yang mereka kembangkan selama ini. (Darmadji, 2008).

Para *stakeholders* perusahaan, khususnya pemegang saham menginginkan perusahaan menjadi besar. Nilai perusahaan dapat tercermin pada harga saham di pasar. Pergerakan harga saham dapat diawali dengan rumor. Jika rumor beredar mengenai peluang investasi yang baik di masa yang akan datang, maka akan mendongkrak harga saham di pasar. Tetapi jika kemudian hari ternyata perusahaan tidak mampu untuk menampilkan apa yang diharapkan oleh para investor, maka harga saham akan menurun (Darmadji, 2008).

Pengertian dasar sebuah perusahaan adalah suatu unit kegiatan produksi yang mengubah sumber daya ekonomi menjadi barang ataupun jasa, sedangkan dari segi holistik, perusahaan dapat dipandang sebagai satu unit pengambil keputusan yang diwakili oleh manajer untuk mencapai tujuan tertentu.

Untuk menciptakan kesejahteraan, perusahaan dituntut untuk mampu memanfaatkan sumber daya yang terbatas dan beroperasi pada tingkat produktifitas yang optimal (Keown, Scott, Martin dan Petty, 2001). Tujuan lain dari perusahaan adalah bagaimana memperoleh keuntungan sebesar-besarnya (*profit oriented*) atau lebih mengejar pada tingkat pertumbuhan yang pada akhirnya akan membawa keuntungan yang diharapkan (*growth oriented*) (Keown, Scott, Martin dan Petty, 2001).

Keputusan dalam berinvestasi merupakan suatu tindakan yang dilakukan berbagai pihak untuk mendapatkan keuntungan secara materi dalam jangka waktu yang cukup panjang. Keputusan ini didasarkan pada pertimbangan di performa suatu perusahaan di masa lalu yang dikondisikan dalam sebuah metode penilaian, sehingga menjadi sebuah *check point* yang dijadikan dasar prediksi suatu perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Perusahaan diklasifikasikan menjadi dua yaitu perusahaan tumbuh (berkembang) dan tidak tumbuh (tidak berkembang). Diperlukan berbagai macam pertimbangan yang baik sehingga nantinya hal ini mampu meningkatkan berbagai macam informasi yang dapat dipergunakan perusahaan tersebut sebagai peningkatan performa yang tepat.

Investment Opportunity Set (IOS) masih digunakan sebagai salah satu indikator bagi banyak investor untuk mengetahui kemungkinan tumbuh atau tidaknya suatu perusahaan, sehingga berefek secara langsung pada pengambilan keputusan suatu perusahaan dalam berinvestasi. *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh pada manajer, pemilik, investor, maupun kreditor terhadap perusahaan itu sendiri dan penelitian yang berkelanjutan terus dilakukan untuk meningkatkan akurasi dari *IOS*, tentunya dengan menambah berbagai macam kombinasi proksi serta pengkondisian dari perusahaan tersebut dengan tujuan memudahkan berbagai pihak dalam membuat keputusan. Penelitian mengenai *IOS* ini lebih banyak dikaitkan dengan hubungan kebijakan pendanaan dan dividen.

Menurut Myers (1997), mengemukakan bahwa penggagas pertama kali *IOS (Investment Opportunity Set)*, nilai perusahaan digambarkan sebagai kombinasi antara aset yang dimiliki dengan pilihan investasi di masa depan. Ditambahkan pula bahwa *IOS* dapat dijadikan dasar dalam menentukan klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam suatu klasifikasi yang berpotensi tumbuh atau tidak bertumbuh. Hal ini juga didukung oleh penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Jones dan Sharma (2001), menyatakan bahwa *IOS (Investment Opportunity Set)* dapat mewakili pilihan investasi atau pertumbuhan suatu perusahaan.

Myers (1977), menyatakan bahwa pilihan pertumbuhan perusahaan tergantung pada kebijakan pengeluaran yang dilakukan oleh manajer. Gaver dan Gaver (1993), menyatakan dengan menambahkan suatu pilihan investasi masa mendatang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga untuk menentukan nilai *IOS* diperlakukan produksi yang sesuai.

IOS memiliki keterkaitan dengan kebijakan yang dibuat oleh manajemen, diantaranya kebijakan pendanaan dan dividen (Smith & Watts, 1992). Perusahaan bertumbuh atau yang dikategorikan memiliki nilai *IOS* yang tinggi membutuhkan pendanaan yang besar. Kebijakan pendanaan perusahaan tersebut digunakan untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan, pengembangan dan penelitian serta peningkatan kinerja perusahaan. Pendanaan dapat berasal dari pendanaan internal maupun eksternal. Pendanaan internal berasal dari dalam perusahaan sendiri yang dapat diperoleh dari modal saham, ataupun laba ditahan yang tidak dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham. Pendanaan eksternal berasal dari hutang yang diperoleh dari pihak kreditor.

Apabila kebijakan pendanaan yang diambil merupakan kebijakan hutang yang rendah maka biasanya perusahaan harus membayarkan deviden rendah pula agar perusahaan dapat menahan diri dari penerbitan saham baru yang membutuhkan biaya penerbitan dan pemasaran sekuritas.

Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian laba pendapatan perusahaan untuk dibayarkan sebagai dividen atau digunakan sebagai laba ditahan untuk keperluan investasi selanjutnya. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menekankan pada keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang (Husnan, 1998).

Prasetyo (2000) telah melakukan penelitian dengan judul Asosiasi antara *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar : Bukti empiris dari Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menyatakan bahwa tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal kebijakan dividen, sedangkan dilihat dari segi kebijakan pendanaan terdapat perbedaan hasil.

Iswahyuni dan Suryanto (2000), menganalisis perbedaan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dengan kebijakan pendanaan, dividen, perubahan harga saham dan volume perdagangan pada bursa efek Indonesia, dengan proksi *Investment Opportunity Set (IOS)*, yang terdiri dari *ratio book value of gross property, plant, and equipment to the book value of the assets (PPE/BVA)*, *ratio price to earning (P/E)*, *ratio market to book value of equity (MVE/BVE)*, *ratio market value to assets (MVA/BVA)*, *ratio capital additional to assets book value (CAP/MVA)*, and *variance to total return (VAR)*. Hasil dari penelitiannya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal pengambilan kebijakan pendanaan (*book debt or equity*), dividen, respon perubahan harga, dan volume perdagangan. Sedangkan dalam hal pengambilan kebijakan pendanaan (*market debt or equity*) terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh.

Di dalam suatu perusahaan akan mengalami masalah agensi yang timbul akibat konflik antara pemegang saham dan manajer di dalam melaksanakan investasi untuk

memaksimalkan nilai perusahaan. Masalah agensi tersebut dapat menyangkut masalah kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen perusahaan. Untuk itu perusahaan akan berusaha mengatasi hal tersebut dengan menetapkan suatu kebijakan yang sesuai dengan kondisi perusahaan, hal ini diperkuat dengan pernyataan bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Subekti & Kusuma, 2000).

Beberapa peneliti telah menemukan bukti adanya hubungan antara *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Beberapa penelitian menunjukkan hasil bahwa perusahaan yang bertumbuh cenderung memilih pendanaan dengan hutang lebih rendah, berarti memiliki hutang relatif lebih kecil dalam struktur modalnya, dan memiliki kebijakan dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak bertumbuh (Smith & Watts, 1992). Hasil penelitian lainnya ditemukan oleh Kim (1992) dalam Cahan dan Hosain (1995), yang menyatakan bahwa salah satu tolak ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan oleh *leverage* yang kecil, dengan *leverage* yang kecil perusahaan cenderung mengurangi resiko usaha. Chung dan Charoenwong (1991), menambahkan bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh mempunyai resiko yang lebih rendah.

Berdasarkan uraian diatas, penulis tertarik untuk meneliti bagaimana sebuah perusahaan dapat dikategorikan sebagai perusahaan bertumbuh dan tidak dengan menggunakan pendekatan IOS, serta apakah terdapat hubungan yang negatif antara IOS dengan kebijakan pendanaan dan dividen.

Identifikasi Masalah

Dari penjelasan yang dibahas diatas tersebut, dapat di identifikasikan bahwa:

1. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan salah satu indikator untuk mengetahui kemungkinan tumbuh atau tidaknya suatu perusahaan.
2. Hubungan antara *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan kebijakan pendanaan dan deviden.
3. Kebijakan pendanaan yang meliputi *Book Debt Equity* pada perusahaan yang tumbuh dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh.
4. Kebijakan dividen yang meliputi *dividen yield* dan *dividen payout* pada perusahaan yang tumbuh dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh.

Kerangka Teoritis

***Investment Opportunity Set* (IOS)**

Subekti dan Kusuma (2000), menyatakan bahwa yang dimaksud dengan perusahaan adalah kombinasi dari nilai aktiva rill (*asset in the place*) dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. Menurut Subekti dan Kusuma (2000) opsi investasi masa depan tidak hanya semata-mata ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung dengan adanya kegiatan riset dan hanya pengembangan saja, tapi perlu dengan adanya kemampuan sebuah perusahaan untuk mengeksplorasi kesempatan untuk mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang memiliki kelompok industri yang sama.

Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini memiliki karakteristik yang tidak bisa untuk diobservasi. Berdasarkan pada penelitian tersebut para peneliti telah mengembangkan suatu proksi pertumbuhan perusahaan menjadi *Investment Opportunity Set* (IOS) sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam sebuah penelitian. Kemudian *Investment Opportunity Set* (IOS) akan dijadikan sebagai dasar untuk mengklasifikasi berdasarkan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, dimana

apakah sebuah perusahaan tersebut termasuk dalam golongan perusahaan yang tumbuh atau perusahaan yang tidak tumbuh.

Ciri-ciri suatu perusahaan yang mengalami sebuah pertumbuhan dapat diukur dengan peningkatan penjualan, perluasan pasar, investasi jangka panjang, diversifikasi produk, ekspansi atau peningkatan kapasitas, mengakuisisi, dan penambahan aset perusahaan. Pagalung (2000) menyatakan bahwa pilihan pertumbuhan memiliki pengertian yang fleksibel dan tidak hanya pada suatu proyek yang baru. Perusahaan yang mengalami suatu pertumbuhan bukan selalu dari sebuah perusahaan yang kecil atau aktif dalam melakukan suatu penelitian dan pengembangan.

Perusahaan kecil seringkali mengalami suatu hambatan atau kesulitan pilihan dalam menentukan dan menjalankan suatu proyek baru. Sementara perusahaan-perusahaan yang besar cenderung dapat menguasai posisi pasar dalam industrinya (Nugroho dan Hartono, 2002). Bahkan perusahaan-perusahaan yang besar cenderung dapat mengeksplorasi sebuah kesempatan yang muncul. Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun tergantung pada pilihan expenditure perusahaan untuk kepentingan dimasa yang akan datang.

Gaver dan Gaver (1993), menyatakan bahwa peluang-peluang pertumbuhan bukan semata-mata diwujudkan dalam proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga mempunyai pilihan yang berlebih untuk melaksanakan proyek baru. Kemampuan yang berlebih ini bersifat tidak dapat diamati (*unobservable*) oleh karena itu diperlukan sebuah proksi. Pernyataan ini didukung oleh Kallapur dan Trombley (2001), menyatakan kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi oleh pihak-pihak di luar perusahaan. Semakin banyak proksi IOS yang menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan.

Alternatif Proksi *Investment Opportunity Set (IOS)*

Ada beberapa proksi yang dapat digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran IOS (Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi-proksi tersebut dapat digolongkan menjadi tiga jenis yaitu:

1. Proksi Berbasis Harga (*Price-based proxies*)
2. Proksi Berbasis Investasi (*investment-based proxies*)
3. Proksi Berbasis Varian (*variance measure*)

Kebijakan Pendanaan

Dalam rangka mengukur risiko, fokus perhatian kreditor jangka panjang terutama ditunjukkan pada prospek laba dan perkiraan arus kas. Meskipun demikian, mereka tidak dapat mengabaikan pentingnya tetap mempertahankan keseimbangan antara proporsi aktiva yang didanai oleh kreditor dan pemilik perusahaan. Keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor dan yang didanai oleh pemerintah diukur dengan *ratio debt to equity*. Dimana rasio ini merupakan presentase dari hutang relatif terhadap jumlah ekuitas yang dimiliki perusahaan. *Ratio debt to equity* ini dapat memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki perusahaan sehingga dapat dilihat tingkat risiko tak tertagihnya hutang. Semakin besar proporsi hutang relatif terhadap ekuitas maka semakin besar pula risiko perusahaan. Kreditor jangka panjang pada umumnya lebih menyukai angka rasio *debt to equity* yang kecil. Makin kecil rasio ini, berarti semakin besar jumlah aktiva yang didanai oleh pemilik perusahaan, dan semakin besar penyangga risiko kreditor (Prasetyo, 1995).

Kebijakan Dividen

Menurut Sartono (1996), menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan hingga akan mengurangi total sumber daya internal *financing*, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Dengan asumsi tersebut maka kebijakan dividen ini harus dianalisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan dan faktor-faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya dimasa yang akan datang.

Kerangka Pemikiran

Hubungan antara IOS (Investment Opportunity Set) dengan Kebijakan Pendanaan

Smith dan Watts (1992), menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih besar memiliki *rasio debt to equity* yang lebih kecil dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modalnya (*underinvestment*). Perusahaan yang tumbuh memiliki *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi risiko usahanya, apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang.

Kim (1982), menyatakan bahwa salah satu tolak ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan *leverage* yang kecil perusahaan cenderung mengurangi risikonya, sehingga secara sederhana dapat diduga perusahaan yang tumbuh mempunyai *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh, pernyataan tentang hal ini juga didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993), Skinnere (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Subekti dan Kusuma (2000), Fijrijanti dan Hartono (2000), dan Prasetyo (2000), menyatakan bahwa dimana hasil penelitian mereka konsisten dengan teori biaya kontrak yang memiliki tujuan untuk memaksimalkan keuntungan dan nilai perusahaan. Berdasarkan argumen diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

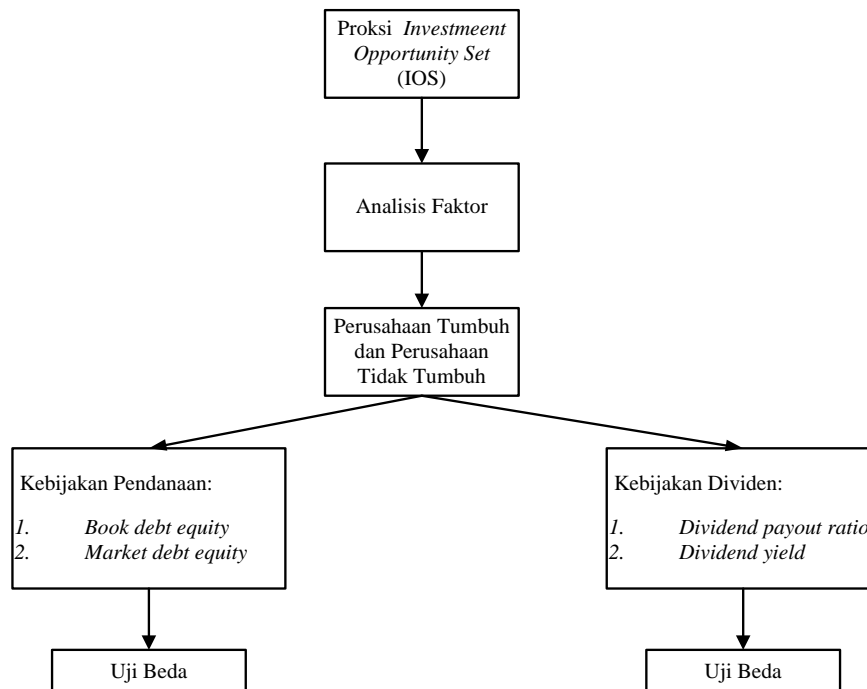
- H1 : Perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang diukur dengan *book debt equity* lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh
- H2 : Perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang diukur dengan *market debt equity* lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh.

Hubungan antara IOS (investment opportunity set) dengan Kebijakan Dividen

Dalam hal kebijakan dividen masih terdapat beberapa perbedaan dari hasil penelitian. Peneliti yang menyatakan bahwa pembayaran dividen lebih besar pada perusahaan tumbuh dijelaskan bahwa hipotesis sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi (Miller dan Rock, 1985) dan dengan adanya disparitas informasi menyebabkan perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan kecil akan membayar dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik (Bhattacharya, 1979 dalam Smith dan Watts, 1993). Disisi lain terdapat pernyataan yang menyatakan bahwa nilai dividen lebih rendah pada perusahaan yang

tumbuh dengan menggunakan teori pembandingnya free cash flow yang menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh memberikan dividen yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh dikarenakan laba ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi, sehingga proporsi pembagian dividen berkurang. Pernyataan ini didukung oleh hasil penelitian Jensen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999). Pernyataan diatas menurut Subekti dan Kusuma (2001) juga konsisten dengan prediksi teori contracting yang mengisyaratkan bahwa perusahaan yang memiliki opsi untuk tumbuh lebih besar akan memiliki hutang yang lebih sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi atau masalah yang berkaitan dengan hutangnya, yang dalam hal ini mengurangi nilai jumlah dividen yang dikeluarkan oleh perusahaan. Studi empiris yang mendukung hubungan teori contracting dengan kebijakan dividen adalah Jesen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur Trombley (1999), Subekti dan Kusuma (2001), dan Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000). Berdasarkan argumen diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

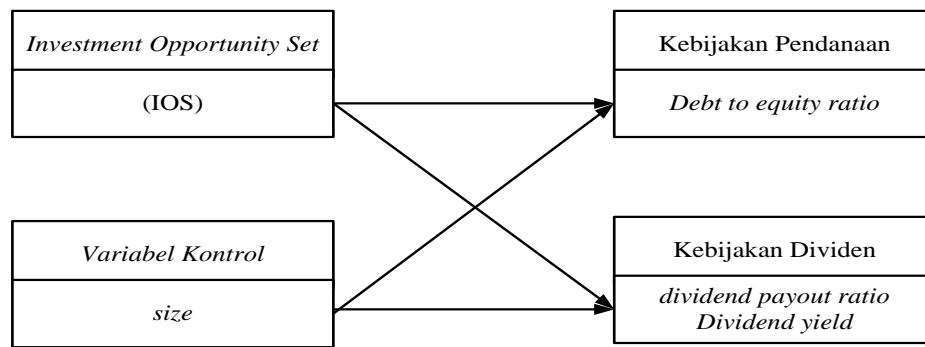
- H3 : Perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh
 H4 : Perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend yield* lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh.



Gambar 1 Kerangka Operasional Penelitian

Model Penelitian

Berikut ini model yang akan diteliti, yang sesuai dengan model penelitian terdahulu yang digunakan oleh Jones dan Sharma (2001 Model penelitian Hubungan *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap kebijakan pendanaan dan dividen dengan *size* sebagai variabel kontrol



Gambar 2 : Model penelitian Jones dan Sharma (2001)

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian dasar yang bertujuan untuk mengembangkan dan mengevaluasi konsep-konsep teoritis. Penelitian ini juga bersifat kuantitatif melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisa dengan prosedur statistik. Peneliti bermaksud untuk menguji hipotesis tentang signifikansi pengaruh variabel independen yang terdiri dari *Investment Opportunity Set* terhadap variabel dependen yaitu *debt to equity ratio*, *dividend payout ratio* dan *dividend yield*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Debt to Equity Ratio (D/E)

$$D/E = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Dividend Pay Out Ratio (DPAY)

$$DPAY = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Dividend Yield (DYLD)

$$DYLD = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Price Per Share}}$$

Variabel Independen

Variabel IOS merupakan variabel independen dalam penelitian ini akan berupa variabel *dummy*, dimana perusahaan yang tergolong ke dalam perusahaan bertumbuh akan diberi nilai 1, dan sebaliknya perusahaan yang tergolong perusahaan tidak bertumbuh akan diberi nilai 0. Peneliti menggunakan delapan variabel yang sesuai dengan penelitian Jones dan Sharma (2001) dalam proses analisis faktor, yaitu:

- a. *Market to Book Value of Asset (MVA/BVA)*
- b. *Market to Book Value of Equity (MVE/BVE)*
- c. *Price Earning Ratio (P/E)*
- d. *Property, Plant and Equipment to Firm Value (PPE/V)*
- e. *Capital Expenditure to Firm Value (CAPX/V)*
- f. *Capital Expenditure to Book Value of Total Asset (CAPX/A)*
- g. *Total Annual Depreciation Expense to Firm Value (DEP/V)*
- h. *Variance in Total Return (VAR)*

Variabel Kontrol

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dan Sharma dan Jones (2001), kebijakan pendanaan dan dividen tidak hanya dipengaruhi oleh *Investment Opportunity Set* (IOS). Faktor lain yang mempengaruhi kebijakan tersebut yaitu *size* (ukuran perusahaan), dimana dikatakan bahwa semakin besar ukuran sebuah perusahaan, maka semakin besar kebijakan pendanaan perusahaan tersebut.

Beradaptasi dengan penelitian sebelumnya, Gaver dan Gaver (1993) dan Sharma dan Jones (2001), peneliti menjadikan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol yang nantinya akan dimasukkan ke dalam uji regresi linear. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan *log total asset* dari sampel perusahaan yang diteliti.

Metode Analisis Data

Metode Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan statistik yang berfungsi untuk mendeskripsikan atau memberi gambaran terhadap objek yang diteliti melalui data sampel atau populasi sebagaimana adanya, tanpa melakukan analisis dan kesimpulan yang berlaku umum. Dalam statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang meliputi nilai rata-rata, standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum (Ghozali, 2001).

Uji Outlier

Uji *outlier* dilakukan untuk melihat nilai dari data observasi yang menyimpang cukup jauh dari rata-ratanya sehingga dapat mengakibatkan data terdistribusi tidak normal. Untuk melihatnya dapat menggunakan *z scores* (*Standard Score*) dengan nilai *z* yang didapat lebih besar dari angka +3 atau lebih kecil -3 pada nilai residualnya. Suatu data dianggap menyimpang apabila hasil pengujian menunjukkan angka diluar batasan tersebut, sehingga data tersebut harus dihilangkan dalam analisa selanjutnya (Hair, Anderson, Tatham, & Black, 1998).

Analisis Faktor

Penyeleksian sampel berdasarkan nilai IOS dalam mengklasifikasikan perusahaan yang berpotensi bertumbuh dan tidak, yaitu dengan menggunakan metode *common factor analysis* (Jones & Sharma, 2001). Menurut Hair et.al (1995), analisis faktor adalah teknik saling ketergantungan dimana semua variabel bersama-sama dipertimbangkan, satu sama lainnya saling dihubungkan. Proses analisis faktor mencoba menemukan hubungan antar sejumlah variabel-variabel yang saling independen satu dengan yang lain, sehingga bisa dibuat satu atau beberapa kumpulan variabel yang lebih sedikit dari jumlah variabel awal (Santoso, 2006).

Nilai dari masing-masing rasio proksi IOS setiap perusahaan sampel dihitung setiap tahunnya (tahun 2005-2009), kemudian dihitung rata-ratanya untuk digunakan sebagai input data dalam prosedur analisis faktor. Jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor-faktor yang mempunyai nilai *eigenvalue*-nya sama dengan atau lebih dari satu (Hair et.al, 1995) atau jumlah *eigenvalue*-nya sama dengan atau melebihi *total communalities* dari semua variabel yang digunakan (Gaver & Gaver, 1993). Bila faktor umum yang terbentuk dari analisis faktor lebih dari satu, maka indeks faktor umum IOS (*common factor indeks* IOS) ditentukan dengan cara menjumlahkan seluruh faktor umum yang terbentuk.

Indeks faktor umum tersebut selanjutnya dijumlah dan diperingkat dari yang terendah ke nilai tertinggi. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan tumbuh, sebaliknya 40% indeks terendah merupakan klasifikasi perusahaan tidak tumbuh. Sampel yang indeks faktornya berada di tengah sebanyak 20% dihilangkan, karena dianggap kurang eksrim untuk membedakan klasifikasi perusahaan, apakah tergolong perusahaan yang bertumbuh atau tidak tumbuh (Prasetyo, 2000).

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi, Variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Salah satu cara untuk melihat normalitas adalah secara visual melalui *Normal Probability Plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Suatu model dikatakan memenuhi persyaratan normalitas apabila data data tersebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas apabila data menyebar jauh dari garis diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal (Ghozali, 2001).

Uji normalitas bisa juga dilakukan dengan uji *Kolmogorov Smirnov* dengan kriteria pengujian sebagai berikut :

- a. Jika nilai signifikansi pada *Kolmogorov Smirnov* < 0.05 , data tidak menyebar normal.
- b. Jika nilai signifikansi pada *Kolmogorov Smirnov* sama atau > 0.05 , maka data menyebar normal.

Tetapi karena salah satu variabel independen yang digunakan dalam penelitian merupakan variabel *dummy*, maka peneliti hanya menggunakan Normal P-P Plot dalam uji normalitas.

Uji Autokorelasi

Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksinya dapat diambil patokan dengan uji *Durbin Watson* (DW), yaitu (Santoso,2000)

- a. Angka *Durbin Watson* di bawah -2, berarti autokorelasi positif.
- b. Angka *Durbin Watson* di antara -2 sampai +2, berarti tidak ada autokorelasi.
- c. Angka *Durbin Watson* di atas +2, berarti ada autokorelasi negatif.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antar variabel independen pada sebuah model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak terdapat korelasi antar variabel independennya. Uji multikolinieritas dilihat berdasarkan *tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*). *Tolerance* mengukur variabelitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jika dari hasil uji multikolinieritas diketahui bahwa nilai *tolerance* kurang dari 0,10 dan nilai VIF lebih besar dari 10 maka terdapat multikolinieritas pada model ini. Sebaliknya, jika nilai *tolerance* lebih besar dari 0,10 dan VIF lebih kecil dari 10 maka model penelitian bebas dari multikolinieritas (Ghozali, 2001).

Uji Heteroskedastisitas

Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Menurut Ghozali (2001), untuk memenuhi asumsi heteroskedastisitas perlu dilakukan pengujian dengan cara melihat grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variabel dependen (ZPRED) dengan residualnya (SRESID), dimana penentuannya yaitu:

1. Heteroskedastisitas terjadi jika titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit).
2. Heteroskedastisitas tidak terjadi jika titik-titik tidak membentuk pola yang jelas atau menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y.

Uji Hipotesis

Uji hipotesis bertujuan untuk mengetahui besarnya kontribusi dan pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian tersebut dilakukan dengan menggunakan metode regresi berganda dan bantuan SPSS untuk melihat hasil uji F, uji t dan uji *R Square*.

Uji F

Uji F bertujuan untuk menguji pengaruh variabel independen secara keseluruhan dalam suatu model terhadap variabel dependen. Dengan demikian, pengujian tersebut dapat memberikan informasi mengenai keandalan suatu model yang digunakan dalam penelitian untuk memprediksi variabel dependennya. Menurut Ghozali (2001), mengemukakan bahwa kemampuan suatu model regresi dalam memprediksi variabel dependennya sesuai dengan ketentuan berikut:

1. Model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05.

2. Model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen apabila nilai signifikansi lebih besar atau sama dengan 0,05.

Uji t

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dalam suatu model penelitian. Menurut Ghozali (2001), pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen mengacu pada ketentuan berikut:

1. Variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05.
2. Variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel independen apabila nilai signifikansi lebih besar atau sama dengan 0,05.

Persamaan regresi *linier* berganda yang digunakan adalah:

$$Y1 = a + Bx2 = e \quad (1)$$

$$Y2 = a + bX2 = e \quad (2)$$

$$Y3 = a + bX2 = e \quad (3)$$

Keterangan:

Y1 = *Debt to equity ratio*

Y2 = *Dividend pay out ratio*

Y3 = *Dividend yield*

X1 = *IOS Factor*

X2 = *LOG Total asset*

a = konstanta

e = *error*

b = koefisien

Model persamaan 3.1 digunakan untuk menguji hubungan IOS dengan pendanaan perusahaan, sedang model persamaan 3.2 dan 3.3 digunakan untuk menguji hubungan IOS dengan kebijakan deviden.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Uji koefisien determinasi atau *Adjust R Square* (*Adjust R²*) digunakan untuk menunjukkan seberapa besar perubahan dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak digunakan dalam penelitian (Ghozali,2000). Dengan kata lain, uji *Adjust R²* digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel dan adanya faktor lain yang mempengaruhi hubungan tersebut, serta mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen, dimana ditambahkan bahwa nilai *Adjust R²* di atas 0,5 dianggap kuat (Santoso, 2000).

Pembahasan

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2006 sampai tahun 2011. Jumlah populasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sebanyak 394 perusahaan dan yang memenuhi kriteria sampel sebanyak 51 perusahaan, kemudian diproses dengan menggunakan *Software Statistic SPSS (Scientific Program for Social Science)* versi 17.0.

Tabel 1
Sampel Penelitian yang Memenuhi Kriteria Pemilihan Data

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang dijadikan sampel	51 perusahaan
Total data perusahaan yang dijadikan sampel periode 2006-2011	255
Total data perusahaan yang outlier	(51)
Total data perusahaan yang bebas outlier	204

Sumber: Data sekunder diolah (2013).

Penelitian ini menggunakan *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai variabel bebas atau independen, *book value of debt to total equity*, *dividend pay out*, *dividend yield* sebagai variabel terikat atau dependen, serta *size* (ukuran perusahaan) sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan alat analisis statistik regresi linier berganda. Deskripsi dari data dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Uji Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DTE	204	.07653	8.78553	1.3743630	1.49826435
DPAY	204	.01139	1.75285	.4024776	.29753273
DYLD	204	.00085	.15000	.0399100	.02731288
LOG	204	10.62475	14.24748	12.3247451	.78195196
Valid N (listwise)	204				

Sumber: Data sekunder diolah (2013).

Pada Tabel 2 menunjukkan variabel *book value of debt to total equity* (DTE) memiliki nilai minimum sebesar 0,07653, nilai maksimumnya sebesar 8.78553. Nilai rata-rata (*mean*) yang diperoleh sebesar 1,3743630 yang berarti bahwa rata-rata perusahaan yang menjadi sampel lebih memilih kebijakan *debt financing* dibandingkan dengan *equity financing*, dengan simpangan baku (*standard deviation*) sebesar 1,49826435.

Nilai minimum dari variabel *dividend pay out* (DPAY) sebesar 0,01139, nilai maksimum sebesar 1,75285. Rata-rata (*mean*) yang diperoleh sebesar 0,4024776, hal ini menjelaskan bahwa perbandingan antara dividen yang dikeluarkan dengan pendapatan yang dihasilkan perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 0,4024776 dengan simpangan baku (*standard deviation*) sebesar 0,29753273.

Nilai minimum dari variabel *dividend yield* (DYLD) sebesar 0,00085, nilai maksimum sebesar 0,15000. Rata-rata (*mean*) yang diperoleh untuk variabel ini sebesar 0,0399100 dengan simpangan baku (*standard deviation*) sebesar 0,02731288. Hal ini menjelaskan bahwa rata-rata rasio perbandingan antara dividen yang dikeluarkan dengan harga saham perusahaan sampel sebesar 0,0399100 dengan standar deviasi 0,02731288.

Nilai minimum dari variabel *size* (LOG) sebesar 10,62475, nilai maksimum sebesar 14,24748. Rata-rata (*mean*) yang diperoleh untuk variabel ini sebesar 12,3247451 dengan simpangan baku (*standard deviation*) sebesar 0,78195196.

Variabel IOS tidak dimasukkan ke dalam Tabel 2 karena berupa variabel *dummy*, sehingga diperlukan statistik deskriptif yang berbeda dengan variabel lainnya. Hasil statistik deskriptif untuk IOS dapat dilihat pada Tabel 3 dibawah ini.

Tabel 3
Hasil Uji Statistik Deskriptif Variabel *Dummy* IOS

	Frequency	Percent
Perusahaan Tidak Bertumbuh	102	50.0
Perusahaan Bertumbuh	102	50.0
Total	204	100.0

Sumber: Data sekunder diolah (2013).

Pada Tabel 3 dapat dijelaskan bahwa jumlah perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh untuk variabel IOS, yaitu masing-masing berjumlah 102 perusahaan, sehingga total perusahaan yang menjadi sampel sebesar 204 perusahaan. Pembagian perusahaan menjadi bertumbuh dan

tidak bertumbuh didasarkan pada jumlah faktor yang dihasilkan melalui proses analisis faktor yang dilakukan sebelumnya. Lima puluh persen jumlah faktor tertinggi akan diklasifikasikan sebagai perusahaan bertumbuh dan 50% terendah diklasifikasikan sebagai perusahaan tidak bertumbuh. Perusahaan bertumbuh kemudian akan diberi nilai 1 dan untuk perusahaan tidak bertumbuh diberi nilai 0.

Kesimpulan Dan Saran

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan kebijakan pendanaan dan dividen dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. IOS memiliki hubungan yang negatif signifikan terhadap kebijakan pendanaan yang diprosikan oleh rasio *debt to equity*. Hal ini menandakan bahwa semakin bertumbuhnya sebuah perusahaan yang ditandai oleh tingginya nilai IOS yang diperoleh, maka akan cenderung mengurangi pendanaannya yang berasal dari hutang. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) dan Jones dan Sharma (2001).
2. IOS memiliki hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen yang diprosikan oleh rasio *dividend pay out*. Hasil yang diperoleh menjelaskan bahwa semakin bertumbuh sebuah perusahaan maka terdapat peningkatan pada dividen yang dibagikannya kepada para pemegang sahamnya. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan bertumbuh ingin memberikan *good news* mengenai kondisi perusahaannya melalui dividen yang dibagikan, hal ini didukung oleh pernyataan Bhattacharya (1979) yang dikutip dari Smith & Watts (1992) bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi. Hasil ini sejalan dengan penelitian Sami *et al.* (1999), tetapi tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) dan Jones dan Sharma (2001).
3. IOS memiliki hubungan yang negatif signifikan terhadap kebijakan dividen yang diprosikan oleh rasio *dividend yield*. Hal ini menandakan bahwa semakin bertumbuhnya sebuah perusahaan yang ditandai oleh tingginya nilai IOS yang diperoleh, maka akan cenderung membayarkan dividen yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) dan Jones dan Sharma (2001).

Saran

Saran-saran yang dapat diberikan oleh penulis sebagai bahan pertimbangan bagi penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Diharapkan untuk peneliti yang akan datang dapat memperluas sampel penelitian yaitu dengan mengambil sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode lebih dari 5 tahun.
2. Untuk penelitian selanjutnya dapat melakukan pengujian hubungan proksi IOS dengan realisasi pertumbuhan perusahaan. Penelitian tersebut dilakukan untuk mendapatkan proksi IOS yang lebih tepat dalam membagi perusahaan yang tergolong ke dalam perusahaan yang bertumbuh dan yang tidak, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993).

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, A. S., Nainar, S. M. K., & Zhang, X. F. (2006). Further evidence on analyst and investor misweighting of prior period cash flows and accruals. *International Journal of Accounting*, 41(1), 51.
- Indriantoro, N., & Supomo, B. (2002). *Metodologi penelitian bisnis, Edisi pertama*, Yogyakarta: BPFE.

- Jones, S., & Sharma, R. (2001). The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decision: Some Australian evidence. *Managerial Finance*, 27(3), 48.
- Ghozali, Imam. 2009. Aplikasi Analisis Multivariante dengan Program SPSS Edisi 2. Semarang: UNDIP.
- Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, Jakarta: Bursa efek Jakarta.
- Rangkuti, Freddy. 2004. Analisis SWOT Teknik Membedah Kasus Bisnis. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama
- Santoso, Singgih. 2004. Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Sawir, Agnes. 2003. Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan
- Usman, Husaini, dan Akbar, Setiadi, Purnomo. 2003. Pengantar Statistika. Jakarta: PT Bumi Aksara.