

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Investasi

2.1.1 Pengertian Investasi

Menurut Jogiyanto (2003), investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu. Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang (Halim, 2005). Umumnya, investasi dibedakan menjadi dua, yaitu :

1. Investasi pada asset-aset finansial (*financial assets*), dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, surat berharga pasar uang, dan lainnya. Investasi dapat juga dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi, dan lain-lain.
2. Investasi pada asset-aset riil (*real assets*), yang berbentuk pembelian asset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan, dan lainnya.

Saham merupakan suatu bentuk investasi yang menunjukkan tanda kepemilikan suatu perusahaan dan kemudian investor akan memperoleh *return* dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. Investor dalam pengertian ini adalah masyarakat yang membeli saham untuk memiliki

perusahaan dengan harapan mendapatkan dividen maupun *capital gain*. *Capital gain* adalah keuntungan yang didapat para investor dari selisih harga beli dan harga jual saham (harga jual > harga beli), sedangkan dividen adalah *return* yang diperoleh dari pembagian keuntungan perusahaan.

Untuk melakukan investasi di pasar modal diperlukan pengetahuan yang cukup, pengalaman, serta naluri bisnis untuk menganalisis efek-efek mana yang akan dibeli, mana yang akan dijual, dan mana yang tetap dimiliki. Sebagai investor harus rasional dalam menghadapi pasar jual beli saham. Selain itu, investor harus mempunyai ketajaman perkiraan masa depan perusahaan yang sahamnya akan dibeli atau dijual.

Bagi investor yang tidak mempunyai keterampilan untuk melakukan hal di atas, mereka dapat menghubungi pedagang efek (*dealer*), perantara pedagang efek (*broker*) atau perusahaan efek (*securities company*) untuk meminta nasihat/pendapat atau mempercayakan mereka untuk melakukan investasi pada reksa dana.

2.1.2. Proses Investasi

Proses investasi menunjukkan bagaimana seharusnya seorang investor membuat keputusan investasi pada efek-efek yang dapat dipasarkan dan kapan dilakukan. Untuk itu diperlukan tahapan sebagai berikut :

1. Menentukan tujuan investasi

Ada tiga hal yang perlu dipertimbangkan dalam tahap ini, yaitu : tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*), tingkat risiko (*rate of risk*), dan ketersediaan jumlah dana yang akan diinvestasikan. Apabila dana cukup tersedia, maka investor menginginkan pengembalian yang maksimal dengan risiko tertentu. Umumnya hubungan antara risiko (*risk*) dan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*) bersifat linier, artinya semakin tinggi tingkat risiko, maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang diharapkan.

2. Melakukan analisis

Dalam tahap ini investor melakukan analisis terhadap suatu efek atau sekelompok efek. Salah satu tujuan penilaian ini adalah untuk mengidentifikasi efek yang salah harga (*mispriced*), apakah harganya terlalu tinggi atau terlalu rendah. Ada dua pendekatan yang dapat digunakan, yaitu pendekatan fundamental dan pendekatan teknikal. Pendekatan fundamental didasarkan pada informasi-informasi yang diterbitkan oleh emiten maupun oleh administrator bursa efek. Sedangkan pendekatan teknikal didasarkan pada data (perubahan) harga saham di masa lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga saham di masa mendatang.

3. Membentuk portofolio

Dalam tahap ini dilakukan identifikasi terhadap efek-efek mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan diinvestasikan pada masing-masing efek tersebut. Efek yang dipilih adalah efek-efek yang mempunyai koefisien korelasi negatif (mempunyai hubungan berlawanan) karena dapat menurunkan risiko.

4. Mengevaluasi kinerja portofolio

Dalam tahap ini dilakukan evaluasi atas kinerja portofolio yang telah dibentuk, baik terhadap tingkat pengembalian yang diharapkan maupun terhadap tingkat risiko yang ditanggung.

5. Merevisi kinerja portofolio

Tahap ini merupakan tindak lanjut dari tahap evaluasi kinerja portofolio. Dari hasil evaluasi inilah selanjutnya dilakukan revisi (perubahan) terhadap efek-efek yang membentuk portofolio tersebut jika dirasa bahwa komposisi portofolio yang sudah dibentuk tidak sesuai dengan tujuan investasi.

2.2. Pasar Modal

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif, ataupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah) dan sarana bagi kegiatan berinvestasi.

Pasar modal memiliki peran besar dalam perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan, yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (emiten). Dengan adanya pasar modal, maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbal hasil, sedangkan pihak emiten dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Dalam proses ini, diharapkan akan terjadi peningkatan produksi, sehingga akhirnya secara keseluruhan akan terjadi peningkatan kemakmuran. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan karena memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbal hasil bagi pemilik dana sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

Menurut Hartono (2000), dalam pasar modal ada beberapa nilai yang berhubungan dengan saham, yaitu :

1. Nilai buku (*book value*)

Nilai buku saham adalah nilai menurut pembukuan perusahaan emiten serta menunjukkan aktiva bersih yang dimiliki oleh pemegang saham.

2. Nilai pasar (*market value*)

Nilai pasar adalah nilai yang berlaku di pasar saham pada saat tertentu dan nilai ini ditentukan oleh para pelaku pasar.

3. Nilai intrinsik (*intrinsic value*)

Nilai intrinsik menunjukkan nilai sebenarnya dari saham tersebut. Dengan membandingkan nilai intrinsic dan nilai pasar maka akan diketahui saham mana yang *overvalued* atau *undervalued*.

2.3. *Investment Opportunity Set (IOS)*

IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, di mana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. IOS berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. Beberapa tahun terakhir, penelitian tentang IOS terus berkembang. Smith dan Watts (1992) dalam Subekti (2001) mengawali topik tersebut dengan meneliti asosiasi set peluang investasi perusahaan dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi. Tahun 1993, Gaver dan Gaver memperluas penelitian tersebut dengan mengarahkan analisis pada level perusahaan yang menggunakan gabungan ukuran IOS. Hasilnya mengindikasikan bahwa perusahaan tumbuh memiliki *debt to equity ratio* yang lebih rendah, *dividend yields* yang lebih rendah, membayar kompensasi eksekutif lebih tinggi, dan *insiden stock plans* yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Hasil pada level perusahaan tersebut, konsisten dengan hasil pada level industri oleh Smith dan Watts (1992).

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Subekti (2001), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya bergantung pada pengeluaran

yang ditetapkan manajemen di masa depan. Saat ini IOS merupakan pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar. Gaver dan Gaver (1993) dalam Lusiana (2007) menyatakan bahwa peluang pertumbuhan bukan hanya diwujudkan dalam proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga mempunyai pilihan lebih untuk melaksanakan proyek baru. Kemampuan yang lebih ini bersifat tidak dapat diamati (*unobservable*) sehingga diperlukan proksi.

Proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Menurut Kallapur dan Trombley (2001) dalam Pagalung (2003) proksi ini dapat diklasifikasikan menjadi empat tipe, yaitu :

1. Proksi berdasarkan harga

Proksi ini mendasarkan pada perbedaan antara asset dan nilai perusahaan, oleh karena itu proksi ini sangat tergantung pada harga saham (Hartono, 1999). IOS berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi berdasarkan harga adalah sebagai berikut :

- *Market to book value equity*
- *Book to market value of assets*
- *Tobin's Q*
- *Earnings to price ratios*
- *Ratio of property, plant, and equipment to firm value*
- *Ratio of depreciation to firm value*
- *Market value of equity plus book value of debt*
- *Dividen yields*
- *Return on equity*
- *Non-interest Revenue to total revenue*

2. Proksi berdasarkan investasi

Proksi IOS berdasarkan investasi menyatakan bahwa suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki suatu IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang diinvestasikan dalam waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Proksi berbasis investasi ini dibentuk dengan menggunakan rasio yang membandingkan ukuran investasi pada ukuran asset yang telah dimiliki atau dengan hasil operasi yang dihasilkan dengan asset yang dimiliki. Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi berdasarkan investasi adalah sebagai berikut :

- *The ratio of R&D to assets*
- *The ratio of R&D to sales*

- *Ratio of capital expenditure to firm value*
- *Investment intensity*
- *Ratio of capital expenditure to book value of assets*
- *Investment to sales ratio*
- *Ratio capital addition to assets book value*
- *Investment to earnings ratio*
- *Log of firm value*

3. Proksi berdasarkan varian

Proksi pengukuran varian mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva yang dihitung dengan varian *return* dan beta asset. Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi berdasarkan varian adalah sebagai berikut :

- *Variance of total returns*
- *Market model beta*
- *Asset betas*
- *The variance of asset deflated sales*

4. Proksi gabungan dari proksi individual

Penggabungan dari beberapa proksi individual ini dilaksanakan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual. Harapannya agar menghasilkan pengukuran yang baik untuk IOS (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993) dalam Lusiana (2007).

Smith dan Watts (1992) dalam Lusiana (2007) mengukur IOS dengan *book to market value asset*, *depreciation on firm value*, *research and development to firm value*, *variance of rate of return*, dan *earning to price*. Walaupun setiap ukuran memiliki level signifikansi yang berbeda, secara umum seluruh rasio dalam model pengujian hubungan level IOS dengan kebijakan pendanaan dan dividen memiliki koefisien yang signifikan.

Hartono (1999) menyatakan bahwa proksi IOS yang signifikan dalam model pengujian penjelasan biaya agensi terhadap kebijakan dividen adalah *market to book value asset*, *market to book value equity*, dan *earnings per share to price*, sedangkan *research and development to asset*, *investment to net sales* dan *investment to net income* tidak signifikan.

Kallapur dan Trombley (1999) dalam Lusiana (2007) melakukan evaluasi berbagai proksi untuk IOS berdasarkan hubungan dengan pertumbuhan sesungguhnya (*realized growth*). Hasilnya mereka menemukan bahwa peluang investasi rata-rata mengarah ke investasi akrual. Pertumbuhan di masa mendatang merupakan implikasi dari IOS saat ini. Karena itu, IOS mempunyai korelasi dengan realisasi pertumbuhan perusahaan pada periode berikutnya. Mereka menemukan bahwa rasio *market to book market* merupakan proksi yang valid mengenai pertumbuhan.

2.4 Teori *Contracting* dalam Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen

Teori *contracting* secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Argumentasi ini mulai populer setelah adanya perdebatan tentang adanya banyak perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi di antara perusahaan berkaitan dengan perilaku manajemen perusahaan (Watts dan Zimmerman, 1990 dalam Subekti, 2001). Perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi berkaitan dengan perspektif *efficiency contracting* dan pandangan manajemen yang *opportunism*. Dalam perspektif *efficiency contracting*, secara khusus manajer akan mencari satu solusi *contracting* yang baik dalam implementasi set kebijakan pendanaan dan prosedur akuntansi yang dapat diterima oleh manajer dan pemegang saham dan yang akan meminimalkan kos agensi (*agency cost*). Dengan demikian, manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Sesuai dengan karakteristik organisasional dan konsekuensi kos agensi, maka perbedaan di antara perusahaan yang mengarah pada perspektif *efficiency contracting* akan mencari satu solusi *contracting* yang baik dalam implementasi set kebijakan pendanaan dan prosedur akuntansi yang dapat diterima oleh manajemen maupun pemegang saham (Skinner, 1993) dalam Subekti (2001). Sebaliknya, pandangan manajemen yang *opportunism* akan mengasumsikan bahwa perbedaan dalam pilihan kebijakan akuntansi dan pendanaan muncul sebagai akibat dari manajemen

dalam merespon kontrak (seperti perjanjian kredit, *bonus plans*) yang dapat mengoptimalkan kepentingannya.

Peneliti yang sudah menguji perspektif *efficiency contracting* adalah Smith dan Watts (1992) dalam Subekti dan Kusuma (2001). Penelitian ini menginvestigasi asosiasi antara karakteristik perusahaan dengan IOS yang secara konseptual menyatakan bahwa pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh perusahaan (seperti kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi). Smith dan Watts (1992) dalam Subekti dan Kusuma (2001) menemukan adanya bukti bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah 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 serta masalah *underinvestment*. Smith dan Watts dalam Subekti dan Kusuma (2001) juga menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah untuk menurunkan masalah-masalah agensi yang berasosiasi dengan kebebasan aliran kas perusahaan.

2.5. Kebijakan Pendanaan

Kebijakan pendanaan tidak lepas dari usaha manajemen untuk menemukan struktur modal yang optimal bagi perusahaan. Struktur modal yang baik adalah proporsional antara sumber dana internal dan eksternal sehingga segala kewajiban dapat terlunasi. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham (Brigham, 1990). Kim (1982) dalam Subekti dan Kusuma (2001) menyatakan bahwa salah satu tolok ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan leverage keuangan yang kecil, dengan leverage yang kecil perusahaan cenderung mengurangi risiko usahanya (risiko tidak sistematis).

Kebijakan pendanaan dapat digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan. Nilai perusahaan akan berubah karena penggantian modal sendiri dengan hutang atau sebaliknya dan akan muncul struktur modal yang dianggap paling baik (struktur modal yang optimal). Ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan sehubungan dengan struktur modal (Atmaja, 2001), yaitu :

1. Risiko Bisnis

Risiko bisnis adalah ketidakpastian atas perkiraan pendapatan operasi perusahaan di masa mendatang dengan mengasumsikan perusahaan tersebut tidak menggunakan utang. Risiko bisnis tergantung pada :

a. Variabilitas permintaan

Semakin pasti permintaan untuk produk perusahaan, maka semakin rendah risiko bisnis.

b. Variabilitas harga

Semakin mudah harga berubah, semakin besar risiko bisnis.

c. Variabilitas biaya input

Semakin tidak menentu biaya input, semakin besar risiko bisnis.

d. Kemampuan menyesuaikan harga jika ada perubahan biaya

Semakin besar kemampuan ini, semakin kecil risiko bisnis.

e. Tingkat penggunaan biaya tetap (*operating leverage*)

Semakin tinggi *operating leverage*, semakin tinggi risiko bisnis.

2. Risiko Finansial

Risiko finansial adalah risiko tambahan pada perusahaan akibat menggunakan utang (*financial leverage*). Kebijakan pendanaan ini melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian karena penambahan utang memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut (Brigham, 1990).

2.5.1. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Hutang adalah semua kewajiban perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur. Hutang memiliki fungsi sebagai modal yang diperlukan untuk menjalankan bisnis atau operasi perusahaan. Hutang merupakan modal asing, yaitu modal yang berasal bukan dari dalam perusahaan tetapi dari pihak luar (Riyanto, 1994). Mengacu pada pernyataan tersebut bahwa hutang adalah modal asing, maka implikasinya adalah dalam memandang hutang ditinjau dari fungsinya sebagai sumber dana untuk menjalankan operasi, maka hutang dan modal memiliki fungsi yang sama hanya berbeda pada sumbernya. Dengan demikian kebijakan pendanaan dalam suatu perusahaan tidak lepas dari kebijakan menentukan hutang perusahaan.

Besarnya hutang yang dimiliki atau digunakan oleh perusahaan merupakan masalah penting yang dihadapi oleh setiap manajer keuangan. Penggunaan hutang ditinjau dari teori keuangan dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, khususnya dalam meningkatkan nilai perusahaan. Pada kondisi ada pajak, penggunaan hutang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan posisi kemakmuran pemegang saham, namun konsekuensinya akan semakin besar pula kas yang diperlukan untuk membayar bunga.

Proksi kebijakan pendanaan melalui hutang menggunakan *debt to equity ratio (DER)*, yaitu jumlah utang dibagi dengan jumlah ekuitas.

Penggunaan *Debt to Equity Ratio* (DER) untuk mewakili kebijakan pendanaan dalam penelitian ini adalah karena DER adalah rasio yang paling umum digunakan untuk menyediakan informasi keuangan perusahaan tentang kontribusi kreditur dan pemilik dalam mendanai kegiatan operasi perusahaan.

Riyanto (1998) menyebutkan bahwa *Debt to Equity Ratio* termasuk dalam rasio *leverage*, yaitu rasio-rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. *Debt to Equity Ratio* mengukur bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk keseluruhan utang. Brigham (2001) menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* merupakan pengembangan dari rumusan *Debt Ratio* yang merupakan pembagian dari total *debt* dan total asset. Rumus untuk DER adalah :

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} = \frac{\text{Hutang Lancar} + \text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset} - \text{Total Hutang}}$$

2.5.2 Kebijakan Pendanaan pada Perusahaan Bertumbuh dan Perusahaan Tidak Bertumbuh, Tinjauan Penelitian Terdahulu, dan Pengembangan Hipotesis

Kondisi pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan pendanaan yang dibuat. Struktur modal yang baik minimal adalah proporsional antara sumber dana internal dan eksternal, sehingga segala kewajiban dapat terlunasi. Kim (1982), dalam Subekti dan Kusuma (2000) menyatakan bahwa salah satu tolok ukur struktur modal yang optimal

ditunjukkan dengan *leverage* yang kecil perusahaan cenderung mengurangi resiko usahanya (resiko tidak sistematis). Sehingga secara sederhana dapat diduga perusahaan yang tumbuh mempunyai *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Pernyataan tersebut didukung oleh Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Subekti dan Kusuma (2000), Fitrijanti dan Hartono (2000) yang konsisten dengan *contracting theory* yang secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Namun, adakalanya kebijakan pendanaan justru memberikan sinyal positif seperti yang dikemukakan Iswahyuni dan Suryanto (2002) bahwa hipotesis sinyal merupakan model informasi asimetris yang memiliki implikasi terhadap pemilihan kebijakan perusahaan. Perusahaan yang mempunyai hutang relatif tinggi terhadap modal berarti menunjukkan kualitasnya yang tinggi, karena perusahaan tersebut berarti mempunyai keberanian dalam menghadapi potensi biaya kesulitan keuangan.

Dari hasil penelitian Subekti dan Kusuma (2001) serta Fitrijanti dan Hartono (2000), dalam hubungannya dengan kebijakan pendanaan telah membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh mengambil kebijakan pendanaan yang berbeda. Perusahaan bertumbuh memiliki kebijakan pendanaan eksternal / hutang yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bertumbuh. Perusahaan bertumbuh mempunyai *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak

bertumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi risiko usahanya, apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang.

Kallapur dan Trombley (1999) dalam Saputro (2005) menyatakan bahwa perusahaan dengan IOS relatif tinggi menghindari utang yang banyak mengeluarkan biaya. Pernyataan ini sesuai dengan pendapat Barclay dan Smith (1998) dalam Subekti (2000) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai opsi untuk tumbuh lebih besar akan mempunyai hutang yang lebih sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi atas masalah-masalah yang berkaitan dengan hutangnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992) dalam Subekti dan Kusuma (2001) menemukan bukti bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* (hutang) yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modalnya.

Lusiana (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki hutang relatif tinggi terhadap modal menunjukkan kualitas yang tinggi karena berarti perusahaan memiliki keberanian dalam menghadapi potensi biaya kesulitan keuangan. Perusahaan yang mempunyai level IOS tinggi memiliki hutang yang besar karena apabila perusahaan tidak berhutang

dan menyebabkan tidak dilaksanakannya kesempatan investasi yang menguntungkan, maka dapat terjadi penurunan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Rokhayati (2005) tentang hubungan *investment opportunity set* dengan realisasi pertumbuhan, dengan 23 perusahaan bertumbuh dan 13 perusahaan tidak bertumbuh sebagai sampel menemukan hasil yang bertentangan dengan penelitian sebelumnya bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang lebih besar dari perusahaan yang tidak bertumbuh. Penelitian yang dilakukan oleh Tarjo (2005) menemukan hasil bahwa perusahaan yang berpotensi tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang tidak berbeda secara signifikan dengan perusahaan yang tidak berpotensi tumbuh.

Dari beberapa pernyataan dan studi empiris terdahulu, diindikasikan bahwa perusahaan bertumbuh memiliki hutang yang lebih kecil daripada perusahaan tidak bertumbuh. Akan tetapi terdapat peneliti yang mengatakan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang lebih besar dari perusahaan yang tidak bertumbuh. Namun, dapat diketahui bahwa kebijakan pendanaan melalui hutang yang ditetapkan perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh adalah berbeda. Dengan demikian, hipotesis yang dapat diajukan adalah :

H_{a1} : Terdapat perbedaan kebijakan pendanaan melalui hutang pada perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh.

2.6. Kebijakan Dividen

Pada prinsipnya, dividen adalah keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham atau pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham secara proporsional. Dividen berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, dengan pembayaran dividen pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik.

Dividen mempunyai kandungan informasi, kenaikan, dan penurunan dividen yang akan direspon oleh pasar sehingga perusahaan akan berusaha mempertahankan tingkat dividen. Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi (mempunyai risiko yang tinggi) cenderung membayar dividen yang rendah. Hal ini untuk menghindari pemotongan dividen kalau laba perusahaan turun (Fitrijanti dan Hartono, 2002).

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk pembiayaan investasi di masa mendatang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang akan ditahan dan secara otomatis mengurangi total sumber dana intern. Sebaliknya, apabila perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin

besar. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, tetapi dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Kebijakan dividen ini dipilih setelah mempertimbangkan kepentingan pemegang saham dan kepentingan perusahaan. Kemampuan suatu perusahaan untuk membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya merupakan salah satu faktor yang cukup menentukan nilai perusahaan tersebut yang nantinya akan tercermin pada harga sahamnya.

Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen.

Ketika memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, perusahaan harus mengingat bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Menurut Eugene F. Brigham (1990), rasio pembayaran yang ditargetkan (*target payout ratio*) didefinisikan sebagai persentase dari laba bersih yang harus dibayarkan sebagai dividen tunai, sebagian besar harus didasarkan pada preferensi investor atas dividen lawan keuntungan modal; apakah investor lebih suka (1) perusahaan membagikan laba sebagai dividen tunai, atau (2) perusahaan membeli kembali saham atau menggunakan kembali laba itu dalam operasi perusahaan, yang keduanya akan menghasilkan keuntungan

modal. Dengan demikian, kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Menurut Brigham (1990), ada tiga teori preferensi investor, yaitu:

1. *Dividend Irrelevance Theory*

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya.

2. *Bird In The Hand Theory*

Teori ini berpendapat bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *Dividend Payout Ratio* (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*. Dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan.

3. *Tax Preference Theory*

Teori ini menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Pajak atas dividen dikenakan saat menerima dividen sedangkan pajak atas *capital gains* ditunda saat saham terjual.

2.6.1 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Riyanto (1998), faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan antara lain sebagai berikut :

1. Posisi likuiditas perusahaan

Dividen merupakan *cash flow*, semakin tinggi posisi likuiditas perusahaan berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

2. Kebutuhan dana untuk membayar utang

Apabila perusahaan menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut dan berarti hanya sebagian kecil dari pendapatan atau *earning* yang dibayarkan sebagai dividen.

3. Tingkat pertumbuhan perusahaan

Makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, makin besar bagian dari pendapatan yang ditahan dalam perusahaan, ini berarti makin rendah *dividend payout ratio*.

4. Pengawasan terhadap perusahaan

Pembelanjaan intern dalam rangka usaha untuk mempertahankan pengawasan terhadap perusahaan berarti mengurangi *dividend payout ratio*.

2.6.2 *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Dividen Payout Ratio (DPR) merupakan perbandingan antara besarnya dividen yang dibagi untuk setiap lembar saham dengan laba per lembar saham. *Dividen Payout Ratio (DPR)* yaitu tingkat keuntungan yang akan diterima investor atas penanaman modalnya pada perusahaan dalam bentuk dividen kas sehingga dengan dividen tinggi merupakan faktor yang dapat mempengaruhi keputusan investor untuk dapat menanamkan modalnya pada saham tersebut, sehingga dapat menaikkan harga saham. Dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh laba. Laba yang layak dibagikan kepada para pemegang saham adalah laba setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban membayar bunga dan pajak. Laba yang diperoleh akan mempengaruhi DPR. Semakin besar laba yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Semakin tinggi DPR diharapkan semakin tinggi pula *return* sahamnya. Rumus untuk *Dividen Payout Ratio (DPR)* adalah :

$$DPR = \frac{\text{DividenPerLembarSaham}}{\text{LabaPerLembarSaham}}$$

2.6.3 **Kebijakan Dividen pada Perusahaan Bertumbuh dan Perusahaan Tidak Bertumbuh, Tinjauan Penelitian Terdahulu, dan Pengembangan Hipotesis**

Kesempatan investasi dan pertumbuhan yang dihadapi oleh perusahaan berhubungan juga dengan kebijakan dividen. 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 di masa yang akan datang. Faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu kesempatan investasi yang tersedia dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau masa yang akan datang.

Dividen masih merupakan hal yang membingungkan. Hipotesis sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi (Miller & Rock (1985) dalam Hartono, 2002). Adanya disparitas informasi menyebabkan perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan kecil akan membayar dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan dalam keadaan baik.

Penelitian Smith dan Watts (1992) dalam Subekti dan Kusuma (2001) menguji perspektif *efficiency contracting* yang menginvestigasi asosiasi antara karakteristik perusahaan dengan IOS yang secara konseptual menyatakan bahwa pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh perusahaan (seperti kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi). Penelitian tersebut menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah untuk menurunkan masalah-masalah agensi yang berasosiasi dengan kebebasan aliran kas perusahaan.

Dalam penelitian Subekti dan Kusuma (2001), Fitrijanti dan Hartono (2002), Prasetyo (2000) mengenai perbedaan kebijakan dividen

antara perusahaan yang memiliki level IOS tinggi dengan perusahaan yang memiliki level IOS rendah menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan yang memiliki level IOS rendah. Hal tersebut karena laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi.

Menurut Barclay dkk (1998) dalam Subekti dan Kusuma (2001), perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan mempunyai kesempatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk membayar bagian yang lebih besar labanya kepada pihak luar. Selain itu, perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen maupun bunga.

Myers dan Majluf (1984) dalam Lusiana (2007) berargumentasi bahwa perusahaan yang *profitable* dengan kesempatan investasi yang bagus menjadi kekuatan untuk memilih antara pembayaran dividen dan pengeluaran modal ketika friksi pasar modal penting. Friksi dalam pasar modal tersebut mengarah pada berbagai jenis persaingan dalam penentuan antara membayar dividen atau investasi dalam penggunaan profit. Persaingan ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan

dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi dengan kesempatan investasi yang kuat sering membayar dividen dengan tingkat rendah.

Smith dan Watts (1992) dalam Lusiana (2007) juga menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu semakin kecil dividen yang diberikan karena perusahaan bertumbuh aktif melakukan kegiatan investasi. Hal itu menunjukkan hubungan yang negatif antara pertumbuhan dan kebijakan dividen. Perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya.

Namun, ada pula penelitian yang hasilnya bertentangan dengan penelitian yang lain. Penelitian yang dilakukan oleh Rokhayati (2005) menyatakan bahwa perusahaan bertumbuh memiliki kebijakan pembayaran dividen yang lebih besar daripada perusahaan tidak bertumbuh. Peningkatan dividen ini dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam rangka mencari tambahan dana dari pasar modal.

Dari beberapa penelitian terdahulu di atas, ada yang menyatakan bahwa perusahaan bertumbuh memiliki kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil daripada perusahaan tidak bertumbuh, adapula yang menghasilkan hasil yang bertentangan. Dari hasil penelitian yang tidak konsisten, dapat diindikasikan terdapat perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan bertumbuh dan perusahaan

yang tidak bertumbuh sehingga hipotesis alternatif dirumuskan sebagai berikut:

H_{a2} : Terdapat perbedaan kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh.

