

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Investasi.

Pada hakekatnya investasi meruakan penempatan sejumlah dana pada saat ini, dengan harapan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang (Halim,2003)

Dalam dunia yang sebenarnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian. Investor tidak tau persis hasil yang akan diperoleh dari investasi yang akan dilakukannya. Dalam keadaan semacam itu dikatakan bahwa pemodal tersebut menghadapi risiko dalam investasi yang dilakukannya. Investor hanya bisa memperkirakan berapa keuntungan yang yang diharapkan dari dana yang ditanamnya, dan berapa jauh kemungkinan hasil yang sabenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Masalah yang berkaitan adalah masalah perhitungan nilai yang diharapkan dan yang kedua menyangkut pengukuran penyebaran nilai (Ariyanto, 2005)

William dkk (1995) pada umumnya investasi dapat dibedakan menjadi dua macam yaitu: investasi pada *financial asset* dan investasi pada *real asset*. Investasi pada *real asset* adalah investasi yang dilakukan dalam bentuk pembelian asset produktif, pendirian pabrik, pembukuan pertambangan, pembukuan perkebunan dan lainnya, sedangkan investasi financial atau di

financial asset melibatkan kontrak-kontrak tertulis, seperti saham biasa dan obligasi.

Saham preferen merupakan saham yang tidak mempunyai preferensi tertentu diatas saham biasa. Dalam hal pembagian deviden dan pembagian kekayaan dalam pembubaran kekayaan perusahaan. Saham preferen biasanya memberikan deviden yang tetap setiap tahunnya seperti obligasi. Umumnya saham preferen tidak mempunyai masa jatuh tempo.

Saham biasa merupakan saham yang tidak mempunyai preferensi tertentu. Pemiliknya mendapatkan deviden setiap tahunnya, namun pemilik tidak mendapatnkan pembagian kekayaan bila dibubarkan.

Saham atas nama merupakan saham yang didalamnya tertera nama pemiliknya dan tidak dapat dipindah tangankan dengan cara dijual. Bila dijual yang berhak mendaptkan deviden adalah sesuai dengan nama yang tertera didalam saham tersebut.

Saham atas tunjuk adalah saham yang didalmnya tidak tertera nama pemilik dan dapat dipindah tangankan pada orang lain dengan cara dijual. Bila dijual yang berhak mendaptkan deviden adalah mereka yang memiliki saham tersebut.

Nilai investasi selemba saham tergantung pada jumlah pendapatan dalam rupiah yang diharapkan akan diterima oleh investor kalau dia membeli saham tersebut. Nilai suatu saham ditentukan oleh besarnya deviden yang

diterima oleh investor selama dia mempertahankan saham tersebut ditambah dengan penerimaan hasil penjualan bila dia menjual saham tersebut.

Proses investasi menunjukkan bagaimana seharusnya seorang investor membuat keputusan investasi pada efek-efek yang dapat dipasarkan dan kapan dilakukan untuk itu diperlukan tahapan-tahapan investasi, William (1995) membagi tahapan-tahapan investasi sebagai berikut:

- a. Penentuan tujuan investasi, ada tiga hal yang perlu dipertimbangkan dalam tahap ini, yaitu; Tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate return*), tingkat resiko (*rate of risk*), ketersediaan jumlah dana yang akan investasikan. Umumnya hubungan antara resiko (*risk*) dan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*) bersifat linear, artinya semakin tinggi tingkat resiko, maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang diharapkan.
- b. Melakukan analisis, yaitu untuk mengidentifikasi efek yang salah harga (*mispicted*), apakah harganya terlalu tinggi atau terlalu rendah, analisis yang dapat digunakan adalah pendekatan fundamental dan teknikal. Pendekatan fundamental didasarkan pada informasi-informasi yang diterbitkan oleh emiten maupun oleh administrator bursa efek. Pendekatan teknikal didasarkan pada data perubahan harga saham dimasa lalu sebagai upaya untuk memperkirakan perubahan harga saham dimasa mendatang.

- c. Membentuk portofolio, dengan mengidentifikasi terhadap efek mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan diinvestasikan pada masing-masing efek tersebut.
- d. Mengevaluasi kinerja portofolio, dilakukan evaluasi atas kinerja portofolio yang telah dibentuk, baik terhadap tingkat pengembalian yang diharapkan maupun resiko yang ditanggung.
- e. Merevisi kinerja portofolio, tahap ini meruakan tindakan lanjut dari tahap evaluasi kinerja portofolio selanjutnya dilakukan revisi (perubahan) terhadap efek-efek yang membentuk portofolio tersebut.

Jogianto (1998), menjelaskan tipe-tipe investasi keuangan. Investasi dalam aktiva keuangan berupa investasi langsung dan investasi tidak langsung.

- a. Investasi langsung, dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara maupun dengan cara yang lain. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjualbelikan dipasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*) atau dipasar turunan (*derivative market*). Investasi langsung dapat juga dilakukan dengan membeli aktiva yang tidak diperjualbelikan. Aktiva ini biasanya diperoleh melalui bank komersal. Aktiva-aktiva ini dapat berupa tabungan di bank atau sertivikat deposito. Aktiva yang diperjualbelikan di pasar uang berupa aktiva yang mempunyai risiko gagal kecil, jatuh temponya pendek dan dengan tingkat cair yang

tinggi, Aktiva ini dapat berupa *Treasury-bill* (T-bill) dan sertifikat deposito yang dapat dinegosiasi atau dapat dijual kembali. Pasar modal mempunyai sifat investasi jangka panjang.

- b. Sebaliknya investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dan perusahaan-perusahaan lain. Investasi langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan menjual sahamnya ke publik, dan menggunakan dan yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolio.

Untuk mencapai tujuan perusahaan maka manajer harus membuat keputusan investasi yang menghasilkan *net present value* positif dari investasi yang dilakukan, sehingga dapat dikatakan bahwa untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham hanya dapat dihasilkan dengan kegiatan investasi perusahaan. Ada beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan kesempatan investasi antara lain konsep IOS (*Investment Opportunity Set*).

Myers (1977) dalam Saputro & Lela Hidayah (2007) menggambarkan perusahaan merupakan kombinasi dari *asset* yang ditempatkan (*asset in place*) dan pilihan investasi (*investment opportunity*) masa depan. Komponen dari nilai perusahaan yang menghasilkan pilihan untuk membuat investasi akan datang disebut *investment opportunity set* (IOS).

Gaver dan Gaver (1993) menjelaskan dalam Hasnawi (2005), IOS merupakan suatu nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dimana investasi-investasi yang di harapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar.

Smith dan Watts (1992) bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat invesatsi dimasa yang akan datang merupakan IOS. Suatu pendapat bahwa IOS merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai. Dilain pihak IOS didefinisikan sebagai nilai perusahaan yang nilainya diproksi melalui IOS.

Namun secara umum disimpulkan bahwa IOS merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun dimasa yang akan datang dengan nilai/*return*/prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan (Hasnawi, 2005)

Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi dimasa yang akan datang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, Tetapi kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibanding dengan perusahaan lain. Pilihan-pilihan investasi atau pertumbuhan bagi suatu perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*) karena setiap rasio individual mengandung potensi problem *measurement error* sehingga

indeks umum IOS diharapkan dapat dijadikan solusi untuk mengatasi kelemahan penggunaan rasio individual (Rahmawati, 2006),

Oleh karena sifat IOS yang secara melekat tidak dapat diobservasi (*inherently unobservable*), maka harus digunakan proksi dalam mengukur IOS perusahaan agar dapat dilihat hubungannya dengan variabel-variabel lain (seperti kebijakan deviden dan pendanaan perusahaan). Beberapa proksi dalam mengukur IOS telah digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya.

Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Tromboy (1999) menjelaskan bahwa IOS diklasifikasikan sebagai berikut:

a. Price-based proxis (proksi IOS berbasis harga),

Pendekatan ini berdasarkan pemikiran bahwa harapan pertumbuhan perusahaan dinyatakan, paling tidak, secara parsial dalam harga saham, sehingga perusahaan bertumbuh akan memiliki nilai pasar lebih tinggi relatif terhadap aset yang dimiliki (*asset in place*). Proksi berdasarkan harga ini berbentuk rasio sebagai suatu ukuran aset yang dimiliki dengan nilai pasar perusahaan. Rasio-rasio yang telah digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya, sebagai proksi berdasar harga dalam pengukuran IOS antara lain adalah: *market to book value of equity*, *market to book value of assets*, *tobin's Q*, *earnings to price ratios* dan

ratio property, plant, and equipment to firm value serta ratio of depreciation to firm value.

b. *Investment-based proxis (proksi IOS berbasis Investasi).*

Pendekatan ini berdasarkan pemikiran bahwa tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS suatu perusahaan. Perusahaan dengan IOS yang tinggi akan memiliki investasi dengan tingkat yang tinggi pula sebagai mana IOS telah dikonversikan ke dalam *asset in place* waktu demi waktu. Proksi berdasarkan investasi ini berbentuk rasio yang membandingkan ukuran investasi dengan ukuran aset yang telah dimiliki atau hasil operasi dari aset yang telah dimiliki. Rasio-rasio yang telah di gunakan dalam penelitian-penelitian msebelumnya sebelumnya sebagai proksi berdasar investasi berdasar investasi dalam pengukuran IOS antara lain adalah: *Rasio of R&D expense to assets, Ratio of R&D to sale, Ratio to expenditure to total asset, Ratio of capital additional to asset book value, Log of firm value.*

c. *Value measures (Proksi IOS berbasis varian).*

Pemukuran ini berdasar pemikiran bahwa opsi-opsi investasi menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Rasio-rasio yang telah digunakan

dalam penelitian-penelitian sebelumnya sebagai proksi berdasar varian dalam pengukuran IOS antara lain adalah: *variance of return, assets betas* dan *the variance of assets deflated sales* (Rahmawati, 2006).

2. Kebijakan pendanaan

Husnan (1994), menyatakan bahwa keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan yaitu berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan, bagaimana tipe hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan, dan kapan akan menghimpun dana dalam bentuk hutang atau modal sendiri.

Perusahaan harus tepat dalam mengambil keputusan pendanaan agar, beban perusahaan tidak terlalu berat yang berdampak pada kegagalan perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan.

Jika sumber dari dalam perusahaan tidak cukup baik untuk membiayai semua kebutuhan dana operasional perusahaan, maka keputusan pendanaan yang bersumber dari pinjaman luar perusahaan menjadi sangat dibutuhkan oleh perusahaan dengan alasan (Alwi, 1994):

- a. Kebutuhan dana tidak selalu dapat dipenuhi dari pertumbuhan *retained earning* sehingga tidak mampu membentuk cadangan yang diperlukan.
- b. Beban yang harus ditanggung dalam bentuk tingkat bunga atas pinjaman yang belum tentu menguntungkan kepentingan modal sendiri.

- c. Penjualan tidak selamanya menguntungkan ini disebabkan karena persepsi masyarakat atau investasi terhadap saham perusahaan yang kurang menarik.

Melihat hal tersebut berarti bahwa semua sumber pendanaan perusahaan dapat menguntungkan perusahaan, peran besar atas pendanaan perusahaan kurang dapat diharapkan dalam pertumbuhan perusahaan. Pinjaman yang terlalu besar akan memaksa perusahaan untuk meningkatkan risiko dengan meningkatnya beban bunga. Sedangkan penjualan saham kurang menguntungkan karena adanya image masyarakat yang kurang baik tentang investasi dengan saham, selain itu pada umumnya pihak perusahaan tidak mau menyajikan informasi yang sebenar-benarnya tentang keadaan perusahaan.

Ketika membicarakan keputusan investasi perusahaan, kesimpulan yang dapat diperoleh bahwa nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan keputusan investasi yang memberikan *net present value* (NPV) positif. Ini berarti bahwa *net present value* positif dapat dijadikan patokan untuk mengamati kebijakan pendanaan.

Perbedaan adalah jika dari kebijakan pendanaan akan lebih sulit untuk memperoleh NPV positif dibanding dalam keputusan investasi, hal ini disebabkan pada keputusan pendanaan dilakukan dalam pasar modal yang pada umumnya sangat kompetitif, informasi terbuka luas bagi semua pemodal sedang pemodal individual tidak bisa mempengaruhi harga (Ariyanto,2005)

a. Jenis Pendanaan Perusahaan

Pendanaan perusahaan menurut jenisnya dapat dibedakan menjadi dua macam (Rianto,1995):

1) Pendanaan Intern/Modal Sendiri.

Pendanaan intern atau modal sendiri merupakan modal yang berasal dari pemilik perusahaan untuk waktu yang tidak terlalu lama. Modal sendiri dalam Perusahaan Terbatas (PT), terdiri dari saham (tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu perusahaan). Adapun jenis saham meliputi saham biasa (*common stock*) dan saham preferen (*preferen stock*) (Rianto,1995).

2) Pendanaan Ekstern/Modal Asing/Utang.

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya bekerja sementara di dalam perusahaan, dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut adalah hutang yang pada saatnya harus dibayar kembali. Utang dapat di golongan menjadi tiga golongan: Utang jangka pendek (*short term debt*), yaitu utang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun, misalnya rekening koran, kredit dari penjual, kredit dari pembeli, dan kredit wesel. Utang jangka menengah (*intermediate term debt*), yaitu utang yang jangka waktunya antara satu 1 sampai 10 tahun, misalnya *leasing*. Utang jangka panjang (*long term debt*), yaitu utang yang jangka waktunya lebih dari 10 tahun, misalnya obligasi, dan peminjaman hipotek (Rianto,1995).

b. Teori Pendanaan Perusahaan

Henny Sulistianingsih (2001) dalam Tobing & Akromul Ibad (2005) ada dua kerangka teori yang mendasari pendanaan perusahaan yaitu teori statis dan *pecking order theory*.

- 1) Keputusan pendanaan dengan teori statis adalah pendanaan yang berdasarkan struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan hutang dari biaya kebangkrutan.
- 2) *Pecking order theory* merupakan teori yang menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil, yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas.

3. Dividen

Dividen adalah pembagian laba kepada pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki. Pembagian ini akan mengurangi laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan, tapi distribusi keuntungan kepada para pemilik memang adalah tujuan utama suatu bisnis (<http://id.wikipedia.org>).

Tidak semua laba dibagikan, sebagian laba akan ditanamkan kembali dalam perusahaan, laba yang ditahan ini merupakan sumber intern perusahaan. Laba yang lain akan dibagikan dalam bentuk dividen. Keputusan perusahaan membayar dividen atau tidak membayar dividen dicerminkan dalam kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan tentang laba yang

akan diperoleh perusahaan dan dibagikan kepada para pemegang saham atau laba tersebut akan ditahan yang akan digunakan untuk pembiayaan investasi kepada perusahaan dimasa yang akan datang (Sartono, 1994).

Ketika manajer memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, manajer keuangan harus mengingat bahwa tujuan perusahaan adalah memakmurkan pemegang saham. Sehingga rasio pembayaran yang ditargetkan (*target pay out*), sebagai prosentase dari laba bersih yang harus dibayarkan sebagai deviden. Jika deviden tunai meningkat, dan tingkat pertumbuhan rendah untuk tahun mendatang karena dan yang digunakan untuk investasi sedikit. Kemakmuran pemegang saham meningkat dengan dibaginya kas deviden. Apabila laba perusahaan digunakan untuk reinvestasi maka akan menghadapi risiko. Hanafi (2004), resiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang dicapai secara nyata.

Beberapa teori telah dikembangkan mengenai pertanyaan yang sangat mendasar yakni apa yang mempengaruhi besarnya deviden. Brigham, et al (1999) menyatakan ada tiga teori dari preverensi investor, yaitu:

- 1) *Dividen irrelevance theory*, adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miler (MM) yang mengatakan bahwa nilai suatu

perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis dengan demikian sebenarnya kebijakan deviden tidak relevan untuk dipersoalkan.

- 2) *Bird in the hand theory*, menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *dividen payout ratio* (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima deviden daripada *capital gains*.
- 3) *Tax preference theory*, adalah suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan deviden dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak.

a. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Manajemen Melakukan Kebijakan Deviden

Atmajaya (1999), mengatakan bahwa didalam prakteknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan deviden, antara lain:

- 1) Perjanjian hutang, pada umumnya perjanjian hutang antara perusahaan dengan para kreditor membatasi pembayaran deviden. Misalnya, deviden hanya bisa diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio-rasio keuangan menunjukkan Bank dalam kondisi sehat.

- 2) Pembatasan dari saham preferen, maksudnya tidak ada pembayaran deviden untuk saham biasa jika deviden untuk saham preferen belum dibayar.
- 3) Tersedianya kas, deviden berupa uang tunai (*cash dividend*) hanya dapat dibayar jika tersedia uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayarkan deviden.
- 4) Pengendalian, jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, maka manajemen akan cenderung untuk segan menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana. Akibatnya deviden yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting pada perusahaan yang relative kecil.
- 5) Kebutuhan dan untuk investasi, perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang lebih menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*floatation cash*). Oleh karena itu, semakin besar kebutuhan dana investasi maka semakin kecil DPR nya.
- 6) Fluktuasi laba, jika laba perusahaan cenderung stabil, perusahaan dapat membagikan deviden yang relatif besar tanpa khawatir harus menurunkan deviden jika laba tiba-tiba merosot. Sebaliknya jika laba tiba-tiba berfluktuasi, deviden sebaiknya kecil agar kestabilannya terjaga. Selain

itu, perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan hutang guna mengurangi risiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan deviden mengecil.

b. Macam-macam kebijakan deviden yang dilakukan perusahaan

Rianto (1995) menyatakan ada berbagai macam kebijakan deviden yang dilakukan oleh perusahaan, diantaranya:

- 1) Kebijakan deviden yang stabil, artinya jumlah deviden perlembar saham diabayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan perlembar saham pertahunnya berfluktuasi.
- 2) Kebijakan deviden dengan penetapan jumlah deviden minimal plus jumlah ekstra tertentu. Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal deviden perlembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan deviden extra diatas jumlah minimal tersebut.
- 3) Kebijakan deviden dengan penetapan DPR yang konstan. Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan DPR yang konstan, misalnya 50%. Hal ini berarti bahwa jumlah deviden perlembar saham setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan netto yang diperoleh setiap tahunnya.
- 4) Kebijakan deviden yang fleksibel, berarti besarnya deviden yang diberikan disesuaikan dengan posisi financial dari perusahaan yang bersangkutan.

Brigham dan Joel F. Houston (1999) selain deviden dibayarkan secara tunai (*cash dividend*) deviden juga diyarkan *non cash* dengan cara deviden saham (*stock dividends*), Pemecahan saham (*stock split*), Pembelian kembali saham (*stock repurchase*).

- 1) *Stock dividend*, yaitu deviden yang dibayarkan dalam bentuk tambahan saham, bukan dalam bentuk uang tunai. Oleh sebab itu saham yang di pegang oleh investor akan bertambah banyak. *Stock dividend* dilakukan pada saat perusahaan kesulitan keuangan dengan tujuan penghematan.
- 2) *Stock split* tindakan suatu perusahaan untuk menambah jumlah saham yang beredar, seperti menggandakan jumlah saham yang beredar dengan memberikan kepada setiap pemegang saham dua lembar saham baru untuk satu saham yang sebelumnya dipegang. *Stock split* bertujuan untuk menjaga harga saham agar tetap pada harga pasar optimal "*optimal price range*" sehingga masih diperjualbelikan banyak orang. Harga saham yang terlalu tinggi akan menyulitkan investor kecil untuk membeli saham tersebut sehingga menurunkan *demand* (permintaan) pasar sekunder.
- 3) *Stock repurchases* suatu transaksi dimana suatu perusahaan membeli kembali sebagian dari sahamnya sendiri, sehingga mengurangi jumlah saham yang beredar, menaikkan laba per saham (EPS), dan seringkali menaikkan harga saham tersebut. *Stock Repurchase* dilakukan bila perusahaan mempunyai kelebihan kas dan tidak ada kesempatan investasi yang menguntungkan. Itu

berarti jumlah lembar saham akan berkurang dan EPS menjadi tinggi, sehingga akan meningkatkan harga saham.

- 4) Kebijakan mana yang akan dilakukan perusahaan tidak begitu dipermasalahkan asalkan untuk mengoptimalkan *value of firm* (nilai perusahaan) bisa dicapai.

4. Nilai Perusahaan

Barclay dkk (1998) dalam Subekti & Indra Wijaya (2001) kebijakan pendanaan dan deviden berkaitan dengan *Free Cash Flow*. Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan. Karena nilai perusahaan yang dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga perusahaan meningkat dan perusahaan memiliki dana yang dibagikan kepada pemilik saham.

Semakin tinggi harga saham semakin tinggi kemakmuran pemegang saham. Demikian juga semakin besar *free cash flow* perusahaan, semakin besar juga dana yang akan diterima oleh pemilik saham (Murtini,2008).

Jensen (1986) dalam Hanafi (2004) mendefinisikan aliran kas bebas (*free cash flow*) sebagai aliran kas yang tersedia setelah setelah semua proyek dengan NPV positif didanai. Apabila manajer perusahaan menangkap investasi yang menguntungkan maka manajer dapat menggunakan *free cash flow* untuk mendanai investasi dan tidak membagi deviden. Manajer perusahaan juga dapat menggunakan *free cash flow* untuk membayar *cash dividend*, membagikan *cash deviden* merupakan tindakan yang dapat memakmuran pemegang saham.

Whiete et al (2003) dalam Rosdini, mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktifitas operasi dikurangi *capital expenditure* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk deviden. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan deviden.

Kallapur dan Trombley (2001) dalam Rahmawati (2006) berpendapat manajer dapat mengurangi biaya agensi dari *free cash flow* dengan membuat kontrak atau komitmen lain yang membutuhkan pembayaran kas periodik, salah satu jenis kontrak yang membutuhkan pembayaran kas periodik adalah hutang. Jensen dalam Rahmawati (2006) juga memperkirakan bahwa perusahaan yang mempunyai *free cash flow* tinggi akan lebih memperbesar hutang dari pada ekuitas dengan struktur modalnya, dengan tujuan untuk mengurangi biaya agensi dari *free cash flow*. Hal ini menghasilkan hubungan positif antara *free cash flow* dengan *leverage*. Sejalan dengan hal tersebut perusahaan melakukan pembayaran deviden, sehingga menghasilkan hubungan positif antara *free cash flow* dengan pembayaran deviden. *Free cash flow* berasosiasi negatif dengan IOS: semakin

tinggi IOS berarti perusahaan memiliki banyak proyek bernilai *net present value positif*.

B. Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesa

Terdapat tiga fungsi utama keuangan yang dijalankan oleh perusahaan yaitu *investing*, *Financing* dan *dividend*. Struktur modal yang merupakan aktivitas *financing* adalah salah satu keputusan keuangan yang kompleks karena berhubungan dengan variabel keputusan keuangan lainnya.

Penilaian suatu perusahaan dalam bidang keuangan saat ini masih beragam. Disatu pihak, nilai suatu perusahaan ditunjukkan dalam laporan keuangan perusahaan, khususnya neraca perusahaan yang berisi informasi keuangan masa lalu, sementara di lain pihak beranggapan bahwa nilai perusahaan adalah nilai sekarang dari aktiva yang dimiliki perusahaan, bahkan ada yang beranggapan bahwa nilai suatu perusahaan tercermin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan dimasa yang akan datang. Konsep perusahaan sebagai suatu kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi (*investment opportunity*) di masa yang datang (Gaver and Gaver, 1993 dalam Nirmla, 2009), Nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi (Fama,1978). Hal ini berarti bahwa keputusan investasi penting, karena untuk mancapai tujuan perusahaan hanya akan dilakukan oleh kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller, 1957 dalam Hasnawi, 2008).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sri Hasnawi (2005) menggunakan satu variabel dependen yaitu nilai perusahaan dan menggunakan lima proksi IOS sebagai variabel independen, yaitu *total asset growth*, *market to book asset ratio*, *earning to price ratio*, *ratio capital expenditure to BVA* dan *Curren assets to total asset*. menemukan bahwa set kesempatan investasi (IOS) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, berarti bahwa meningkatnya set kesempatan investasi (IOS) akan meningkatkan nilai perusahaan. Kesimpulan tersebut didasarkan pada asumsi maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui investasi yang memberi *net present value* positif, penelitian Hasnawi (2005) konsisten dengan penelitian Umi Murtini (2008) yang memberi hasil bahwa *Market to book asset ratio* (MBAR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka disusun Hipotesis;

H₁ : *Investment opportunnity set* dengan *total asset growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di perusahaan manufaktur.

H₂ : *Investment opportunnity set* dengan *market to book assets ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di perusahaan manufaktur.

Packing order theory menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata menggunakan utang yang lebih rendah karena semakin tinggi hutang akan meningkatkan risiko perusahaan. Teori Ini konsisten

dengan penelitian Umi Murtini (2008) memberikan hasil bahwa *market to debt equity ratio* (MDER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka disusun Hipotesis;

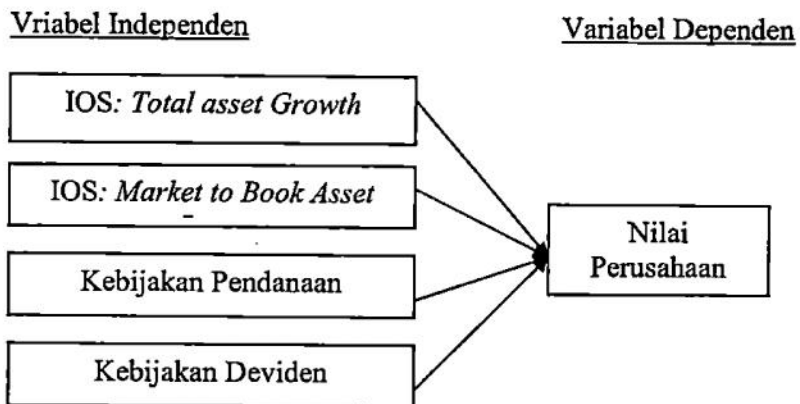
H₃ :Kebijakan pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di perusahaan manufaktur.

Signaling Theori menyatakan bahwa deviden memiliki informasi (*information content of deviden*) atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran deviden. Bisa diartikan oleh investor sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan dimasa yang akan datang. Dengan demikian manajemen enggan mengurangi deviden, apabila dianggap sebagai memburuknya kinerja perusahaan dimasa yang akan datang (Murtini, 2008). Teori ini konsisten dengan penelitian Yetti Iswahyuni dan L. Suryono (2002) menemukan bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini berarti peningkatan deviden akan meningkatkan nilai perusahaan karena laba yang ditahan yang digunakan oleh perusahaan digunakan untuk ekspansi, maka disusun hipotesis:

H₄ :Kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di perusahaan manufaktur.

C. Desain Penelitian

Desain penelitian pengaruh kebijakan manajemen keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI dapat dilihat pada gambar 2.1 dibawah ini.



Gambar 2.1

Analisis *investment opportunity set* (IOS), kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Obyek dan Subyek Penelitian

Populasi merupakan keseluruhan dari obyek yang diteliti. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang mengalami pertumbuhan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2008 yang memiliki laporan keuangan yang lengkap dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

B. Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh dari lembaga yang terlebih dahulu mengumpulkan data yang diperlukan dalam penelitian (Rahmawati, dkk, 2006). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *ICMD (Indonesia Capital Market Directory)* tahun 2005 sampai 2008.

C. Teknik pengambilan sampel

Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *Purposive Sampling*, yaitu pemilihan sampel saham perusahaan selama periode penelitian berdasarkan kriteria tertentu (Jogianto, 2004). Adapun tujuan dari metode ini untuk



mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan.

Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel sebagai berikut:

1. Perusahaan yang mengumumkan deviden pada periode pengamatan.
2. Mempunyai *Free Cash Flow* positif antara tahun 2005 sampai 2008.

D. Teknik pengumpulan data

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah menggunakan metode dokumentasi yaitu dengan pengumpulan data dari Indonesia *Capital Market directory* (ICMD) dan studi pustaka yaitu dengan mempelajari buku-buku dan literature-literatur yang berhubungan dengan penelitian yang dibuat serta jurnal pendukung penelitian. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, jumlah saham beredar dan deviden yang dibayarkan.

E. Definisi operasional variabel penelitian

Jenis variabel yang digunakan dalam penelitian ini ada dua yaitu:

1. Variabel Independen

Variabel independen (variabel bebas atau tidak tergantung) adalah variabel yang berpengaruh pada probabilitas atau kejadian lain (Subiakto, 2005).

Yang termasuk variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Variabel independen keputusan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi digunakan proksi IOS (*investment opportunity set*). Proksi IOS digunakan data (Cahyono, 2006) dalam Murtini (2008):

1) *Total Asset Growth (TAG)*

TAG merupakan pertumbuhan *asset* dari satu tahun tertentu ke tahun berikutnya. *TAG* merupakan besarnya pertumbuhan investasi pada aktiva tetap yang dilakukan oleh perusahaan. *TAG* dicari dengan:

$$TAG = (Total\ asset_t - total\ asset_{t-1}) / Total\ Asset_{t-1}$$

2) *Market to Book Assets Ratio (MBAR)*

Kallapur dan Trombley (1999) dalam Murtini (2008), *Market to book asset ratio* (MBAR), didasarkan pada pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham.

MBAR diperoleh melalui persamaan:

$$MBAR = \frac{aset - total\ equitas + (saham\ beredar \times harga\ penutupan)}{total\ aset}$$

b. Kebijakan Pendanaan

Kebijakan pendanaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Kebijakan pendanaan dipilih dengan menggunakan *Market Debt Equity Ratio (MDER)*. *Market Debt Equity Ratio (MDER)*, rasio ini menunjukkan seberapa besar perusahaan dibiayai oleh kreditur. Semakin tinggi rasio ini, semakin tinggi risiko yang dihadapi oleh perusahaan. *MDER* yang tinggi menunjukkan semakin besar pendanaan perusahaan berasal dari pihak kreditur (Hutang). *MDER* dihitung dengan persamaan Murtini,2008):

$$MDER = \frac{\text{total kewajiban}}{\text{total ekuitas}}$$

c. Kebijakan Deviden

Kebijakan deviden dalam penelitian ini menyangkut kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan prosentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai deviden kepada pemilik saham. Kebijakan deviden diproksi menggunakan : *dividen pay out ratio*. *Dividen pay out ratio (DPR)*, menunjukkan prosentase laba per lembar saham yang dibagikan sebagai deviden/keuntungan perusahaan, rasio ini diperoleh melalui persamaan (Husnan,2004):

$$DPR = \frac{\text{dividen per lembar saham}}{\text{laba per lembar saham}}$$

2. Variabel Dependen

Variabel dependen (tak bebas atau tergantung) variabel yang dipengaruhi pada probabilitas atau kejadian lain (Subiakto,1995). Variabel dependen dalam penelitian ini Nilai Perusahaan (Murtini, 2008). Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan. Karena nilai perusahaan yang dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga perusahaan meningkat dan perusahaan memiliki dana yang dibagikan kepada pemilik saham (Murtini 2005). Proksi nilai perusahaan menggunakan variabel *free cash flow*. *Free cash flow (FCF)* Menurut arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. FCF dirumuskan melalui perumusan Brigham dan Houston (2005) dalam (Murtini,2008):

$$\begin{aligned}
 FCF &= NOPAT - \text{investasi bersih modal operasi} \\
 NOPAT &= EBIT(1 - \text{tarif pajak}) \\
 \text{Investasi bersih} &= \text{total modal operasi}_t - \text{total modal operasi}_{t-1} \\
 \text{Total modal operasi} &= (\text{kas} + \text{piutang} + \text{persediaan}) - (\text{utang akrual}) \\
 &\quad - \text{aktiva tetap bersih}
 \end{aligned}$$

F. Analisis Data

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menganalisis pengaruh set kesempatan invesatsi (IOS), kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dengan menggunakan regresi linear berganda (*multiple regression analysias*) karena mempunyai lebih dari satu variabel bebas (independent) (Rahmawati, dkk, 2006).

Untuk mengolah data menggunakan SPSS 11,5. Adapun persamaan yang akan ndigunakan dalam pengujian hipotesisnya adalah sebagai berikut:

$$\Delta FCF = a + b_1 TAG + b_2 MBAR - b_2 MDER + b_4 DPR + e$$

Dimana:

ΔFCF = Perubahan *Free Cash Flow*

TAG = *Total Assat Growth* (pertumbuhan total aset)

$MBAR$ = *Market to Book Asset Ratio*

$MDER$ = *Market Debt Equity Ratio*

DPR = *Devident pay out Ratio*

a = Konstanata (*intercept*)

b = Koefisien

e = Standar error

Uji hipotesis dilakukan dengan uji signifikansi (pengukuran nyata) variabel independen terhadap variabel dependen baik secara parsial maupun simultan dengan menggunakan uji signifikansi nilai F (F test) dan uji signifikansi nilai T (T test).

1. Uji nilai F (Simultan)

Uji F dimaksudkan untuk menguji apakah secara simultan variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen (Ghozali, 2005).

Langkah-langkah pengujian adalah:

- a. Menentukan H_0 dan H_1
- b. Menentukan taraf signifikansi α sebesar 5% (0,05)
- c. Pengambilan keputusan.
 - Jika $P Value < \alpha$ (0,05) maka H_0 ditolak, dan H_1 diterima.
 - Jika $P Value > \alpha$ (0,05) maka H_0 diterima, dan H_1 ditolak.

Jika $P Value < \alpha$ (0,05) artinya kebijakan investasi/*Investamen Opportunity Set* (IOS) diproksi dengan *TAG* dan *MBAR*, kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan, begitu juga sebaliknya.

2. Uji T (Parsial)

Uji T dimaksudkan untuk menguji apakah secara individu variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen (Ghozali, 2005).

Langkah-langkah pengujiannya adalah:

- a. Menentukan H_0 dan H_1
- b. Menentukan taraf signifikansi α sebesar 5% (0,05)
- c. Pengambilan keputusan
 - Jika $P\text{ Value} < \alpha$ (0,05) maka H_0 ditolak, dan H_1 diterima.
 - Jika $P\text{ Value} > \alpha$ (0,05) maka H_0 diterima, dan H_1 ditolak.

Jika $P\text{ value} < \alpha$ (0,05) artinya kebijakan investasi/ *investamen opportunity set* (IOS) diproksi dengan *TAG* dan *MBAR*, kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden secara parsial (sendiri-sendiri) berpengaruh terhadap nilai perusahaan, begitu juga sebaliknya. (Wihandaru, 2007) apabila menggunakan *software* statistik (SPSS) dapat dilihat nilai $\text{Sig.} < 0,05$ dapat bermakna bahwa variabel penjelas (variabel bebas, *independen* variabel) berpengaruh terhadap variabel tergantung (*dependen*).

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan persamaan regresi linear berganda. Sebelum variabel-variabel penelitian dilakukan

regresi maka terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik ini merupakan uji yang dilakukan untuk mengetahui apa terjadi penyimpangan terhadap asumsi klasik. Maka dilakukan uji normalitas dan model harus memenuhi asumsi-asumsi klasik seperti, tidak ada *multikolinieritas*, tidak ada *heterokedesitas*, dan tidak ada *autokoelasi* yang terdiri dari (Wihandaru, 2007):

1. Uji Normalitas

Uji normalitas untuk mengidentifikasi apakah residu berdistribusi normal. metode yang digunakan adalah *One Sample Kolmogorov-Smirnov* (KS). Jika $\text{Asymp.Sig. (2-tailed)} > \alpha 0,05$ maka data berdistribusi normal (Wihandaru, 2007).

2. Uji Multikolinieritas

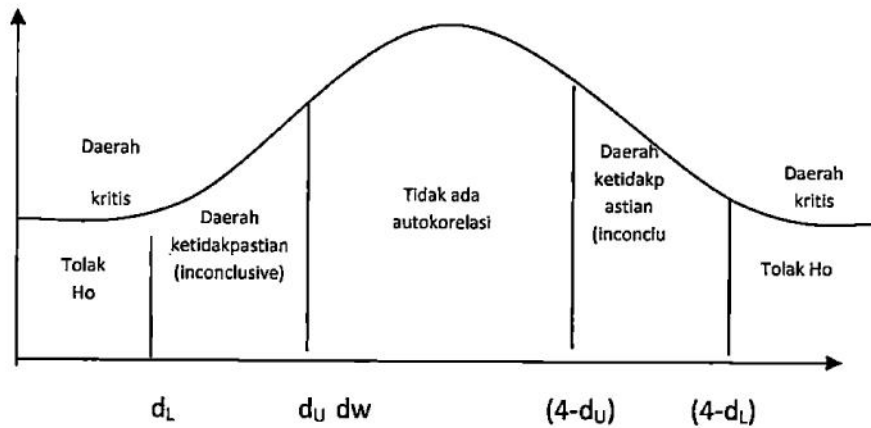
Uji Multikolinieritas adalah hubungan linear yang perfect atau exact diantara sebagian atau semua variabel bebas pada suatu model regresi, sehingga akan menyulitkan untuk mengidentifikasi variabel penjelas dan variabel yang dijelaskan. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya *multikolinieritas* suatu modal regresi dapat menggunakan *Variance Inflation Faktor* (*VIF*) dilihat dengan nilai $VIF > 0,10$ ada multikolinieritas, jika nilai $VIF < 10$ maka tidak terdapat gejala multikolinieritas (Wihandaru, 2007).

3. *Heterokedesitas*

Uji *heterokedesitas* adalah nilai varian dari faktor pengganggu tidak sama (Homogen) untuk semua observasi atau variabel bebas atau dengan kata lain heterokedesitas terjadi bila nilai varian dari Y (varian tergantung atau dijelaskan meningkat akibat dari peningkatan varian variabel bebas. (variabel bebas atau penjelas) yang menyebabkan varian variabel Y (variabel tergantung atau dijelaskan) menjadi tidak homogen. Untuk mendeteksi ada tidaknya *heterokedesitas* dengan menggunakan uji *Breusch-Pagan-Godfrey* (BPG) Tingkat signifikansi diatas 5%, maka dikatakan tidak terjadi heterokedesitas (Wihandaru, 2007).

4. *Uji Autokorelasi*

Uji *autokorelasi* adalah korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (data *time series*) atau ruang (data *cross section*). Masalah autokorelasi akan muncul pada data runtut waktu (*time series*) dan jarang terjadi pada data lintas sektoral (*cross section*). Pada data lintas sektoral (*cross sectin*) jika terjadi autokorelasi dapat diabaikan. Untuk mengetahui apakah suatu model regresi mengalami *autokorelasi* atau tidak, dapat dilakukan dengan menggunakan uji *Durbin-Watson*. Nilai *Durbin-Watson* terbentuk dibandingkan dengan nilai tabel. Bila nilai *Durbin-watson* terletak antara batas atas (dL) dan 4- batas atas (4-du) maka tidak terjadi autokorelasi dan model layak digunakan (wihandaru, 2007).



Gambar 3.2

Gambar untuk menentukan daerah DW hitung,

Sumber: Wihandaru, 2007

Untuk mendeteksi adanya masalah autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin-Watson, pada *software* statistik pada umumnya memberi hasil (*output*) DW hitung. Untuk penarikan kesimpulan apakah terdapat autokorelasi sebagai berikut (wihandaru:2007):

- $DW \text{ hitung} < d_L$ maka autokorelasi positif
- $d_L < DW \text{ hitung} < d_U$ maka ragu-ragu
- $d_L \leq DW \text{ hitung} \leq 4-d_U$ tidak ada autokorelasi
- $4-d_U < DW \text{ hitung} \leq 4-d_L$ maka ragu-ragu
- $DW \text{ hitung} > 4-d_L$ maka autokorelasi negatif