

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Investment Opportunity Set (IOS)

##### 2.1.1 Definisi IOS

Investment Opportunity Set (IOS) muncul setelah dikemukakan oleh Myers (1977) yang beranggapan bahwa nilai dari suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi *asset in place* dengan *investment option* di masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), IOS merupakan proyeksi nilai perusahaan yang besarnya bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang dilakukan perusahaan di masa yang akan datang dan besarnya sudah ditetapkan oleh manajemen sebelumnya, dimana untuk masa sekarang pilihan investasi dilakukan dan diharapkan untuk mendapat return yang lebih besar untuk masa yang akan datang. Smith dan Wrath (1992) menyatakan sejalan dengan pendapat tersebut, komponen dari nilai perusahaan merupakan sebuah hasil dari pilihan-pilihan investasi untuk digunakan pada masa yang akan datang dan merupakan proksi dari IOS itu sendiri. Dapat di tarik kesimpulan dari dua pendapat para ahli diatas bahwa IOS merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai.

Myers (1977) menyatakan komponen nilai perusahaan yang merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk melakukan investasi masa yang akan datang merupakan set kesempatan investasi menunjukkan opsi pertumbuhan bagi perusahaan. Nilai pilihan pertumbuhan tersebut tergantung pada *discretionary expenditure* dari manajemen. Jones dan Sharma (2001) menyatakan pilihan

pertumbuhan tersebut bisa berupa investasi tradisional atau *discretionary expenditure* yang diperlukan untuk kesuksesan perusahaan seperti penelitian dan pengembangan teknologi baru. Secara umum dapat di tarik kesimpulan bahwa IOS merupakan hasil pengeluaran saat ini untuk masa yang akan datang dengan return saham atau prospek masa depan yang menjadi keuntungannya sebagai hasil dari investasi untuk menghasilkan nilai kedepan.

### 2.1.2 Klasifikasi Proksi Investment Opportunity Set (IOS)

Proksi pertumbuhan dengan nilai set kesempatan investasi yang telah digunakan oleh para peneliti secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai set kesempatan investasi tersebut. Klasifikasi nilai set kesempatan investasi ini telah digunakan oleh Kallapur dan Trombley (1999) Fijriyanti dan Hartono (2014), dalam melakukan studinya. Klasifikasi set kesempatan investasi tersebut adalah sebagai berikut :

#### a. Proksi Berdasarkan Harga (*Price-Based Proxies*)

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva rill (*assets-in place*). Proksi IOS yang merupakan proksi berbasis harga adalah : *Market Value of Equity Plus Book Value of Debt, Ratio of Book to Market Value of Asset, Ratio of Book to Market Value of Equity, Ratio of Book Value Property, Plant and Equipment to Firm Value,*

*Ratio of Replacement Value of Asset to Market Value, Ratio of Depreciation Expense to Value, and Earning Price Ratio.*

b. Proksi Berdasarkan Investasi (*Investment-Based Proxies*)

Proksi IOS berbasis ini menunjukkan tingkat aktivasi investasi tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan. Perusahaan dengan IOS tinggi memiliki tingkat investasi yang tinggi pula. Proksi IOS ini dapat dihubungkan dengan *Ratio R&D expense to firm value, Ratio of R&D expense to total assets, Ratio of R&D expense to sales, Ratio of capital addition to firm value, dan Ratio of capital addition to aset book value.*

c. Proksi Berdasarkan Varian (*Varian Measures-Based Proxies*)

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Para peneliti sebelumnya Kallapur dan Trombley (1999) menggunakan proksi *variance of total return* dan *market model beta*. Gaver dan Gaver (1993) menggunakan varian *return*. Saputro dan Hartono (2002) di Indonesia menggunakan *varian return* seperti penelitian sebelumnya misalnya Smith dan Watts (1992); Gaver dan Gaver (1993) dan *beta asset*.

Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi berdasarkan harga yang menggunakan *Ratio Market to Book Value of Asset*. Proksi berdasarkan harga percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Sedangkan variasi harga

saham akan dipengaruhi oleh kinerja perusahaan yang bersangkutan, disamping dipengaruhi oleh hukum penawaran dan permintaan, kinerja keuangan akan menentukan tinggi rendahnya harga saham di pasar modal (Resmi dalam Uni, 2006). Hasnawati (2005) menyebutkan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) dapat diukur melalui *market value to book value of assets ratio*. Secara matematis variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) diformulasikan sebagai berikut :

$$MBVA = \frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Jml Lembar Saham Yang Beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total Aset}}$$

Dengan keterangan :

Total Aset : Total kekayaan perusahaan

Total Ekuitas : Modal dari penjualan saham

Jml Lembar Saham Beredar : Jumlah saham yang beredar di publik

Harga Penutup Saham : Harga saham saat akhir tahun

Penggunaan rasio ini atas dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terrefleksi dari harga saham (Kallapur dan Trombley, 1999; dalam Fijrianti dan Hartono, 2004). Rasio nilai pasar terhadap nilai buku menggambarkan biaya pendirian historis dan aktiva fisik perusahaan. Suatu perusahaan yang berjalan baik dengan staf manajemen yang kuat dan sebuah organisasi yang berfungsi secara efisien akan mempunyai nilai pasar yang lebih besar atau sekurang-kurangnya sama dengan nilai buku aktiva fisiknya (Weston dan Brigham, 1999). Ratio *market value to book value of assets* ini berbanding lurus dengan nilai IOS, semakin besar *market value to book value of assets* suatu perusahaan, maka semakin bagus pula nilai set kesempatan investasinya.

## 2.2 Kebijakan Dividen

### 2.2.1 Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Menurut Martono dan Agus Harjito (2008), kebijakan dividen (*dividen policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Sedangkan menurut Suad Husnan (1996), kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham yaitu pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan lagi sementara manajer sebaliknya (Jensen, 1986). Menurut Jensen (1986), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk membayar dividen lebih besar, agar dapat mengalihkan sumber dana perusahaan agar tidak ditanamkan dalam proyek dengan *net present value* yang negatif. Sementara untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dividen yang dibayar lebih kecil karena akan diinvestasikan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Gul, 1999).

Kebijakan dividen dalam Murhadi (2008) merupakan suatu kebijakan yang dilakukan dengan pengeluaran biaya yang cukup mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana dalam jumlah besar untuk keperluan pembayaran dividen. Perusahaan umumnya melakukan pembayaran dividen yang stabil dan menolak untuk menambah pembayaran dividen, hanya perusahaan dengan tingkat

kemampuan laba yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah yang mampu untuk membagikan dividen. Sebagian besar perusahaan yang selalu mengkomunikasikan bahwa perusahaannya memiliki prospektif (gambaran) dalam menghadapi masalah keuangan dan berbagai cara untuk membayar dividen, hal ini berdampak pada perusahaan yang membagikan dividen, perusahaan tersebut memberikan tanda pada pasar saham atau publik bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek kedepan yang cerah dan mampu untuk mempertahankan tingkat kebijakan dividen yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya, sehingga perusahaan dengan prospek ke depan yang cerah akan memiliki harga saham yang semakin tinggi. Dapat kita lihat bahwa kebijakan dividen dipengaruhi dua kepentingan yang saling bertolak belakang, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, dan kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba, dari sisi pemegang saham dividen merupakan salah satu motivator untuk menanamkan dana di pasar modal.

Pemegang saham lebih memilih yang berupa kas dibandingkan dengan capital gain, perilaku ini diakui oleh Gordon-Linter sebagai "*the bird in the hand theory*" bahwa satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Selain itu pemegang saham juga dapat mengevaluasi kinerja perusahaan dengan menilai besarnya dividen yang dibagikan, sedangkan dari sisi perusahaan, kebijakan dividen sangat penting karena jika perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan perusahaan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern (internal financing), sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar.

## 2.2.2 Teori Kebijakan Dividen

Teori kebijakan dividen mengkaji tentang besaran laba yang akan di bagikan kepada pemegang saham dan laba di tahan untuk dialokasikan kembali terhadap perusahaan. Ada tiga teori kontradiktif utama tentang dividen yang dapat diidentifikasi. Beberapa berpendapat bahwa peningkatan pembayaran dividen meningkatkan nilai perusahaan. Pandangan lain mengklaim bahwa pembayaran dividen yang tinggi memiliki efek berlawanan pada nilai perusahaan, yaitu mengurangi nilai perusahaan. Pendekatan teoritis ketiga menegaskan bahwa dividen harus tidak relevan dan semua usaha yang dihabiskan untuk keputusan dividen terbuang sia-sia (Al-Malkawi dkk, 2010). Beberapa teori tentang kebijakan dividen (Sawir 2004:145) :

### 1. Teori Ketidakrelevanan Dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Tokoh utama yang menyatakan tentang teori ketidarelevanan dividen ini adalah Merton Metaller dan Franco Modigliani (MM). Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh pembayaran dividen tetapi nilai suatu perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. MM dan pendukung ketidakrelevanan teori dividen berargumen bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen karena tiga alasan, yaitu :

- a. Nilai perusahaan ditentukan semata-mata oleh kemampuan dalam mendapatkan laba dan risiko aset-asetnya.

- b. Jika dividen mempengaruhi nilai, itu semata-mata karena isi informasional yang merupakan sinyal harapan laba manajemen.
- c. Suatu keberadaan efek klien yang menyebabkan para pemegang saham perusahaan menerima dividen yang mereka harapkan.

Hal penting dari pendapat MM adalah bahwa pengaruh kenaikan pembayaran dividen terhadap kekayaan pemegang saham akan diimbangi dengan penurunan kekayaan pemegang saham, karena manajemen perusahaan menggunakan cara pendanaan yang lain. Jika kebijakan investasi tidak berubah dan perusahaan membagikan dividen, perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru.

## 2. *The Bird In The Hand Theory*

Myron Gordon dan Jhon Linter berpendapat bahwa tingkat pengembalian atas ekuitas akan turun apabila rasio pembagian dividen dinaikan karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gains*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan jika seandainya mereka menerima dividen. Menurut Gordon dan Linter investor akan jauh menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal (*capital gains*). MM tidak sependapat dengan pendapat yang dikemukakan oleh Gordon dan Linter tersebut. Mereka menamakan pendapat Gordon dan Linter sebagai kekeliruan *the bird in the hand* karena menurut pandangan MM kebanyakan investor merencanakan untuk



menginvestasikan dividen mereka dalam saham dari perusahaan yang bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan dalam banyak kasus, tingkat risiko dari arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang hanya ditentukan oleh tingkat risiko arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian dividennya.

### 3. Teori Preferensi Pajak (*Tax Preference Theory*)

Teori ini menyatakan bahwa karena keuntungan jangka panjang terkena pajak yang lebih ringan daripada dividen, investor lebih suka perusahaan menahan laba dari pada membayarnya sebagai dividen. Menurut teori ini pembayaran dividen merugikan investor, karena pajak yang harus dibayarkan investor lebih besar dibandingkan *capital gains*. Asumsi yang digunakan dalam teori ini adalah :

- a. Kebijakan investasi suatu perusahaan tidak terpengaruh oleh kebijakan dividen.
- b. Tidak ada biaya transaksi yang dikenakan untuk penambahan modal eksternal.
- c. Ada tiga macam tarif pajak, yaitu pajak perusahaan proporsional, pajak penghasilan pribadi dari penghasilan obligasi, dividen, dan upah, dan pajak atas keuntungan modal.
- d. Perusahaan dan para penanam modal benar-benar membayar pajak tersebut.

#### 4. Teori Deviden Residual

Menurut teori ini pendanaan eksternal (penerbitan saham baru) lebih mahal daripada pendanaan internal (pemanfaatan laba ditahan), karena adanya biaya-biaya emisi saham. Dengan adanya biaya emisi ini, perusahaan mengutamakan pendanaan internal. Konsekuensinya, perusahaan baru akan membayar dividen setelah dana-dana kebutuhan investasi terpenuhi. Dengan kata lain, hanya jika ada pendapatan tersisa atau pendapatan residual dividen akan dibagikan.

#### 5. *Signaling Hypotheses Theory*

MM berpendapat bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai sinyal bahwa perusahaan akan menghadapi masa sulit di waktu mendatang.

#### 6. *Clientele Effect Theory*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya, kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersihnya. Bukti empiris menunjukkan adanya efek *clientele* ini. Tetapi menurut MM, efek *clientele* ini tidak menunjukkan bahwa dividen besar lebih baik daripada dividen kecil atau sebaliknya. Efek *clientele* ini

hanya memperlihatkan bahwa bagi sekelompok pemegang saham kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka. Kebijakan dividen dapat diukur dengan menggunakan proksi *Dividend Yield*, dengan formulasi sebagai berikut :

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Harga per lembar saham}} \times 100\%$$

## 2.3 Kebijakan Hutang

### 2.3.1 Pengertian Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Kebijakan hutang sering diukur dengan *Debt to Equity Ratio*. *Debt to Equity Ratio* adalah total hutang (baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek) dibagi dengan total ekuitas, (Kieso at al, 2006). Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya dengan modal sendiri. Semakin tinggi nilai rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibanding dengan hutangnya. DER digunakan sebagai pengukur seberapa jauh suatu perusahaan dibiayai oleh kreditor. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Kebijakan hutang dalam penelitian ini menggunakan proksi *Debt to Equity Rasio* (DER). Rasio DER dapat dihitung dengan formulasi sebagai berikut (Suad, 2008:560) :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

## 2.3.2 Teori Kebijakan Hutang

### 1. *Trade Off Theory*

Teori ini mengarah pada kondisi di mana perusahaan akan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Menurut Brigham dan Houston (2010) teori *Trade Off* mengungkapkan beberapa hal yaitu :

- a. Kenyataan bahwa bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan telah mengakibatkan hutang lebih murah daripada saham biasa dan saham preferen. Akibatnya, pemerintah membayar sebagian dari biaya modal yang bersumber dari hutang atau dengan kata lain, hutang memberikan perlindungan manfaat pajak.
- b. Dalam kenyataannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan hutang 100 persen. Salah satu alasannya adalah kenyataan bahwa pemegang mendapat keuntungan dari pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Lebih penting lagi, perusahaan membatasi penggunaan hutang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan.

Pada teori ini juga dijelaskan bahwa sebelum mencapai suatu titik maksimum, hutang akan lebih murah daripada penjualan saham karena adanya *tax shield*. Implikasinya adalah semakin tinggi hutang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan (Mutamimah, 2003). Namun, setelah mencapai titik maksimum, penggunaan hutang oleh perusahaan menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, kebangkrutan serta biaya bunga yang

menyebabkan nilai saham turun (Hermendito Kaaro, 2001 dalam Mulyanti, 2010).

## **2. Pecking Order Theory**

*Pecking Order Theory* yang pertama kali ditemukan oleh Myers dan Majluf (1984) mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Urut-urutan yang dikeumkakan oleh teori ini dalam hal pendanaan adalah pertama laba ditahan diikuti dengan penggunaan hutang dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas baru (Myers dan Majluf, 1984 dalam Susetyo, 2006).

Teori ini menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan yang dalam hal ini para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham.

Menurut Brealey dan Myers (1991) dalam Mulyanti (2010), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah sebagai berikut :

- a. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.

- b. Perusahaan menyesuaikan target *dividen payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi, berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
- d. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencairan dana perusahaan yang dalam hal ini perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal, maka perusahaan akan lebih memilih hutang sebelum *external equity* (Myers, 1984 dalam Yeniatie dan Desriana, 2010). *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi. Hutang diperoleh dari kreditur, sedangkan *external equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

### **3. Signaling Theory**

Sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan

modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya (Brigham dan Houston, 2001).

Menurut Brigham dan Houston (2001), pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun perusahaan cerah.

Ross (1977) dalam Mulyani (2010) mengembangkan model tentang penggunaan hutang merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan hutang menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatnya biaya-biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajiban. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

## 2.4 Profitabilitas

Satu indikator penting dalam persaingan industri adalah daya tarik bisnis yang dapat diukur dari rasio profitabilitas. Perusahaan yang mempunyai atau mendapatkan laba yang besar akan memiliki kesempatan yang baik untuk bersaing dengan jenis perusahaan yang sama (Pagalung, 2003). Profitabilitas mengasumsikan bahwa perusahaan yang memiliki atau mendapatkan laba (*profit*) yang besar akan memiliki kualitas yang baik untuk bersaing dengan jenis perusahaan yang sama.

Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Hasil penelitian Lestari (2004) menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi tingkat pertumbuhan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki ketersediaan kas yang lebih besar, sehingga semakin tinggi set kesempatan investasinya. Dengan besarnya jumlah laba ditahan suatu perusahaan mungkin cenderung memilih pendanaan dari sumber tersebut daripada peminjaman. Besarnya laba ditahan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam melakukan ekspansi, sehingga semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi laba ditahan dan semakin tinggi set kesempatan investasi.

Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan indikator *Return On Asset* (ROA), bahwa rasio ini menunjukkan hubungan antara tingkat keuntungan yang dihasilkan manajemen atas dana yang ditanam baik oleh pemegang saham maupun kreditur. Formulasi yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\text{Return on Assets (ROA)} = \frac{\text{Laba setelah pajak (EAT)}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$



## 2.5 Risiko Sistematis

### 2.5.1 Definisi Risiko Sistematis

Bagian dari risiko sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio disebut dengan Risiko Sistematis (*Systematic Risk*) (Jogiyanto Hartono 2014: 308). Menurut Arthur J. Keown (2011: 201) Risiko Sistematis merupakan bagian dari variasi-variasi dalam pengembalian investasi yang tak dapat dihilangkan melalui diversifikasi oleh investor. Risiko Sistematis biasa juga disebut risiko pasar dimana risiko terjadi karena kejadian-kejadian diluar perusahaan, misalnya resesi, inflasi, suku bunga, kurs dan sebagainya, sehingga risiko ini merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi.

Menurut Richard A. Brealey (2008: 312) Risiko pasar adalah sumber risiko dari seluruh perekonomian (ekonomi makro) yang mempengaruhi pasar saham secara keseluruhan. Zvi Bodie (2006: 288) berpendapat bahwa risiko yang tetap ada setelah didiversifikasi yang luas sekali disebut dengan risiko pasar, risiko yang muncul dari pasar atau risiko yang tidak dapat didiversifikasi. Tidak dapat didiversifikasi maksudnya adalah risiko tersebut tidak dapat dihilangkan meskipun telah dilakukan diversifikasi saham dengan membentuk portofolio. Apabila risiko sistematis muncul dan terjadi, maka semua jenis saham akan terkena dampaknya sehingga investasi dalam satu jenis saham atau lebih tidak dapat mengurangi kerugian (Mohammad Samsul, 2006: 285).

Berdasarkan pengertian diatas maka dapat diketahui bahwa Risiko Sistematis adalah risiko yang melekat pada suatu sekuritas yang timbul karena faktor makro atau kejadian diluar perusahaan dan tidak bisa didiversifikasi. Oleh

karena itu, risiko sistematis harus diperhatikan oleh investor karena tidak akan hilang meskipun telah dibentuk suatu portofolio.

### 2.5.2 Pengukuran Risiko Sistematis

Risiko Sistematis memang tidak dapat dihilangkan meskipun telah dibentuk suatu portofolio. Namun, risiko ini tetap dapat diukur untuk menjadi pertimbangan investor dalam memilih investasinya. Risiko tergantung pada paparan terhadap peristiwa ekonomi makro dan bisa diukur sebagai sensitivitas pengembalian saham terhadap fluktuasi pengembalian portofolio pasar, sensitivitas ini disebut dengan beta saham (Richard A. Brealey, 2008: 324). Beta suatu ukuran dari hubungan antara pengembalian investasi dengan pengembalian pasar, ini adalah suatu ukuran dari risiko investasi nondiversifikasi (Arthur J. Keown, 2011: 207). Mohamad Samsul (2006: 296) menyatakan bahwa Risiko investasi juga sering diukur dengan tolak ukur beta saham. Beta saham individual menunjukkan seberapa besar atau kecil tingkat perubahan *return* saham dibandingkan dengan *return* pasar.

Beta portofolio adalah hubungan antara suatu pengembalian portofolio dan pengembalian pasar yang berbeda. Ini merupakan suatu ukuran dari risiko portofolio non-didiversifikasi (Arthur J. Keown, 2011:209). Berdasarkan pendapat dari para ahli diatas maka dapat diketahui Beta merupakan suatu tolak ukur atau ukuran untuk menghitung Risiko Sistematis. Karena beta menunjukkan adanya hubungan antara *return* saham dengan *return* pasar. Beta dilambangkan dengan  $\beta$ . Beta juga dapat dihitung dengan menggunakan teknik regresi. Teknik regresi untuk mengestimasi Beta suatu sekuritas dapat dilakukan dengan menggunakan

return-return sekuritas sebagai variabel dependen dan return-return pasar sebagai variabel independen. Persamaan regresi yang digunakan untuk mengestimasi Beta dapat didasarkan pada model indeks-tunggal (model pasar) (Jogiyanto Hartono, 2017:467-468). Model pengukuran yang dapat digunakan dengan menggunakan model indeks-tunggal (model pasar) dapat dihitung berdasarkan persamaan sebagai berikut (Jogiyanto Hartono, 2017:468) :

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

## 2.6 Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Abor dan Bokpin (2010) yang berjudul “*Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence From Emerging Market*”, penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi efek dari peluang investasi dan keuangan perusahaan pada kebijakan pembayaran dividen. Penelitian tersebut dilakukan pengujian pada 34 negara pasar berkembang selama periode 17 tahun. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa adanya hubungan negatif yang signifikan antara set peluang investasi dan kebijakan pembayaran dividen. Namun, ada efek tidak signifikan dari berbagai ukuran keuangan perusahaan yaitu, leverage keuangan, pendanaan eksternal, dan utang jatuh tempo pada kebijakan pembayaran dividen. Perusahaan yang menguntungkan cenderung mendukung pembayaran dividen di pasar yang relatif berkembang dan cenderung menunjukkan kebijakan pembayaran dividen yang rendah.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Subhan dan Sudarman (2010) dengan judul “Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Risiko Investasi dan

Profitabilitas Perusahaan Terhadap Investment Opportunity Set”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *investment opportunity set* (IOS), artinya perusahaan tumbuh cenderung tidak membagikan dividen dibandingkan dengan perusahaan IOS rendah, hal ini terjadi akibat perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memerlukan kas yang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan investasinya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Hutchinson & Gul (2002) yang berjudul “Investment Opportunities and Leverage : Some Australian Evidence on the Role of Board Monitoring and Director Equity Ownership”. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji hubungan antara komposisi dewan, kepemilikan saham direktur eksekutif, IOS dan kebijakan hutang perusahaan di Australia. Penelitian tersebut dilakukan pada 437 perusahaan publik yang terdaftar di Negara Australia periode 1998. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa antara variabel *investment opportunity set* dengan *leverage* memiliki hubungan yang negatif dan lebih lemah untuk perusahaan dengan jumlah direktur non-eksekutif yang lebih tinggi (pengawasan dewan) dan kepemilikan ekuitas direktur yang lebih tinggi (insentif pengelolaan).

Penelitian yang dilakukan oleh Saputro & Hinasah (2007) yang berjudul “Analisis Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Dividen dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi”, menghasilkan bahwa kebijakan hutang yang di proksikan dengan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap set kesempatan investasi. Temuan dalam penelitian konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Holydia (2004) yang menemukan bukti bahwa kebijakan

hutang berpengaruh negatif dengan set kesempatan investasi. Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan maka akan semakin kecil kesempatan investasinya, karena perusahaan masih mempunyai kewajiban dalam pembayaran periodik atas pokok dan bunga pinjaman yang tinggi sehingga dapat menyebabkan aliran kas perusahaan berkurang. Dari argumen tersebut dapat diduga bahwa semakin tinggi *leverage* perusahaan memungkinkan perusahaan reinvestasinya akan semakin kecil karena perusahaan masih mempunyai beban risiko finansial (*financial risk*) atas *leverage* tersebut.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Saputro & Hindasah (2007), yang berjudul “Analisis Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Dividen dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi”, hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh positif dan secara statistik signifikan terhadap set kesempatan investasi. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang diprosikan dalam bentuk perusahaan yang memiliki atau mendapatkan laba yang besar akan memiliki kesempatan besar untuk bersaing dengan jenis perusahaan yang sama.

Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuliani, dkk (2018) yang berjudul “The Mediation Effect of Financing Mix on Investment Opportunity Set and Profitability Relationship”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas yang diukur dengan indikator NPM, ROA dan ROE. Hal tersebut diakibatkan oleh perubahan profitabilitas di perusahaan industri di Kota Palembang tidak terbukti ditentukan

oleh jumlah peluang investasi yang dikenal sebagai IOS. Argumen dari hasil penelitian ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan industri yang membuat keputusan keuangan terkait dengan keputusan investasi masih fokus pada jenis investasi tertentu mengingat karakteristik bisnis skala menengah dan besar cenderung satu jenis investasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Tatang (2008) yang berjudul Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kitannya Dengan *Investment Opportunity Set*, Risiko dan Kinerja Finansial, menghasilkan bahwa risiko sistematis berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko sistematis maka akan semakin tinggi peluang investasi yang akan diperoleh perusahaan. Risiko yang tinggi akan mensyaratkan *return* yang tinggi. Begitu juga sebaliknya risiko yang rendah akan mensyaratkan *return* yang rendah juga.

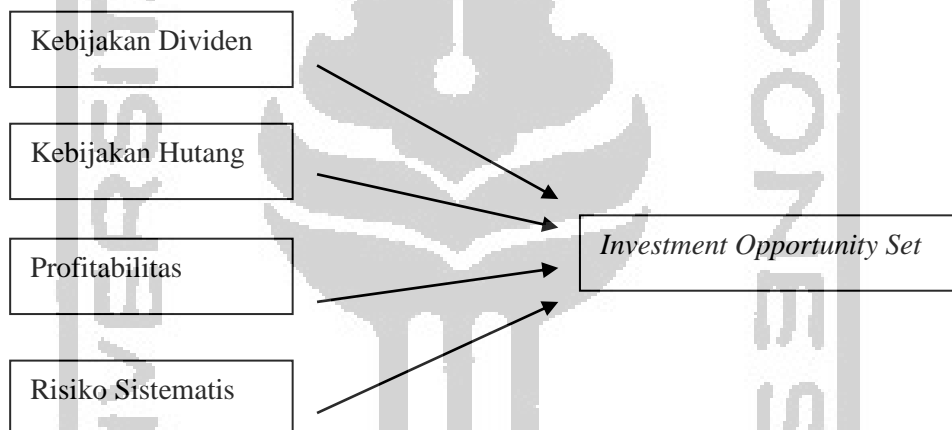
Penelitian yang dilakukan oleh Reni, Y & Feby, R.A (2013) yang berjudul Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, menghasilkan bahwa risiko investasi tidak berpengaruh terhadap set kesempatan investasi. Hal ini berarti tinggi rendahnya kesempatan tumbuh perusahaan tidak dapat dijelaskan dengan risiko investasi. Hal ini disebabkan tidak adanya hubungan antara risiko dengan set kesempatan investasi yang mengindikasikan bahwa besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang dicapai secara nyata (*actual return*) tidak berkaitan secara langsung dengan set kesempatan investasi. Risiko dalam penelitian ini sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar, sehingga naik turunnya harga

saham yang ada di pasar kurang berkaitan erat dengan tingkat pertumbuhan perusahaan.

## 2.7 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Risiko berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set. Oleh karena itu kerangka dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



## 2.8 Hipotesis

### 2.8.1 Hubungan Kebijakan Dividen Terhadap *Investment Opportunity Set*

Teori *free cash flow* menyatakan bahwa perusahaan tumbuh memberikan dividen yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh dikarenakan laba ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi. Menurut Martono dan Agus Harjito (2008), kebijakan dividen (*dividen policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk

dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Menurut Subhan dan Sudarman (2010) kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *investment opportunity set* (IOS), artinya perusahaan tumbuh cenderung tidak membagikan dividen dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki IOS rendah, hal ini terjadi akibat perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memerlukan kas yang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan investasinya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah.

Menurut Rita dan Sodiq (2008), kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend yield* berhubungan negatif terhadap kesempatan investasi. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk membayar dividen lebih besar agar dapat mengalihkan sumber dana agar tidak ditanamkan pada proyek dengan *net present value* negatif.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *investment opportunity set*

### **2.8.2 Hubungan Kebijakan Hutang Terhadap *Investment Opportunity Set***

Penelitian yang dilakukan oleh Saputro & Hinasah (2007), menghasilkan bahwa kebijakan hutang yang di proksikan dengan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap set kesempatan investasi. Temuan dalam penelitian konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Holydia (2004) yang



menemukan bukti bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif dengan set kesempatan investasi. Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan maka akan semakin kecil kesempatan investasinya, karena perusahaan masih mempunyai kewajiban dalam pembayaran periodik atas pokok dan bunga pinjaman yang tinggi sehingga dapat menyebabkan aliran kas perusahaan berkurang. Dari argumen tersebut dapat diduga bahwa semakin tinggi *leverage* perusahaan memungkinkan perusahaan reinvestasinya akan semakin kecil karena perusahaan masih mempunyai beban risiko finansial (*financial risk*) atas *leverage* tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Hutchinson & Gul (2002) menghasilkan kesimpulan bahwa antara variabel *investment opportunity set* dengan *leverage* memiliki hubungan yang negatif dan lebih lemah untuk perusahaan dengan jumlah direktur non-eksekutif yang lebih tinggi (pengawasan dewan) dan kepemilikan ekuitas direktur yang lebih tinggi (insentif pengelolaan).

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H2 : Kebijakan Hutang berpengaruh negatif terhadap *investment opportunity set*

### **2.8.3 Hubungan Profitabilitas Terhadap *Investment Opportunity Set***

Pada penelitian yang dilakukan oleh Saputro & Hindasah (2007), menghasilkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh positif dan secara statistik signifikan terhadap set kesempatan investasi. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang

diproksikan dalam bentuk perusahaan yang memiliki atau mendapatkan laba yang besar akan memiliki kesempatan besar untuk bersaing dengan jenis perusahaan yang sama.

Berbanding terbalik pada penelitian yang dilakukan oleh Yuliani, dkk (2018) yang berjudul “The Mediation Effect of Financing Mix on Investment Opportunity Set and Profitability Relationship”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas yang diukur dengan indikator NPM, ROA dan ROE. Hal tersebut diakibatkan oleh perubahan profitabilitas di perusahaan industri di Kota Palembang tidak terbukti ditentukan oleh jumlah peluang investasi yang dikenal sebagai IOS. Argumen dari hasil penelitian ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan industri yang membuat keputusan keuangan terkait dengan keputusan investasi masih fokus pada jenis investasi tertentu mengingat karakteristik bisnis skala menengah dan besar cenderung satu jenis investasi.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H3 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *investment opportunity set*

#### **2.8.4 Hubungan Risiko Sistematis Terhadap *Investment Opportunity Set***

Risiko sistematis dikenal juga dengan risiko pasar yang merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan (Tandelin, 2001). Risiko sistematis dapat diartikan sebagai risiko yang dihadapi oleh investor yang tidak dapat dieliminir dan terdapat pada semua jenis saham dan portofolio (Jogiyono dalam Ahmar dan Frida, 2006). Risiko yang tidak dapat

diversifikasi atau risiko sistematis merupakan bagian relevan dari risiko aktiva yang diakibatkan oleh faktor pasar yang mempengaruhi semua perusahaan dan tidak dapat dihilangkan melalui didiversifikasi.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Tatang (2008) menghasilkan bahwa Risiko Sistematis berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko sistematis maka akan semakin tinggi peluang investasi yang akan diperoleh perusahaan. Risiko yang tinggi akan mensyaratkan *return* yang tinggi. Begitu juga sebaliknya risiko yang rendah akan mensyaratkan *return* yang rendah juga.

Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Reni, Y & Feby, R.A (2013) yang menghasilkan bahwa risiko investasi tidak berpengaruh terhadap set kesempatan investasi. Hal ini berarti tinggi rendahnya kesempatan tumbuh perusahaan tidak dapat dijelaskan dengan risiko investasi. Hal ini disebabkan tidak adanya hubungan antara risiko dengan set kesempatan investasi yang mengindikasikan bahwa besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang dicapai secara nyata (*actual return*) tidak berkaitan secara langsung dengan set kesempatan investasi. Risiko dalam penelitian ini sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar, sehingga naik turunnya harga saham yang ada di pasar kurang berkaitan erat dengan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : Risiko Sistematis berpengaruh positif terhadap *investment opportunity set*