

Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Deviden dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)

Akhmad Adi Saputro* & Lela Hindasah
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
*akhmadadisaputro@gmail.com

Abstract

The objective this research is to examine financing policy, dividend policy and profitability of the firm association investment opportunity set. The sample of this study consist of 28 firm in Jakarta Stock Exchange period 1999-2004. Common factor analysis is conducted to construct composite measures then ranked to classify the growth of sampling firm. To examine the impact of the financing policy, dividend policy, and profitability to the investment opportunity set of the high and low growth firm is used logit regression analysis. The result indicates that the impact between financing policy, proxied by Book value of debt to equity, Market value of debt to equity to investment opportunity set, is significantly negative. The impact between dividend policy proxied by dividend yield and investment opportunity set is significantly negative, but dividen pay out ratio is not significant. The impact of profitability, proxied by return on assets to investment opportunity set is significantly positive.

Keywords: *Financing, Dividend, Profitability, Investment Opportunity Set.*

PENDAHULUAN

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh semua pihak, baik oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen, maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya kesempatan berinvestasi di suatu perusahaan. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi. Fama (1978) menjelaskan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Pertumbuhan investasi tidak dapat diobservasi maka para peneliti terdahulu telah mengembangkan proksi pertumbuhan dengan IOS seperti Smith & Watts (1992), Gaver &

Gaver (1993) dan Kallaur & Trombley (1999). Beberapa peneliti juga melakukan penelitian mengenai asosiasi IOS dengan hutang, dividen (Smith & Watts, 1992; Gaver & Gaver, 1993; Imam & Indra, 2001; Gagaring, 2002; Tettet & Jugiyanto, 2002; Holydia, 2004)

Menurut Gaver dan Gaver (1995) terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kebijakan pendanaan utang dengan kesempatan pertumbuhan, baik nilai pasar maupun nilai buku. Pada penelitian yang dilakukan oleh Khoirul H, (2004), tentang adanya hubungan antara IOS dengan kebijakan pendanaan yang diproksi dengan menggunakan hutang berdasarkan nilai buku dan hutang berdasarkan nilai pasar. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara peningkatan IOS dengan penurunan *book value of debt to equity* dan menunjukkan hubungan yang negatif antara

peningkatan IOS dengan penurunan *market value of debt to equity*. Hal ini dapat dinyatakan bahwa semakin rendah tingkat hutang baik diproksi dengan menggunakan nilai buku maupun nilai pasar maka akan semakin tinggi tingkat investasinya.

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau menahannya untuk reinvestasi. Apabila dividen yang dibayarkan secara tunai semakin tinggi, maka dana yang tersedia untuk reinvestasi akan semakin rendah. Kebijakan dividen dapat menyebabkan terjadinya perilaku *packing order* yang mempengaruhi penggunaan laba ditahan (*retained earning*). Selanjutnya Rozeff dkk (1982) menunjukkan bahwa semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan. Akibatnya, perusahaan harus mencari biaya eksternal untuk melakukan investasi baru. Akibatnya pembayaran dividen menjadi mahal karena meningkatnya kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal.

Sebagian besar investor dan kreditor menggunakan profitabilitas sebagai tolak ukur dalam menilai seberapa efektif perusahaan mengelola sumber-sumber yang dimilikinya. Profitabilitas juga menjadi dasar pertimbangan bagi para investor dan kreditor dalam mengambil keputusan untuk menginvestasikan dana yang dimilikinya. Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar peluang investasi yang bisa dijalankan (Baskin, 1983).

Rumusan Masalah

Berdasarkan pada latar belakang diatas, maka dapat dirumuskan rumusan masalah sebagai berikut:

Apakah kebijakan pendanaan yang diproksi dengan *book value of debt to equity* dan *market value of debt to equity*, kebijakan

dividen yang diproksi dengan *dividen yield* dan *dividen payout ratio* dan profitabilitas perusahaan yang diproksi dengan *return on assets* berpengaruh terhadap set kesempatan investasi (IOS)?

TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Set Kesempatan Investasi (IOS)

Myers (1977) 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* atau IOS).

IOS merupakan suatu nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dimana pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar (Kole, 1991 dalam Gaver dan Gaver). Dengan demikian esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan. Realisasi pertumbuhan perusahaan ditunjukkan dalam pertumbuhan nilai buku aktiva dan nilai buku perusahaan. Selain itu, nilai IOS suatu perusahaan juga mempengaruhi keputusan kebijakan perusahaan.

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 mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan 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.

Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian. Proksi ini dapat diklasifikasikan dalam tiga tipe berdasarkan pada faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur proksi-proksi tersebut. Klasifikasi nilai IOS yang digunakan oleh Kallapur & Trombley (1999) yaitu proksi IOS berdasarkan pada harga, proksi IOS berdasarkan pada investasi dan proksi IOS berdasarkan pada varian.

Kebijakan pendanaan dan Set Kesempatan Investasi

Menurut *trade-off theory* dalam struktur modal, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan (Brigham, 1999). Sebagai contoh; semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan perusahaan dengan tidak membayar bunga yang tinggi atas pokok dan bunga pinjaman maka akan semakin besar perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Dengan kata lain pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar hutang. Sehingga dapat menyebabkan rendahnya tingkat investasi akan datang.

Fama, et al (2000) dalam model *pecking order* menjelaskan bahwa hutang biasanya akan bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan dan hutang akan berkurang jika investasi kurang dari laba ditahan. Semakin tingginya tingkat *leverage* perusahaan maka akan semakin kecil kesempatan investasinya, karena perusahaan masih mempunyai kewajiban dalam pembayaran periodik atas pokok dan bunga pinjaman yang tinggi sehingga dapat menyebabkan aliran kas

perusahaan berkurang. Hal ini berarti semakin tinggi *leverage* perusahaan memungkinkan perusahaan dalam reinvestasinya akan semakin kecil karena perusahaan masih mempunyai beban risiko finansial (*financial risk*) atas *leverage* tersebut.

Gaver dan Gaver (1995) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kebijakan pendanaan utang dengan kesempatan pertumbuhan, baik nilai pasar maupun nilai buku. Jika perusahaan memiliki utang yang berisiko tinggi dalam menjalankan proyek dengan *net present value* positif, maka terdapat kemungkinan terjadinya penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akibat dari tidak dilaksanakannya/dipilihnya kesempatan investasi yang menguntungkan (*underinvestment*), karena *net present value* yang seharusnya digunakan untuk reinvestasi dijadikan sebagai jaminan utang selain itu perusahaan juga menganggap bahwa debitur memiliki hak klaim pertama terhadap arus kas proyek investasi tersebut (Jensen 1986). Hal ini dapat diduga bahwa semakin tinggi tingkat hutang dalam struktur modalnya maka akan semakin rendah tingkat kesempatan investasinya karena aliran kas (*cash flow*) yang dihasilkan dari proyek dengan *net present value* positif digunakan perusahaan sebagai jaminan utang.

Kebijakan Dividen dan Set Kesempatan Investasi

Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan, dari sumber intern atau ekstern. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana adalah dari intern, dengan menahan laba yang diprperolehnya. Sehingga pendapatan yang tersedia untuk pembayaran dividen adalah makin kecil.

Dengan adanya pembayaran dividen yang relatif rendah menjadikan perusahaan

memiliki dana internal lebih banyak dalam membiayai proyek-proyek investasinya. Hal ini juga akan memperkecil biaya keagenan yang berkaitan dengan aliran kas bebas. Perusahaan yang bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah (Jensen, 1986). Pembayaran dividen yang besar kepada pemegang saham mengakibatkan investasi yang dapat digunakan oleh perusahaan menjadi rendah. Hal tersebut dikarenakan laba yang diperoleh perusahaan dialokasikan untuk pembayaran dividen dari pada laba ditahan sehingga menyebabkan dana yang dibutuhkan untuk investasi menjadi berkurang atau kecil. Untuk menghadapi peluang investasi yang semakin meningkat maka cara yang dapat dilakukan yaitu membayar dividen yang tidak terlalu besar (Baskin, 1989). Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen berpengaruh negatif terhadap investasi.

Profitabilitas dan Set Kesempatan Investasi.

Sebagian besar investor dan kreditor menggunakan profitabilitas sebagai tolak ukur dalam menilai seberapa efektif perusahaan mengelola sumber-sumber yang dimilikinya. Profitabilitas juga menjadi dasar pertimbangan bagi para investor dan kreditor dalam mengambil keputusan untuk menginvestasikan dana yang dimilikinya.

Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar peluang investasi yang bisa dijalankan (Baskin, 1983). Hal tersebut menunjukkan terdapat hubungan positif antara set kesempatan investasi dengan profitabilitas, yang mendukung teori sinyal yaitu profitabilitas perusahaan merupakan sinyal pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang, yang berarti semakin tinggi profitabilitas maka makin tinggi pertumbuhan perusahaan tersebut yang

salah satunya ditunjukkan dengan makin tingginya investasi perusahaan.

Berdasarkan argumen diatas dan penelitian sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H_{1a} : *Book value of debt to equity* berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi (IOS).
- H_{1b} : *Market value of debt to equity* berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi (IOS).
- H_{2a} : *Dividend yield* berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi.
- H_{2b} : *Dividend payout* berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi.
- H_3 : Profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi (IOS).

METODE PENELITIAN

Obyek Penelitian

Obyek pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode pengamatan tahun 1999 sampai 2004.

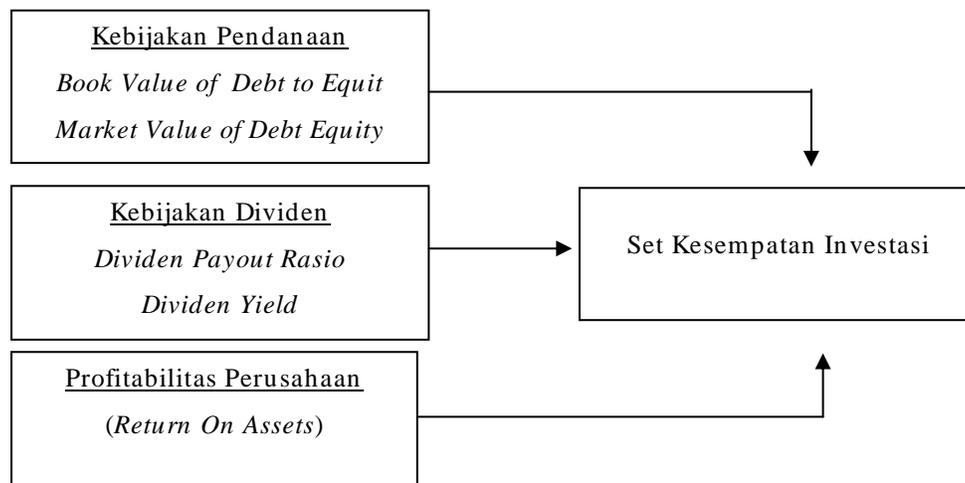
Jenis Data dan Teknik Pengambilan sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diambil dari pojok BEJ Universitas Muhammadiyah Yogyakarta. Data mengenai laporan keuangan diperoleh melalui *Indonesian Capital Market directory* (ICMD).

Teknik pengumpulan data dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* yaitu suatu teknik pengambilan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu. Pemilihan metode ini bertujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria-kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang diteliti menerbitkan laporan keuangan secara konsisten dan

- lengkap selama periode tahun 1999 sampai 2004.
- b. Tidak memiliki laba dan ekuitas negatif secara berturut-turut selama periode 1999 sampai 2004. Jika ekuitas negatif mendominasi sampel, maka akan menyebabkan proksi-proksi tunggal IOS menjadi bias sehingga proksi gabungan IOS yang diperoleh melalui analisis faktor masih mengandung *measurement error*
- c. Perusahaan yang diteliti mempunyai data membayar dividen secara berturut-turut selama 6 tahun (dari tahun 1999 sampai 2004).
- d. Memenuhi kriteria pengelompokan sebagai perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan tinggi.



Gambar 1. Model Penelitian
Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Perusahaan (ROA) terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS).

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diambil dari pojok BEJ Universitas Muhammadiyah Yogyakarta dengan metode dokumentasi dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data mengenai harga penutupan saham tahunan, dividen yang dibayarkan, laba setelah pajak, aset, total ekuitas, nilai buku aktiva tetap, total kewajiban, dan jumlah saham yang beredar dari laporan keuangan perusahaan go publik yang menjadi sampel.

Definisi Operasional Variabel Penelitian

1. Set kesempatan investasi (IOS)

IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, oleh karena itu diperlukan proksi. Penelitian ini menghitung IOS untuk tahun 2000 sampai 2004 dengan menggunakan proksi berbasis harga dan investasi. Rasio-rasio perhitungannya sebagai berikut:

- a) Proksi berbasis harga saham.
 - *Ratio market to book value of equity (MVEBVE)*

$$\text{MVEBVE} = (\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}) / \text{total ekuitas}$$

- *Ratio market to book value of assets (MVABVA)*

$$\text{MVABVA} = [(\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times$$

- harga penutupan saham]/total aset
 - *Price earning ratio* (PER)
 $PER = \frac{\text{harga penutupan saham}/(\text{laba setelah pajak}/\text{lembar saham beredar})}{\text{harga penutupan saham}}$
- b) Proksi berdasarkan investasi.
 - *Ratio capital expenditure to book value of asset* (CAPBVA)
 $CAPBVA = \frac{\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$
- *Ratio capital expenditure to market value of asset* (CAPMVA)
 $CAPMVA = \frac{\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$

2. Kebijakan pendanaan.

Penelitian ini menggunakan dua versi berdasarkan pada penelitian sebelumnya yaitu rasio nilai buku hutang pada ekuitas [BDEQUITY] dan rasio nilai pasar hutang pada ekuitas [MDEQUITY]. Masing-masing versi dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Book value of debt to equity} = \frac{\text{Total kewajiban}}{\text{total ekuitas}}$$

$$\text{Market value of debt to equity} = \frac{\text{Total kewajiban}}{(\text{lembar Saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

3. Kebijakan dividen.

Variabel dividen dihitung dalam dua versi yaitu *dividend payout ratio* dan *dividend yield*. Masing-masing versi dihitung sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout} = \frac{\text{Dividen perlembar saham}/(\text{laba setelah pajak}/\text{lembar saham beredar})}{\text{harga penutupan saham}}$$

$$\text{Dividend yield} = \frac{\text{Dividen perlembar saham}}{\text{harga penutupan saham}}$$

4. Profitabilitas

Tingkat profitabilitas menunjukkan tingkat pertumbuhan dan reputasi perusahaan. Reputasi perusahaan merupakan suatu karakteristik yang dapat menjadikan perusahaan lebih unggul dan kompetitif. Tingkat profitabilitas mengasumsikan bahwa perusahaan dengan laba yang besar akan memiliki kesempatan yang baik dalam bersaing dengan jenis perusahaan yang sama dimasa depan (Belkaoi & Picur, 2001 dalam Gagaring P, 2002). Profitabilitas dihitung dengan menggunakan *return on assets* (ROA), sebagai berikut:

$$\text{Return On Assets (ROA)} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total aset}}$$

Uji Kualitas Data

Pada analisis regresi logistik tidak perlu menggunakan uji kualitas data, karena dengan menggunakan regresi logistik lebih akurat digunakan bila variabel independen merupakan campuran antara diskrit dan kontinu dan distribusi data yang digunakan tidak normal (Mudrajat K, 2004).

Uji Hipotesis dan Analisis Data

Pengujian penelitian ini dilakukan dengan menggunakan dua bagian analisis, yaitu bagian pertama merupakan analisis data yang bertujuan untuk memperoleh proksi IOS dengan pendekatan analisis faktor. Sedangkan pada bagian kedua merupakan analisis inferensial yang bertujuan utamanya untuk melakukan pengujian hipotesis dengan pendekatan regresi logistik yang digunakan untuk menguji pengaruh kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan investasi (IOS), diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Analisis Faktor

Analisis faktor digunakan untuk membentuk proksi gabungan dari kelima proksi tunggal set kesempatan investasi yang telah disebutkan diatas. Proksi gabungan set kesempatan investasi tersebut akan di regres dengan variabel independen.

Semua nilai IOS kemudian dianalisis dengan menggunakan *common factor analysis* (dalam SPSS.10). Jumlah faktor yang dapat digunakan sesuai dengan jumlah variabel IOS, tetapi jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau lebih dari satu atau jumlah satu nilai *eigenvalues* sama atau melampaui nilai total *communalities* seluruh variabel yang digunakan. Faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau melebihi satu dianggap telah mewakili nilai-nilai keseluruhan variabel.

Selanjutnya rasio-rasio proksi IOS dihitung secara rata-rata selama periode penelitian. Dalam penelitian ini periode yang di gunakan selama lima tahun. Hal ini dimaksudkan agar diketahui *trend* atau kecenderungan perusahaan tersebut masuk kategori tumbuh atau tidak tumbuh dalam waktu jangka panjang. Apabila pengamatan hanya dilakukan dalam satu tahun, hasil yang diamati cenderung tidak stabil.

Indeks faktor yang diperoleh selanjutnya diurutkan mulai dari yang tertinggi sampai pada yang terendah. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan yang tumbuh, sebaliknya 40% indeks terendah merupakan klasifikasi perusahaan yang tidak tumbuh. Sampel yang indeks faktornya terletak ditengah sebanyak 20% akan dihilangkan dari sampel karena dianggap kurang ekstrem untuk membedakan klasifikasi perusahaan (Imam dan Indra, 2001).

Data kategorial mengenai perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah diberi skor "0". Sedangkan perusahaan untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi diberi skor "1". Variabel *dummy* mengenai

tingkat pertumbuhan perusahaan digunakan sebagai variabel dependen dalam analisis logistik.

2. Regresi Logistik

Menurut Mudrajad K (2001), alat analisis ini digunakan untuk menganalisis seberapa jauh model yang digunakan mampu memprediksi secara benar kategori (kelompok) dari sejumlah individu. Regresi logistik akan menguji nilai rata-rata dan deviasi standar variabel independen antara masing-masing kelompok, apakah kedua nilai rata-ratanya berbeda secara nyata (signifikan).

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Multiple logistic regression* (regresi logit). *Multivariate test* dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian logistik regresi berganda juga dilakukan untuk melihat peluang atau *odds* perusahaan tersebut memiliki tingkat pertumbuhan "tinggi" atau "rendah". Regresi tersebut digunakan karena penelitian ini memiliki variabel independen yang diukur dengan skala rasio serta menggunakan data *dummy*. Model *logistic regression* yang akan digunakan dalam penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$\text{Status} = a + b (\text{BDEQUITY}) + c (\text{MDEQUITY}) + d (\text{DPR}) + e (\text{DY}) + f (\text{ROA})$$

Ket :

Status	=	Status perusahaan sampel
0	=	Untuk perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan rendah.
1	=	Untuk perusahaan yang memperoleh tingkat pertumbuhan tinggi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan kriteria-kriteria sampel yang telah ditetapkan, diperoleh jumlah sampel sebanyak 22 perusahaan dengan data

observasi tahun 2000 sampai 2004 sebanyak 110. Ringkasan prosedur pemilihan sampel dari 274 perusahaan go publik di BEJ pada periode tahun 1999 sampai dengan akhir tahun 2004, disajikan pada tabel 1.

Analisis Faktor

Variabel dependen (IOS) dalam penelitian ini di proksi menggunakan lima

variabel asli, yaitu: rasio *market to book value of equity* (MVE/BVE), *market to book value of assets* (MVABVA), *price earning ratio* (PER), rasio *capital expenditure to book value asset* (CAPMBA), dan rasio *capital expenditure to firm value assets* (CAPMVA).

Tabel 2 berikut menunjukkan hasil *common factor analisis* terhadap lima indikator atau proksi IOS.

Tabel 1.
Prosedur Pemilihan Sampel

Uraian	Jumlah
Perusahaan go publik sejak tahun 1999-2004	274
Lembaga keuangan, perbankan, dan perusahaan pemerintah	(50)
Tidak secara konsisten menerbitkan laporan keuangan tahun 1999 s/d 2004	(4)
Memiliki laba dan ekuitas negatif pada tahun 1999 s/d 2004	(6)
Tidak membagikan dividen pada tahun 1999 s/d 2004	(188)
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	28
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan sedang	(6)
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan tinggi	22
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah	11
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi	11

Tabel 2
Common Factor Analisis IOS

A. <i>Communalities</i> dari lima variabel indicator					
Variabel	MVABVA	MVEBVE	PER	CAPBVA	CAPMVA
<i>Communalities</i>	0,945	0,923	0,580	0,973	0,983
B. Eugenvalues untuk pengurangan matriks korelasi					
Faktor	1	2	3	4	5
<i>Eugenvalues</i>	2,531	1,872	0,550	0,03341	0,01363
C. Korelasi antara faktor dengan lima indikator	MVABVA	MVEBVE	PER	CAPBVA	CAPMVA
Faktor 1	0,972	0,961	0,739	0,09997	0,02705
Faktor 2	-0,0265	0,008825	0,183	0,981	0,991

Tabel 2 menunjukkan nilai *communalities* proksi IOS individu. Nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah kelima variabel nilai *communalities* tersebut adalah 4,404. Untuk mencapai jumlah tersebut diperlukan dua faktor yang memiliki *eigenvalues* lebih dari satu, yaitu faktor satu (2,531) dan faktor dua (1,872). Hal ini sesuai dengan *the rule thumb* bahwa jumlah faktor yang dipakai sebagai representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau lebih dari satu (Hair, dkk: 1999 dalam Imam dan Indra, 2001). Faktor_1 dipengaruhi oleh tiga variabel individual yaitu: *market to book value of equity* (MVEBVE), *market to book value of assets* (MVABVA), dan *price earning ratio* (PER) yang masing-masing memiliki skor 0,972, 0,961 dan 0,739. Sedangkan faktor_2 berkaitan dengan 2 variabel individual, yaitu *capital expenditure to book value asset*

(CAPMBA), dan rasio *capital expenditure to firm value assets* (CAPMVA) yang memiliki skor 0,981 dan 0,991.

Penjumlahan faktor_1 dan faktor_2, yang merupakan faktor_sum, dijadikan sebagai dasar untuk melakukan pemeringkatan tingkat pertumbuhan menjadi kelompok perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan tinggi. Penjumlahan tersebut kemudian diperingkat mulai dari yang terbesar sampai yang terkecil. Empat puluh persen tertinggi merupakan kelompok perusahaan dengan IOS tinggi, sebaliknya empat puluh persen terendah merupakan kelompok perusahaan dengan IOS rendah (Imam S dan Indra W, 2001).

Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini disajikan pada tabel berikut:

Tabel 3
Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
Perusahaan dengan IOS rendah				
BDEQUITY	0,146	3,714	1,08153	1,01291
MDEQUITY	0,296	10,928	1,78130	2,00200
DPR	0,022	0,797	0,29179	0,17314
DY	0,010	0,327	0,0772	0,06054
ROA	0,021	0,305	0,10656	0,06353
Perusahaan dengan IOS tinggi				
BDEQUITY	0,022	2,076	0,55410	0,44682
MDEQUITY	0,058	1,992	0,47140	0,41162
DPR	0,030	0,486	0,23646	0,12022
DY	0,005	0,068	0,0266	0,01484
ROA	0,009	0,401	0,14306	0,10474

Tabel 3 menunjukkan bahwa BDEQUITY untuk perusahaan dengan IOS rendah memiliki nilai rata-rata sebesar 1,08153 dengan deviasi standar sebesar 1,01291.

Variabel MDEQUITY memiliki rata-rata sebesar 1,78130 dengan deviasi standar sebesar 2,00200. Variabel *dividend payout ratio* (DPR) memiliki rata-rata sebesar

0,29179 dengan deviasi standar sebesar 0,17314. Variabel *dividend yield* (DY) memiliki rata-rata sebesar 0,0772 dengan deviasi standar sebesar 0,06054. Dan profitabilitas (ROA) memiliki rata-rata sebesar 0,10656 dengan deviasi standar sebesar 0,06353.

Variabel BDEQUITY untuk perusahaan dengan IOS tinggi memiliki nilai rata-rata sebesar 0,55410 dengan deviasi standar sebesar 0,44682. Variabel MDEQUITY memiliki rata-rata sebesar 0,47140 dengan deviasi standar sebesar 0,41162. Variabel *dividend payout ratio* (DPR) memiliki rata-rata sebesar 0,23646 dengan deviasi standar sebesar 0,12022. Variabel *dividend yield* (DY)

memiliki rata-rata sebesar 0,0266 dengan deviasi standar sebesar 0,01484. Dan profitabilitas (ROA) memiliki rata-rata sebesar 0,14306 dengan deviasi standar sebesar 0,10474.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dengan menggunakan *logistic regression* untuk menguji pengaruh antara variabel-variabel bebas dengan variabel terikat yang bersifat *binary* yaitu tingkat pertumbuhan tinggi dan rendah. Hasil pengujian regresi logistik dapat dilihat di lampiran dan secara ringkas disajikan pada tabel 4 dan tabel 5 berikut :

Tabel 4
Hasil Uji Chi-Square

	Chi-Square	Sig.	Keterangan
Model Chi-Square	85,679	0,000	Signifikan
Hosmer & Lemeshow	14,383	0,072	Tidak signifikan
<i>Overall Model Fit</i>			
-2 Log L (Blok = 0)	152,492		
-2 Log L (Blok = 1)	66,814		
Daya Prediksi			
	Jumlah	%	
Daya klasifikasi IOS rendah	46	83,6%	
Daya klasifikasi IOS tinggi	48	87,3%	
Total daya klasifikasi	170	85,5%	

Model regresi menunjukkan nilai Hosmer & Lemeshow sebesar 14,383 dengan nilai signifikansi 0,072 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Maka model layak digunakan untuk analisis selanjutnya karena tidak ada perbedaan yang nyata antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati dengan tingkat kebenaran prediksi 85,5%. Nilai *chi-square* yang

diperoleh sebesar 85,679 dengan tingkat signifikansi 0,000 menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan variabel-variabel kebijakan pendanaan (BDEQUITY dan MDEQUITY), kebijakan dividen (DPR dan DY) dan profitabilitas (ROA) secara bersama-sama terhadap variabel set kesempatan investasi (IOS) pada perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta.

Hasil pengujian *overall model fit* diperoleh angka -2 Log L pada *Block Number* = 0 sebesar 152,492 dan angka -2 Log L pada *Block Number* = 1 sebesar 66,817 yang

menunjukkan adanya penurunan, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model ini menunjukkan model regresi yang lebih baik.

Tabel 5
Koefisien Regresi

	B	Wald	Sig.	Keterangan
Constant	3,121	9,653	0,002	Signifikan
BDEQUITY	-1,228	3,933	0,047	Signifikan
MDEQUITY	-1,044	4,130	0,042	Signifikan
DPR	2,229	0,702	0,402	Tdk Signifikan
DY	-85,266	17,435	0,000	Signifikan
ROA	13,675	6,322	0,012	Signifikan

Hasil pengujian *regression logistic* menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan yang di proksi dengan BDEQUITY dan MDEQUITY berpengaruh negatif dan signifikan terhadap set kesempatan investasi. Temuan dalam penelitian konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Holydia L (2004) yang menemukan bukti bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dengan set kesempatan investasi. Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan maka akan semakin kecil kesempatan investasinya, karena perusahaan masih mempunyai kewajiban dalam pembayaran periodik atas pokok dan bunga pinjaman yang tinggi sehingga dapat menyebabkan aliran kas perusahaan berkurang. Dari argumen tersebut dapat diduga bahwa semakin tinggi *leverage* perusahaan memungkinkan perusahaan dalam reinvestasinya akan semakin kecil karena perusahaan masih mempunyai beban risiko finansial (*financial risk*) atas *leverage* tersebut. Hasil ini konsisten dengan Gaver dan Gaver (1995) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kebijakan pendanaan utang dengan kesempatan pertumbuhan, baik nilai pasar maupun nilai buku

Kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap set kesempatan investasi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Fajrianti (2000) dalam (Holydia L, 2004) yang mengutip hasil yang sama pada penelitian Sami dkk (1999) yang mengatakan bahwa kemungkinan terjadi salah pengklasifikasian pada *dividend payout ratio*, sehingga Sami dkk (1999) lebih memilih hasil *dividend yield* untuk menyatakan hubungan pertumbuhan dengan kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan bahwa *dividend payout ratio* yang dibuat oleh manajemen belum dipertimbangkan seberapa besar perusahaan dalam menggunakan proyek investasi yang akan datang. Karena besar atau kecilnya keuntungan yang harus dibagikan sebagai dividen kepada pihak pemegang saham ditentukan oleh besar atau kecilnya laba yang akan diperoleh perusahaan. Dengan demikian keuntungan dari laba yang diperoleh perusahaan dari investasi tersebut dengan presentase laba yang harus dibayarkan sebagai dividen tunai tidak dapat diprediksi.. Hal ini dapat diduga bahwa tidak ada pengklasifikasian antara tingkat presentase keuntungan yang dibayarkan dengan besar atau kecilnya laba yang dihasilkan atas saham tersebut.

Kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend yield* berpengaruh negatif dan secara statistik signifikan terhadap set kesempatan investasi. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Holydia L (2004) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap set kesempatan investasi. Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan, dari sumber intern atau ekstern. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana adalah dari intern, dengan menahan laba yang diprerolehnya, sehingga pendapatan yang tersedia untuk pembayaran dividen adalah makin kecil. Pembayaran dividen yang kecil dikarenakan adanya keinginan manajemen perusahaan dalam menggunakan labanya untuk reinvestasi yang akan datang dengan tujuan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Hal ini juga akan memperkecil biaya keagenan yang berkaitan dengan aliran kas bebas. Karena perusahaan yang bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah (Jensen, 1986). Dari argumen tersebut dapat dikatakan bahwa semakin kecil dividen yang dibayarkan kepada pihak pemegang saham maka akan semakin besar tingkat investasi perusahaan karena perusahaan lebih mementingkan adanya pertumbuhan.

Profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh positif dan secara statistik signifikan terhadap set kesempatan investasi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya oleh Holydia L (2004) yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara set kesempatan investasi dengan profitabilitas. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang diproksikan

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

PENUTUP

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis tentang pada bab sebelumnya dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: pertama, hasil uji regresi logistik menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan variabel-variabel kebijakan pendanaan yang diproksi dengan BDEQUITY dan MDEQUITY, kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend yield*, profitabilitas (ROA) terhadap set kesempatan investasi. Koefisien variabel kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen perusahaan menunjukkan hasil negatif yang artinya semakin tinggi faktor-faktor ini maka akan semakin rendah tingkat pertumbuhan perusahaan. Koefisien regresi profitabilitas bernilai positif artinya semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan.

Kedua, uji regresi logistik terhadap variabel *dividend payout ratio* menunjukkan hasil yang secara statistik tidak signifikan dan memiliki koefisien yang tidak sesuai dengan yang diprediksikan. Hasil penelitian ini serupa dengan temuan Fajrianti (2000) dalam (Holydia L, 2004) yang mengutip hasil yang sama pada penelitian Sami, dkk (1999) yang mengatakan bahwa kemungkinan terjadi salah pengklasifikasian pada *dividend payout ratio*, sehingga Sami, dkk lebih memilih hasil *dividend yield* untuk menyatakan hubungan pertumbuhan dengan kebijakan dividen.

Saran

Saran-saran yang penulis berikan untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut: pertama, proksi IOS hendaknya ditambah dengan proksi yang berbasis *variance*. Kedua, periode pengamatan hendaknya lebih diperpanjang lagi dan sampel diperbanyak

sehingga kemungkinan diperoleh hasil yang berbeda dan hasil penelitian tersebut lebih dapat digeneralisir.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu: pertama, proksi-proksi IOS dalam penelitian ini hanya menggunakan 5 variabel yang berbasis harga dan berbasis investasi dan banyak digunakan oleh peneliti sebelumnya, yaitu: rasio *market to book value of equity* (MVE/BVE), *market to book value of assets* (MVABVA), *price earning ratio* (PER), rasio *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA), dan rasio *capital expenditure to firm value assets* (CAPMVA). Kedua, periode pengamatan relatif pendek, yaitu periode 1999-2004 dan jumlah sampel yang terbatas dapat mengakibatkan hasil penelitian kurang dapat digeneralisir.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A 1998, Does The Pecking Order Hypothesis explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK, *Journal of Business Finance and Accounting* No 25 pp 1127-1155
- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring, pp 26-35
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., Daves, Philip, R., 1999, *Intermediate Financial Management*, 6 th edition, The Dryden Press, Orlando
- Fama, Eugene F., dan French, Kenneth R., 2000, Testing Trade off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt", *Working Paper*, University of Chicago
- Gagaring P, 2002, " Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap set Kesempatan Investasi (IOS)", *Simposium Nasional Akuntansi 5, September*, hal 662-673
- Gaver J. Jenniver dan Gaver Kenneth M, 1993, "Additional Evidence on the association between the investment opportunity set and Corporate Financing dividend and compensation", *Journal of accounting and Economics*, 125-160
- Holydia I, 2004, "Pengaruh Kebijakan Hutang , Kebijakan dividen , Risiko dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan Investasi", *SNA VII, Denpasar bali 2-3 Desember* , 1059-1070
- Imam G, 2001, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Imam S dan Indra W, 2001, "Asosiasi Antara Set kesempatan Investasi Dengan kebijakan Pendanaan dan dividen perusahaan serta implikasinya pada perubahan harga saham ", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 4, No 1, Januari hal 44-63
- Jensen, M., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economics Review*, vol. 76, 1986, hlm. 323-326
- Julianto dan Jugiyanto H, 2002, "Confirmatory Factor Analisis Gaungan Proxy Investment Opportunity Set dengan Kebijakan Pendanaan dan dividen Perusahaan pada Pasar sedang berkembang" *TEMA*, Vol IINo 1 Maret , hal 13-26
- Kallapur, S&M.A Trombley., 1999, "The Association between Investment Opprtunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, pp 505-519
- Koirul Hikmah, 2004, "Hubungan Investement Opportunity Set terhadap Kebijakan pendanaan, Dividen, dan Kompensasi" *Utilitas*, Vol 12, No 2 Juli, hal 55-78
- Myers, Stewart C., 1977, "Determinant of Corporate Borrowing", *Journal of*

- Financial Economics*, volume 9, no 3,
pp 385-398
- Mudrajat K, 2004, *Metode kuantitatif (Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis ekonomi)*, UPP AMP YKPN
- Roseff, Michael S, 1982, "Growth, Beta & Agency Cost as Determinants of Dividend Pay out Ratios, *Journal of Financial Research*, 5, pp 249
- Smith, Jr.C. W & Watts., RL., 1992, "The Investment Opportunity set and Corporate Financing, dividend, and compensation Policies", *The Journal of Financing Economics*, December, pp 263-292
- Tettet F & Jugiyanto H, 2002, "Set Kesempatan Investasi: Konstruksi proxy dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen" *Jornal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 5 No 1.