

**ANALISIS PERBEDAAN PERUSAHAAN TUMBUH DAN  
TIDAK TUMBUH DALAM HAL KEBIJAKAN PENDANAAN  
DAN DIVIDEN DENGAN PENDEKATAN ASOSIASI PROKSI  
*INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)***

( Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005-2007)



**SKRIPSI**

Diajukan Untuk Memenuhi Tugas Dan Syarat-Syarat Guna Memperoleh Gelar  
Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen Pada Fakultas Ekonomi  
Universitas Muhammadiyah Surakarta

Disusun oleh:  
**DANANG DWI NUGROHO**  
B 100 050 323

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SURAKARTA**

**2009**

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang Masalah**

Setiap perusahaan memiliki tujuan serta sasaran tertentu yang berlainan. Namun tujuan perusahaan yang sebenarnya adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang dapat diukur salah satunya dengan harga saham perusahaan yang bersangkutan.

Harga pasar saham perusahaan mencerminkan pusat pertimbangan dari semua peserta pasar terhadap nilai dari perusahaan tertentu. Di dalamnya dipertimbangkan pendapatan per lembar saham sekarang dan di masa yang akan datang, waktu, lamanya, dan resiko dari pendapatan tersebut, kebijakan dividen perusahaan, dan faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi harga pasar saham itu. Harga pasar saham merupakan ukuran indeks prestasi atau kartu laporan keberhasilan suatu perusahaan. Hal ini mengukur sampai seberapa jauh manajemen telah berhasil mengelola perusahaan atas nama pemegang saham.

Manajemen berada di bawah penilaian dan penelitian yang berkesinambungan. Bila perusahaan ini mempunyai kinerja yang baik respon pasar akan cenderung positif dan nilai saham akan meningkat. Sebaliknya bila kinerja dari perusahaan tersebut kurang baik maka respon pasar akan cenderung negatif dan nilai saham akan cenderung menurun (Hartono, 1998).

Pemegang saham yang tidak puas dengan prestasi manajemen akan menjual sahamnya dan menanamkan diperusahaan lain. Akibat tindakan yang

dilakukan para pemegang saham yang tidak puas ini maka akan menekan dan menyebabkan harga pasar per saham yang dilepas tersebut menurun. Jadi naik turunnya nilai saham merupakan salah satu indeks ukuran keberhasilan perusahaan, Sehingga memaksimalkan nilai saham perusahaan dijadikan sebagai tujuan utama perusahaan.

Nilai saham juga digunakan sebagai dasar pemikiran prospek pertumbuhan perusahaan. Menurut Hartono (1999), pasar menilai perusahaan yang sedang tumbuh memiliki harga saham yang lebih besar dari nilai bukunya. Jadi, semakin besar selisih harga saham perusahaan terhadap nilai bukunya menandakan perusahaan tersebut memiliki potensi pertumbuhan yang semakin besar pula. Semakin besar peluang perusahaan dalam berinvestasi di masa depan, semakin besar pula peluang untuk tumbuh. Tentunya peluang-peluang ini didapatkan dari kemampuan perusahaan yang mampu mengatasi perubahan-perubahan baik dari internal maupun eksternal perusahaan. Sehingga perusahaan yang dapat menangkap perubahan yang terjadi dan kemudian menjadikan ini sebagai suatu kesempatan investasi yang baik untuk dilaksanakan dalam meraih keuntungan yang akan bertumbuh. Sebaliknya perusahaan yang tidak siap dalam mengatasi perubahan yang terjadi akan mengalami kesulitan dalam menangkap investasi yang menguntungkan pada saat terjadi perubahan tersebut.

Pilihan-pilihan investasi yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan di masa datang ini kemudian dikenal dengan istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) atau Set Kesempatan Investasi. *Investment Opportunity Set* (IOS) tidak hanya ditunjukkan oleh proyek-proyek perusahaan saja tetapi juga oleh

kemampuan perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan meraih profit. Kemampuan ini bersifat tidak dapat diobservasi sehingga untuk menentukan nilai IOS diperlukan proksi yang sesuai. Nilai IOS dihitung dengan kombinasi berbagai jenis proksi yang mengimplikasikan nilai aktiva ditempat (berupa nilai buku aktiva maupun ekuitas perusahaan) dan nilai kesempatan yang tumbuh suatu perusahaan di masa depan (berupa nilai pasar perusahaan). Oleh karena itu, berbagai jenis proksi IOS telah digunakan oleh banyak peneliti dalam studi empirisnya secara tidak seragam. Semakin banyak proksi IOS yang digunakan maka hal ini akan menunjukkan semakin tepat dalam menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan dan dapat mengurangi kesalahan dalam penulisan klasifikasi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan (Sami dkk.1999). Menurut Hartono (1999), terdapat tiga bentuk proksi IOS yang digunakan dalam beberapa penelitian sebelumnya : 1) sebuah rasio misalnya Tobin-q ( Jones 1999), (2) skor faktor sebagai indeks umum IOS (Gaver & Gaver 1993) dan variabel dami perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh (Gaver & Gaver 1993; Sami dkk. (1999), (3) beberapa rasio individual dan variabel instrumental (Smith & Watts 1992; 1999). Proksi-proksi IOS ini kemudian digunakan untuk menentukan klasifikasi perusahaan, apakah perusahaan tersebut termasuk perusahaan yang tumbuh atau tidak.

Perusahaan di dalam melakukan suatu investasi akan memerlukan pendanaan di mana pendanaan tersebut dapat diperoleh dari pendanaan internal maupun eksternal. Pendanaan internal merupakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan sendiri yang dapat diperoleh dari modal saham yang disetor

ataupun laba ditahan yang tidak dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham, sedangkan pendanaan eksternal berasal dari hutang yang diperoleh dari pihak kreditor.

Karena itu perusahaan akan memiliki suatu kebijakan tersendiri didalam menyediakan pendanaan untuk melaksanakan investasi. Perusahaan akan mengalami masalah agensi yang timbul akibat adanya konflik antara pemegang saham dan manajer di dalam melaksanakan investasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Masalah agensi itu dapat menyangkut masalah kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen perusahaan. Untuk itu para manajer akan berusaha mengatasi hal tersebut dengan menetapkan suatu kebijakan yang sesuai dengan kondisi perusahaan.

Beberapa tahun terakhir para peneliti keuangan mulai mengembangkan penelitian tentang *Investment Opportunity Set (IOS)*. Diawali oleh Smith dan Watts (1992), yang mengusulkan proposisi mengenai asosiasi antara set peluang investasi atau *investment opportunity set* perusahaan dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi. Mereka menggunakan data yang disusun berdasarkan level industri untuk mendukung hipotesis mereka. Temuan mereka menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi : menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, membayar dividen lebih kecil, dan membayar kompensasi eksekutif lebih besar.

Berikutnya, Gaver dan Gaver (1993) dalam Adi Prasetyo (2000), memperluas penelitian Smith dan Watts (1992) dengan mengarahkan analisisnya pada level perusahaan dan menggunakan gabungan ukuran IOS. Hasilnya

mengindikasikan, bahwa perusahaan tumbuh memiliki rasio *debt to equity* yang lebih rendah, *dividend yield* yang lebih rendah, membayar kompensasi eksekutif lebih tinggi, dan *isiden stock option plans* yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Hasil pada level perusahaan tersebut, konsisten dengan hasil pada level industrinya Smith dan Watts (1992).

Penelitian berkaitan dengan IOS yang dilakukan oleh Sami dkk. (1999) merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya, terutama Gaver dan Gaver (1993). Perluasan dilakukan dengan penambahan ukuran untuk konstruksi indeks IOS dan variabel baru mengenai kebijakan perusahaan (yakni: pengaruh IOS terhadap kebijakan *leasing*). Hasilnya menunjukkan bahwa teori IOS memiliki *explanatory power* yang lebih tinggi dalam hal kebijakan pendanaan, *compensation*, dan *leasing* daripada dalam aspek dividen.

Sementara Adi Prasetyo (2000) yang juga memperluas penelitian Gaver dan Gaver (1993) dalam hal langkah, prosedur, dan model yang digunakan. Berkaitan dengan kebijakan dividen menunjukkan hasil penelitian yang berbeda dari Gaver dan Gaver (1993), yaitu tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh (*Growth firms*) dengan perusahaan yang tidak tumbuh (*Growth firms*). Namun untuk kebijakan pendanaan, dengan mendasarkan pada variabel *debt to market value of equity* menunjukkan hasil penelitian yang konsisten dengan Gaver dan Gaver (1993), yaitu terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dengan tidak tumbuh. Dimana perusahaan tumbuh memiliki jumlah hutang yang lebih rendah secara signifikan dalam struktur modal mereka. Namun untuk variabel *debt to book value of equity*

menunjukkan hasil yang tidak konsisten dengan yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993).

Subekti dan Wijaya (2001) yang mengembangkan penelitian Gaver dan Gaver (1993) dengan menambahkan variabel harga saham menunjukkan hasil peneliti, yaitu terdapat perbedaan kebijakan pendanaan dan dividen secara signifikan antara perusahaan tumbuh dengan tidak tumbuh, dimana perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan dan pembayaran dividen yang lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh. Hasil ini konsisten dengan yang dilakukan oleh Gaver & Gaver (1993) dan Smith & Watts (1992). Namun untuk perubahan harga saham dari perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh disekitar tanggal pengumuman laporan keuangan tidak berbeda.

Yetti Iswahyuni dan L. Suryanto (2002) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal pengambilan kebijakan pendanaan (*debt to book value of equity*), *dividen*, respon perubahan harga saham dan volume perdagangan saham. Sedangkan penilaian kebijakan pendanaan perusahaan dengan menggunakan *debt to market value of equity* menunjukkan hasil bahwa terjadi perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal kebijakan pendanaan. Sedangkan dalam hal kebijakan dividen (DPR dan DY) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal kebijakan dividen.

Untuk Isnaeni Rokhayati (2005) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa Rasio *debt to market value of equity* tidak signifikan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan. Berarti bahwa tidak ada perbedaan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan dilihat dari *debt to market value of equity* (pasar) antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Namun untuk rasio *debt to book value of equity* mempunyai korelasi yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan. Berarti bahwa terjadi perbedaan yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan dilihat dari *debt to book value of equity* antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh Rasio *dividen payout* mempunyai korelasi yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berarti bahwa tidak ada perbedaan terhadap kebijakan dividen perusahaan dilihat dari *dividen payout* antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Namun untuk rasio *dividen yields* mempunyai korelasi yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berarti bahwa terjadi perbedaan yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan dilihat dari *dividen yields* antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh.

Selanjutnya Syahrir (2006) dengan mereplikasi penelitian yang dilakukan oleh Subekti & Wijaya (2001) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan dalam hal kebijakan pendanaan (*debt to book value of equity* dan *debt to market value of equity*) maupun kebijakan dividen (*dividend payout ratio* dan *dividen yield*) antara perusahaan tumbuh dengan perusahaan tidak tumbuh.



Berdasarkan penjelasan diatas, kita ketahui bahwa terdapat perbedaan hasil penelitian dari berbagai peneliti dalam hal kebijakan dividen dan pendanaan antara perusahaan tumbuh dengan tidak tumbuh. Oleh karena itu, perlu diteliti perbedaan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal kebijakan dividen maupun kebijakan pendanaan yang dapat ditentukan dengan menggunakan nilai asosiasi proksi IOS.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan oleh Adi Prasetyo (2001) dan Yetti & L. Suryanto (2002) dengan perbedaan pada periode penelitian dan proksi IOS yang disesuaikan dengan ketersediaan data dalam penelitian.

Penelitian ini juga ingin melihat konsistensi hasil-hasil penelitian sebelumnya dengan menggunakan periode data yang lebih baru, yaitu 2005–2007 pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Berdasarkan latar belakang itulah penelitian ini dilakukan dengan mengambil judul **“ANALISIS PERBEDAAN PERUSAHAAN TUMBUH DAN TIDAK TUMBUH DALAM HAL KEBIJAKAN PENDANAAN DAN DIVIDEN PERUSAHAAN DENGAN PENDEKATAN ASOSIASI PROKSI INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS) ”(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2005-2007)”.**

## **B. Rumusan Masalah**

Pertumbuhan perusahaan akan menjadi nilai yang relevan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Namun secara objektif pada umumnya investor merasa sulit untuk mengategorikan perusahaan apakah suatu perusahaan dapat dikategorikan perusahaan yang tumbuh atau tidak tumbuh. Dari uraian latar belakang permasalahan yang ada, maka masalah yang diteliti selanjutnya dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

1. Apakah perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh?
2. Apakah Perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan dividen yang lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh ?

## **C. Tujuan Penelitian**

Sesuai dengan rumusan masalah yang ada maka penelitian yang akan dilakukan ini bertujuan :

1. Menguji perbedaan kebijakan pendanaan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.
2. Menguji perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.

## **D. Manfaat Penelitian**

Dengan dilakukannya penelitian ini maka diharapkan dapat memberikan manfaat bagi:

1. Bagi peneliti selanjutnya, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi dasar untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut mengenai *Investment Opportunity Set*.
2. Para investor mengetahui peluang-peluang investasi yang ada di dalam setiap perusahaan dan memilih perusahaan yang tepat untuk menanamkan modalnya.
3. Para manajer perusahaan dapat mengetahui seberapa jauh kemampuan perusahaan dalam menangkap peluang-peluang investasi yang ada dan berusaha meningkatkan potensi perusahaan agar dapat bertumbuh dengan menerapkan kebijakan pendanaan dan dividen yang tepat .

#### **E. Sistematika Penulisan**

Penelitian ini menggunakan sistematika penulisan sebagai berikut:

#### **BAB I. PENDAHULUAN**

Pada bab ini memuat latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan.

#### **BAB II. TINJAUAN PUSTAKA**

Bab ini berisi tentang konsep dan teori mengenai *Investment Opportunity Set (IOS)*, Teori *contracting*, kebijakan pendanaan, dan kebijakan dividen dari perusahaan. Selanjutnya dari konsep tersebut dapat dibuat suatu hipotesis dan akhirnya terbentuk suatu kerangka penelitian teoritis yang melandasi penelitian ini.

### **BAB III. METODOLOGI PENELITIAN**

Bab ini menguraikan tentang definisi operasional variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian, metode pengumpulan data serta teknik analisis data untuk mencapai tujuan penelitian.

### **BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN**

Bab ini menjelaskan tentang analisis data dan pembahasan

### **BAB V. PENUTUP**

Bab ini akan menyajikan secara singkat kesimpulan yang diperoleh dari pembahasan dan juga memuat saran-saran bagi pihak yang berkepentingan untuk pengembangan penelitian lebih lanjut, investor, dan manajer.