

BAB II

PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI

2.1. Kerangka Teoritis

2.1.1. Konsep Dasar Investasi

Dalam bukunya yang berjudul “Teori Portofolio dan Analisis Investasi” (2010; 5), Jogyanto mengatakan investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu. Menurut Halim (2003; 2) investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Investasi memiliki risiko dan ketidakpastian. Semakin tinggi tingkat investasi yang dilakukan, maka semakin tinggi pula risikonya. Perusahaan perlu untuk memikirkan dengan matang sebelum melakukan investasi. Pada umumnya, investasi dibedakan menjadi dua jenis yaitu *financial investment* dan *real investment*. Investasi yang dilakukan pada surat berharga atau sekuritas seperti saham, obligasi, waran, dan lain-lain, termasuk dalam *financial investment*. Sementara, *real investment* secara umum melibatkan aset berwujud, seperti tanah, mesin-mesin, atau pabrik.

2.1.2. Jenis Investasi

Menurut Mulyadi (2001; 284-286), jenis-jenis investasi terbagi menjadi 4 kelompok, yaitu:

1. Investasi yang tidak menghasilkan laba (*non-profit investment*)

Investasi jenis ini timbul karena adanya peraturan pemerintah atau karena syarat-syarat kontrak yang telah disetujui, yang mewajibkan

perusahaan untuk melaksanakannya tanpa mempertimbangkan laba atau rugi.

2. Investasi yang tidak dapat diukur labanya (*non-measurable profit investment*)

Investasi ini dimaksudkan untuk menaikkan laba, namun laba yang diharapkan akan diperoleh perusahaan dengan adanya investasi ini sulit untuk dihitung secara teliti.

3. Investasi dalam penggantian ekuipmen (*replacement investment*)

Investasi jenis ini meliputi pengeluaran untuk penggantian mesin atau peralatan yang ada. Informasi yang dipertimbangkan dalam keputusan penggantian mesin dan peralatan yaitu informasi akuntansi diferensial yang berupa aktiva diferensial dan biaya diferensial. Penggantian mesin dan peralatan biasanya dilakukan atas dasar pertimbangan adanya penghematan biaya (biaya diferensial) yang akan diperoleh atau adanya kenaikan produktivitas (pendapatan diferensial) dengan adanya penggantian tersebut.

4. Investasi dalam perluasan usaha (*expansion investment*)

Investasi jenis ini merupakan pengeluaran untuk menambah kapasitas produksi atau operasi menjadi lebih besar dari sebelumnya. Untuk memutuskan jenis investasi ini, yang perlu dipertimbangkan adalah apakah aktiva diferensial yang diperlukan untuk perluasan usaha diperkirakan akan menghasilkan laba diferensial yang jumlahnya memadai. Kriteria yang perlu dipertimbangkan adalah taksiran laba

masa yang akan datang dan kembalian investasi yang akan diperoleh karena adanya investasi tersebut.

2.1.3. Keputusan Investasi

Keputusan investasi berkaitan dengan proses perencanaan, penetapan tujuan dan prioritas, pengaturan pendanaan, serta penggunaan kriteria tertentu untuk memilih aktiva jangka panjang. Investasi pada aset jangka panjang tentunya memerlukan dana yang tidak sedikit dan tingkat pengembalian yang cukup lama lebih dari satu tahun. Dengan demikian salah satu tugas manajer adalah memutuskan apakah investasi akan memperoleh pengembalian yang wajar atau tidak (Hansen & Mowen, 2009; 565).

Menurut Hansen and Mowen (2009; 564), proses pengambilan keputusan investasi aset tetap disebut penganggaran modal. Terdapat dua jenis proyek penganggaran modal, yaitu :

a. Proyek Independen

Yaitu proyek yang jika diterima atau ditolak tidak akan mempengaruhi arus kas proyek lainnya.

b. Proyek *Mutually Exclusive*

Yaitu proyek-proyek yang apabila diterima akan menghalangi penerimaan proyek lain.

2.1.4. Pengambilan Keputusan Investasi

Keputusan investasi aset tetap membutuhkan dana yang tidak sedikit serta waktu pengembalian yang lebih dari satu tahun menyebabkan perusahaan harus memikirkan dengan masak mengenai permasalahan ini. Umumnya, perusahaan

menggunakan proses pengambilan keputusan investasi yang dibuat khusus oleh masing-masing perusahaan. Namun, mereka menggambarkan proses pengambilan keputusan investasi yang khas di sebuah perusahaan sebagai berikut (Dayananda *et al*, 2002; 5-9):

1. Perencanaan strategis

Tahap awal dalam pengambilan keputusan investasi diawali dengan perencanaan mengenai taktik atau strategi yang akan digunakan sebagai pedoman perusahaan serta menentukan alokasi sumber daya untuk mencapai strategi tersebut.

2. Identifikasi peluang investasi

Langkah selanjutnya dalam proses pengambilan keputusan yaitu mengidentifikasi peluang investasi yang akan dilakukan. Perusahaan harus memastikan investasi yang dilakukan menguntungkan dan sesuai dengan tujuan strategis perusahaan.

3. Penyaringan awal investasi yang teridentifikasi

Proses penyaringan investasi yang teridentifikasi ini dilakukan oleh manajemen untuk memisahkan investasi mana saja yang menguntungkan dan yang tidak terlalu menguntungkan. Hal tersebut dilakukan agar tidak terjadi pemborosan sumber daya (misalnya, waktu, uang, dan tenaga).

4. Analisis kuantitatif proyek

Proyek-proyek yang sudah melalui proses penyaringan dari pihak manajemen kemudian di analisis secara kuantitatif untuk memastikan

bahwa proyek tersebut dapat menambah nilai perusahaan. Analisis tersebut digunakan untuk memprediksi arus kas yang akan digunakan hingga risiko terkait dengan penggunaan arus kas tersebut.

5. Pertimbangan faktor kualitatif

Selain faktor kuantitatif, faktor kualitatif tentunya juga perlu dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan investasi. Faktor kualitatif yang perlu dipertimbangkan misalnya, dampak sosial terhadap pekerjaan, dampak terhadap lingkungan, masalah politik, dan lain-lain.

6. Keputusan menerima atau menolak proyek

Informasi yang telah diperoleh digunakan sebagai dasar untuk pengambilan keputusan menerima atau menolak proyek.

7. Implementasi dan pemantauan proyek

Proyek yang diputuskan diterima oleh manajer kemudian diimplementasikan pada perusahaan. Selama proses implementasi proyek tersebut perlu dilakukan juga pemantauan kemajuan proyek dengan tujuan untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya hambatan potensial yang terjadi sehingga dapat dilakukan tindakan perbaikan dengan segera.

8. Audit setelah implementasi proyek

Tahapan terakhir yang perlu dilakukan adalah melakukan evaluasi kinerja setelah implementasi proyek. Nantinya hasil evaluasi tersebut

akan berguna untuk melakukan penilaian proyek investasi serta dapat digunakan untuk membuat strategi bagi proyek di masa depan.

2.1.5. Metode Analisis Kuantitatif Rencana Investasi

Terdapat beberapa metode penilaian investasi yang dapat digunakan untuk menentukan apakah suatu investasi layak atau tidak layak dilakukan oleh sebuah perusahaan. Masing-masing metode memiliki kelebihan serta kelemahan. Metode yang digunakan tergantung dengan kebutuhan perusahaan. Dalam mengukur sebuah investasi, beberapa metode dapat digunakan oleh perusahaan.

Terdapat dua klasifikasi dalam metode penilaian investasi, yaitu model diskonto dan non-diskonto. Model diskonto mempertimbangkan nilai waktu uang secara eksplisit, sementara model non-diskonto tidak mempertimbangkan nilai waktu uang. Model diskonto terdiri dari *Net Present Value* (NPV) dan *Internal Rate of Return* (IRR). Sementara model non-diskonto terdiri dari *Payback Period* (PB) dan *Accounting Rate of Return* (ARR).

Berikut metode penilaian investasi yang digunakan oleh perusahaan :

1. *Net Present Value* (NPV)

Net Present Value adalah perbedaan antara nilai sekarang dari arus kas masuk dan keluar yang terkait dengan suatu proyek. NPV yang positif menandakan bahwa:

- Investasi awal sudah tertutupi
- Tingkat pengembalian yang diperlukan telah dipenuhi, dan
- Pengembalian yang melebihi dari dua poin di atas telah diterima

2. *Internal Rate Return (IRR)*

Internal Rate Return adalah metode analisa investasi dengan menghitung tingkat suku bunga yang menyamakan nilai *present value* investasi saat ini dengan *present value* dari penerimaan arus kas di masa mendatang.

3. *Payback Period (PB)*

Payback Period merupakan waktu yang dibutuhkan oleh suatu perusahaan untuk memperoleh investasi awalnya kembali. Metode ini mengukur lamanya sebuah investasi bisa dikembalikan ketika terjadi kondisi *Break Even Point*.

4. *Accounting Rate of Return (ARR)*

ARR atau Tingkat Pengembalian Akuntansi mengukur seberapa besar keuntungan dari sebuah investasi. Keuntungan yang dimaksud adalah laba bersih setelah pajak yang dibandingkan dengan nilai rata-rata dari investasi. Apabila hasil perhitungan ARR lebih besar daripada tingkat return yang diisyaratkan, maka investasi tersebut layak untuk dilakukan.

Sementara menurut Kasmir dan Jakfar (2007:97), terdapat 6 kriteria yang biasa digunakan untuk menentukan kelayakan suatu investasi, yaitu *Payback Period (PB)*, *Net Present Value (NPV)*, *Average Rate of Return (ARR)*, *Internal Rate of Rate (IRR)*, *Profitability Index (PI)*, dan berbagai rasio keuangan seperti rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas. *Profitability Index* atau

indeks profitabilitas adalah rasio perbandingan antara jumlah nilai sekarang arus kas selama umur ekonomisnya dan pengeluaran awal proyek.

2.1.6. Metode Analisis Risiko Investasi

Analisis risiko investasi merupakan aspek penting dari pengambilan keputusan investasi (Pratheepkanth, 2014; 54). Kegiatan investasi aset tetap umumnya membutuhkan waktu lebih dari satu tahun untuk bisa mendapatkan kembali dana awal yang sudah dikeluarkan. Semakin lama waktu yang dibutuhkan, tingkat ketidakpastian akan semakin tinggi. Ketidakpastian tersebut juga akan menimbulkan risiko yang tinggi. Untuk mengatasi hal tersebut, perusahaan perlu melakukan analisis risiko guna meminimalisir risiko yang mungkin akan terjadi. Nurullah dan Kengatharan (2015; 69) dalam penelitiannya mengatakan bahwa ada berbagai metode untuk mengukur risiko investasi, yaitu analisis sensitivitas/*sensitivity analysis*, analisis skenario/*scenario analysis*, nilai tambah ekonomi/*economic value added*, CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), *Monte Carlo Simulation*, nilai tambah pasar/*market value added*, PERT/CPM (*Programme Evaluation Review Technique/Critical Path Method*), pohon keputusan (*decision tree*), *complex mathematical model*, program linier/*linear programming*, dan *real options*.

Analisis Sensitivitas (*Sensitivity Analysis*) merupakan analisis yang dilakukan untuk mengetahui akibat dari perubahan parameter-parameter produksi terhadap perubahan kinerja system produksi dalam menghasilkan keuntungan (Kasmir dan Jakfar, 2010). Tujuan dari adanya analisis sensitivitas ini yaitu untuk melihat apa yang akan terjadi dengan hasil analisa proyek, jika terdapat sesuatu

kesalahan atau perubahan asumsi sebagai dasar perhitungan *cost* atau benefit yang diperoleh. Alasan dilakukannya analisis sensitivitas adalah untuk mengantisipasi adanya perubahan-perubahan berikut :

- a. Adanya *cost overrun*, yaitu kenaikan biaya-biaya seperti biaya konstruksi, biaya bahan baku, produksi, dll.
- b. Penurunan produktivitas
- c. Mundurnya jadwal pelaksanaan proyek

Kelemahan dari analisis sensitivitas ini yaitu jika pengambil keputusan secara tidak sengaja melakukan kesalahan estimasi pada salah satu variabel dapat mengakibatkan kesalahan dalam pengambilan keputusan (Kasmir, 2010).

Analisis Skenario (*Scenario Analysis*) adalah proses menganalisis kemungkinan peristiwa masa depan dengan mempertimbangkan kemungkinan hasil alternatif. Secara umum, ketika memutuskan untuk menggunakan analisis skenario, seorang manajer harus berhati-hati ketika menetapkan probabilitas ke skenario yang berbeda karena dapat mengundang kecenderungan untuk hanya mempertimbangkan skenario dengan probabilitas tertinggi. Menurut Aaker (2001; 108), langkah-langkah dalam melakukan analisis skenario, yaitu (1) mengidentifikasi skenario, (2) mengembangkan strategi skenario, (3) memperkirakan kemungkinan skenario, dan (4) melakukan atau menolak analisis.

Menurut Hansen dan Mowen (2009; 438) Nilai Tambah Ekonomi (*Economic Value Added/EVA*) adalah laba bersih (laba operasi dikurangi pajak) dikurangi total biaya modal tahunan. Jika EVA bernilai positif, maka perusahaan sedang menciptakan kekayaan. Jika negatif, maka perusahaan sedang menyia-

nyiakan modal. Dalam jangka panjang, hanya perusahaan-perusahaan yang menghasilkan modal atau kekayaan yang dapat bertahan. Dengan adanya EVA, perusahaan dibantu untuk menentukan apakah uang yang didapatkan lebih besar dibandingkan dengan uang yang dikeluarkannya untuk mendapatkan uang tersebut.

Keunggulan dari EVA yaitu:

- a. EVA dapat menghitung laba ekonomi sebenarnya selama periode tertentu.
- b. EVA mencerminkan laba residual yang tersisa setelah semua biaya modal dikurangkan
- c. EVA memberikan pengukuran yang lebih baik atas nilai tambah yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham

Sementara, kelemahan yang dimiliki oleh EVA adalah (1) EVA hanya mengukur hasil akhir dan tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu, seperti loyalitas dan tingkat retensi konsumen; dan (2) EVA terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu.

Model penilaian aset modal atau yang lebih dikenal dengan sebutan Capital Asset Pricing Model (CAPM) mulai dikembangkan oleh Sharpe, Litner, dan Mossin pada pertengahan tahun 1960-an. CAPM adalah suatu model untuk menjelaskan besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan yang dipengaruhi oleh pengembalian bebas risiko dan pengembalian pasar. Model ini merupakan model yang secara sederhana dapat menggambarkan atau memprediksi realitas pasar yang bersifat kompleks. Oleh karena hal tersebut, CAPM sebagai sebuah

model keseimbangan dapat membantu perusahaan dalam menyederhanakan gambaran realitas hubungan pengembalian dan risiko dalam dunia nyata yang terkadang sangat kompleks. Kelebihan dari model ini adalah CAPM merupakan model yang menghubungkan tingkat return yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut saat pasar dalam kondisi seimbang, CAPM merupakan pengembangan manajemen portofolio modern, CAPM dapat digunakan untuk mengestimasi return suatu sekuritas, dan CAPM membantu menyederhanakan gambaran realitas hubungan return dan risiko dalam dunia nyata yang terkadang sangat kompleks. Sementara itu, kekurangan dari CAPM ini adalah model ini kadang belum mampu menjelaskan variasi return dan risiko secara tepat karena model ini mensyaratkan bahwa pasar saham berada pada kondisi yang ekuilibrium dan efisien, dan menurut model ini, harga saham ditentukan oleh indeks pasar secara tunggal, padahal juga ditentukan oleh banyak faktor makro ekonomi.

Simulasi Monte Carlo (*Monte Carlo Simulation*) adalah tipe simulasi probabilistik untuk mencari penyelesaian masalah dengan sampling dari proses random. Dasar dari simulasi ini adalah dengan mengadakan eksperimen pada elemen-elemen probabilistik melalui *sampling* acak. Simulasi monte carlo memiliki tujuan yaitu untuk menemukan nilai yang mendekati nilai sesungguhnya, atau nilai yang akan terjadi berdasarkan distribusi dari data sampling. Model ini mengizinkan manajer untuk menentukan beberapa kebijakan yang menyangkut kondisi perusahaan. terdapat 5 langkah dalam simulasi monte carlo:

- a. Menentukan distribusi probabilitas untuk variabel penting

- b. Membuat distribusi kemungkinan kumulatif untuk tiap-tiap variabel di tahap pertama
- c. Menentukan interval bilangan acak untuk setiap variabel
- d. Membuat angka acak
- e. Melakukan serangkaian simulasi percobaan

Metode untuk menganalisis risiko investasi selanjutnya adalah Nilai Tambah Pasar atau *Market Value Added* (MVA). MVA merupakan selisih antara nilai perusahaan yang merupakan nilai saham beredar ditambah dengan utang dan jumlah modal yang ditanamkan. Secara tidak langsung, MVA memiliki hubungan tidak langsung dengan EVA. Jika sebuah perusahaan memiliki EVA yang bagus, maka secara tidak langsung perusahaan tersebut juga memiliki MVA yang bagus. Metode MVA ini hanya dapat diaplikasikan pada perusahaan yang sudah *go public* saja. Keunggulan dari metode ini yaitu MVA merupakan ukuran tunggal dan dapat berdiri sendiri, sehingga dalam penerapannya tidak membutuhkan analisis trend maupun norma industri. Dengan keunggulan tersebut, pihak manajemen dan penyedia dana akan lebih mudah dalam menilai kinerja perusahaan.

Program Evaluation and Review Technique atau yang disingkat menjadi PERT adalah suatu metode yang bertujuan untuk sebanyak-banyaknya mengurangi penundaan maupun gangguan produksi, serta mengkoordinasikan berbagai bagian suatu pekerjaan secara menyeluruh dan mempercepat selesainya proyek. Sementara CPM (*Critical Path Method*) merupakan analisa jaringan kerja yang berusaha mengoptimalkan biaya total proyek melalui pengurangan waktu penyelesaian proyek yang bersangkutan. Permasalahan utama dalam metode PERT dan CPM

yaitu teknik untuk menentukan jadwal kegiatan beserta anggaran biayanya dengan pekerjaan-pekerjaan yang telah dijadwalkan dapat diselesaikan secara tepat waktu dan tepat biaya.

Metode klasifikasi yang paling populer karena mudah diinterpretasikan yaitu metode Pohon Keputusan (*Decision Tree*). Konsep metode ini yaitu mengubah data menjadi pohon keputusan dan aturan-aturan keputusan. Selain mudah untuk diinterpretasikan, kelebihan dari pohon keputusan adalah memiliki ketelitian yang baik, fleksibel untuk memilih fitur dari internal *node* yang berbeda, daerah pengambilan keputusan yang sederhana dan spesifik, dan dapat melakukan eliminasi terhadap perhitungan yang tidak diperlukan. Namun, kualitas keputusan yang didapatkan dari metode ini sangat bergantung pada bagaimana pohon tersebut di desain. Selain itu, dapat terjadi *overlap* jika kriteria yang digunakan sangat banyak, serta sulit untuk mendesain pohon keputusan yang optimal.

Complex mathematical model merupakan penerapan metode matematika untuk mewakili teori dan menganalisis masalah-masalah. Keuntungan dari menggunakan metode ini yaitu:

- a. Kecepatan simulasi sehingga dapat mengevaluasi dampak keputusan dalam jangka waktu yang singkat
- b. Membutuhkan biaya yang lebih murah daripada metode *trial and error*

Sementara kerugian dari metode ini adalah dibutuhkannya ketrampilan matematika yang tinggi untuk mengembangkan model yang lebih kompleks.

Linear Programming atau program linear adalah metode yang digunakan untuk membantu manajer dalam pengambilan keputusan dalam kondisi

deterministik (mendasarkan pada asumsi-asumsi kepastian). Terdapat 2 metode yang dapat digunakan dalam menganalisis suatu masalah dengan menggunakan program linier. Pertama yaitu metode grafik yang digunakan untuk memecahkan masalah yang hanya memiliki 2 variabel. Sementara jika suatu permasalahan memiliki lebih dari 2 variabel maka menggunakan metode simpleks.

Pada tahun 1977, Stewart C. Myers pertama kali memperkenalkan istilah *real options* dengan cara mengobservasi dan mengaplikasikan teori *option pricing* dalam keputusan investasi. Definisi dari *real options* sendiri merupakan pendekatan sistematis dan solusi terintegrasi yang menggabungkan beberapa teori, diantaranya teori finansial, analisis ekonomi, ilmu manajemen, teori keputusan, statistik, pemodelan ekonomi dan teori opsi, dalam melakukan penilaian terhadap aset non finansial, dalam lingkungan bisnis yang dinamis dan memiliki ketidakpastian, dimana keputusan-keputusan bisnis bersifat fleksibel dalam konteks pengambilan keputusan investasi strategis dan dalam menilai kesempatan investasi dan pembiayaan modal. Pada metode ini, seorang pemilik memiliki hak untuk mengambil suatu tindakan terbaik dari berbagai alternatif peluang investasi berlangsung di masa mendatang. Seperti metode yang lainnya, metode *real options* pun memiliki kelebihan serta kekurangan. Kelebihan dari metode ini adalah :

1. Analisis *real options* memperlakukan sebuah peluang investasi sebagai sebuah pilihan. Seorang manajer memiliki kebebasan untuk merevisi, mengadaptasi atau merubah keputusan dalam penganggaran modal.
2. Memiliki kemampuan untuk memperhitungkan ketidakpastian variabel pembentuk NPV.

Sementara kekurangan dari metode ini adalah:

1. Tidak cocok digunakan untuk menganalisis proyek yang mempunyai nilai ketidakpastian rendah
2. Tidak tepat digunakan untuk menganalisis proyek dengan periode proyek singkat
3. Kurang tepat digunakan untuk menganalisis kelayakan investasi proyek bersubsidi pemerintah dimana variabel-variabel pembentuk nilai NPV relatif tidak terpengaruh oleh kondisi makro ekonomi

2.1.7. Metode Menghitung Biaya Modal

Biaya modal adalah semua biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka mendapatkan sumber dana yang digunakan untuk investasi perusahaan (Sutrisno, 2011; 150). Dalam manajemen keuangan, konsep dari biaya modal cukup penting karena seringkali digunakan oleh perusahaan untuk menghitung nilai perusahaan dan menentukan apakah aktivitas perusahaan layak untuk dijalankan. Kegiatan investasi termasuk salah satu aktivitas perusahaan yang perlu dilakukan penghitungan biaya modal agar nantinya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan sesuai dengan estimasi. Dalam penelitiannya, Nurullah dan Kengatharan (2015; 69) menyebutkan metode-metode yang digunakan untuk menghitung biaya modal, yaitu Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang/WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), Biaya Utang/CD (*Cost of Debt*), AHR (*Average Historical Return of stock*), dan EGR (*Expected Growth Rate*). Adapun metode lain untuk menghitung biaya modal yaitu Biaya Modal Saham

Istimewa (*Cost of Preferred Stock*) dan Biaya Modal Saham Biasa (*Cost of Common Stock*) (Mulyadi, 2001; 330-332).

Biaya modal rata-rata tertimbang atau WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) adalah biaya modal suatu perusahaan yang terdiri dari saham, penggunaan hutang dan laba ditahan. Perusahaan dapat menggunakan metode ini untuk melihat apakah proyek investasi yang tersedia layak untuk dilakukan. Langkah-langkah yang harus dilakukan untuk menghitung WACC adalah:

- a. Mengidentifikasi sumber-sumber dana
- b. Menghitung biaya modal individual
- c. Menghitung proporsi dari masing-masing sumber dana
- d. Menghitung rata-rata tertimbang dengan menggunakan proporsi dana sebagai pembobot.

Pada metode untuk mengukur biaya modal, CAPM dipengaruhi oleh 3 faktor, yaitu: (1) tingkat bunga bebas risiko, (2) risiko sistematis, dan (3) premium risiko pasar yang ditunjukkan oleh selisih antara return pasar dengan return saham. Menurut CAPM, tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko ditambah premi risiko.

Cost of debt atau yang sering disebut dengan biaya hutang adalah tingkat suku pengembalian yang harus dilunasi oleh perusahaan terhadap hutang-hutangnya. Biaya hutang dihitung berdasarkan tingkat suku bunga yang harus dibayar. Perusahaan akan menghitung biaya hutang sebelum dan sesudah pajak. Namun, biasanya biaya hutang dihitung sesudah pajak karena pembayaran bunga akan mengurangi pembayaran pajak.

Selanjutnya adalah *cost of preferred stock* yaitu biaya riil yang harus dibayar apabila perusahaan menggunakan dana dengan menjual saham preferen. Biaya modal saham preferen diperhitungkan sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor pemegang saham. Saham preferen sendiri memiliki sifat campuran antara hutang dan saham. Hutang karena saham preferen mengandung kewajiban untuk membayar dividen secara periodik. Saham karena saham preferen menunjukkan kepemilikan terhadap perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut. Metode ini hanya bisa digunakan jika perusahaan tersebut sudah *go public*.

Metode untuk mengukur biaya modal yang terakhir adalah *cost of common stock* atau biaya modal saham biasa. Pengertian dari metode ini yaitu tingkat pendapatan minimum yang harus diperoleh perusahaan atas investasi yang dibelanjai dengan saham biasa. Sama seperti *cost of preferred stock*, *cost of common stock* juga hanya dapat dilakukan apabila perusahaan tersebut sudah *go public*.

2.2. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

Judul	Peneliti	Responden	Metode	Alat	Hasil
<i>Capital Budgeting Practices of Listed Indonesian Companies</i>	Leon, F.M., Isa, M. dan Kester, G.W. (2008)	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama periode September 2000 hingga Januari 2001. Responden : Presiden Keuangan, Wakil Presiden Keuangan atau Pengawas Keuangan	Kuesioner	Statistik deskriptif dan analisis chi-square.	Dalam melakukan praktik <i>capital budgeting</i> , metode yang paling sering digunakan adalah metode <i>Payback Period</i> . Metode yang paling banyak digunakan untuk menilai risiko investasi yaitu analisis skenario dan sensitivitas. Latar belakang dari kepala keuangan dan periode terdaftar di BEJ mempengaruhi pemilihan metode dalam <i>capital budgeting</i> .
<i>Capital Budgeting Practices in The Jordanian Industrial Corporations</i>	Khamees, B.M., Al-Fayoumi, N. dan Al-Thuneibat, A.A. (2010)	Populasi : 197 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Amman, Yordania. Sampel : 81 perusahaan yang berada di sektor perindustrian dan terdaftar di Bursa Efek Amman, Yordania Responden : CFO / Kepala Kantor Keuangan	Kuesioner dan wawancara	Statistik deskriptif	Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam praktik <i>capital budgeting</i> , metode yang paling sering digunakan yaitu metode <i>Profitability Index</i> . Analisis risiko total merupakan teknik yang paling digunakan untuk menganalisis risiko investasi

<p><i>Capital Budgeting Practices: Evidence from Sri Lanka</i></p>	<p>Nurullah, M. dan Kengarharan, L. (2015)</p>	<p>Populasi : 44 perusahaan manufaktur dan perdagangan yang terdaftar di Bursa Efek Kolombo, Sri Lanka. Sampel : 40 perusahaan manufaktur dan perdagangan yang terdaftar di Bursa Efek Kolombo, Sri Lanka. Responden : CFO / Direktur Keuangan</p>	<p>Kuesioner</p>	<p>Statistik deskriptif dan analisis chi-square</p>	<p>Hasil penelitian mengungkapkan bahwa metode <i>Net Present Value</i> (NPV) merupakan metode yang paling banyak digunakan oleh perusahaan manufaktur di Sri Lanka sebagai metode dalam praktik <i>capital budgeting</i>. Sementara, analisis sensitivitas merupakan metode yang paling dominan digunakan untuk menilai risiko investasi. Biaya modal lebih banyak dihitung dengan menggunakan metode WACC.</p>
<p><i>Capital Budgeting Decision-Making Practices: Evidence from Pakistan</i></p>	<p>Mubashar, A. dan Tariq, Y.B. (2019)</p>	<p>Sampel : 200 perusahaan non-finansial (dalam hal kapitalisasi pasar) yang terdaftar di Bursa Efek Pakistan. Responden : CFO / direktur keuangan</p>	<p>Kuesioner online</p>	<p>Statistik inferensial dan uji Mann-Whitney U</p>	<p>Penelitian ini menunjukkan bahwa <i>Net Present Value</i> merupakan metode yang paling sering digunakan dalam praktik <i>capital budgeting</i>. Untuk penilaian risiko investasi, metode analisis sensitivitas dan analisis skenario merupakan pendekatan yang paling dominan. Metode WACC digunakan paling banyak untuk menghitung biaya modal.</p>