

BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1 Investasi Modal

Pengertian investasi dalam berbagai literatur menjelaskan bahwa investasi merupakan suatu bentuk komitmen dana dengan jumlah yang pasti untuk mendapatkan *return* yang tidak pasti di masa depan (Sharpe, 2006). Dengan demikian, ada dua aspek yang melekat dalam suatu investasi, yaitu tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dan risiko tidak tercapainya *return* yang diharapkan. Risiko berhubungan dengan kondisi ekonomi makro, seperti resesi ekonomi, gejolak politik, dan lain sebagainya serta industri dan karakteristik perusahaan. Sehingga investasi merupakan rangkaian proses kegiatan untuk menganalisis berbagai faktor risiko dan estimasi imbal hasil yang diharapkan memberikan manfaat terbaik dimasa depan yang berujung pada sebuah keputusan investasi dengan melibatkan komitmen dan pengorbanan yang dapat ditoleransi di masa sekarang (Bodie, Kane dan Marcus, 2006).

Keputusan investasi modal bagi setiap perusahaan merupakan suatu keputusan strategis yang sangat penting. Analisis mendalam harus dilakukan mengingat karakteristik investasi modal sangat rentan terhadap resiko dari ketidakpastian masa yang akan datang. Keberhasilan atau kegagalan keputusan yang dibuat akan mempengaruhi kelangsungan hidup perusahaan.

Dalam menentukan proyek suatu investasi yang layak dan tepat untuk dipilihnya, ada beberapa cara penilaian investasi, diantaranya penganggaran modal, yaitu suatu proses pengidentifikasian, penilaian dan pemilihan investasi pada aktiva yang memiliki jangka waktu yang panjang, atau aktiva yang memiliki nilai manfaat lebih dari satu tahun (Fabozzi et. al 2002). Dengan cara tersebut dapat diketahui apakah *cash flow* yang akan diterima sekarang lebih besar daripada biaya-biaya yang dikeluarkannya sekarang.

Beberapa metode penilaian dalam penganggaran modal yaitu:

- a. *Pay back period*; suatu bentuk pengukuran investasi dengan melihat jangka waktu pengembalian modal tanpa mempertimbangkan nilai uang pengembalian terhadap waktunya (*cost of capital*)
- b. *Net present value*; pengukuran investasi dengan melihat nilai uang/tingkat pengembalian modal pada masa yang akan datang dengan mempertimbangkan nilai uang terhadap waktu (*time of value*).
- c. *Internal rate of return*; IRR adalah besarnya suku bunga yang membuat *present value* (PV) dari hasil-hasil bersih yang diharapkan selama proyek berjalan menjadi 0 (nol). Nilai suku bunga yang membuat present value = 0 (nol) tersebut dinamakan *internal rate of return* (IRR).

Beberapa metode tersebut memperhitungkan *discount rate* sebagai *opportunity cost* dari keputusan investasi yang diambil. Pemilihan *discount rate* merupakan salah satu langkah yang tidak mudah karena merepresentasikan laju pengembalian yang diharapkan serta melibatkan unsur resiko.

Adapun tahapan proses penganggaran modal adalah sebagai berikut (Dayanandra et. al 2002):

- a. Mendefinisikan sasaran perusahaan (*corporate goal*) dan perencanaan strategis (*strategic planning*).
- b. Mengidentifikasi kesempatan investasi (*investment opportunities*)
- c. Membuat penyaringan permulaan (*preliminary screening*) atas proyek-proyek yang telah teridentifikasi.
- d. Melakukan penaksiran keuangan (*financial appraisal*), analisa kuantitatif, evaluasi dan analisa proyek.
- e. Pertimbangan atas faktor-faktor kualitatif dan “*gut feelings*”.
- f. Pengambilan keputusan menerima atau menolak proyek-proyek yang telah disaring.
- g. Implementasi proyek yang diterima
- h. Pengendalian, pengawasan dan pengevaluasian pelaksanaan proyek yang diterima
- i. Melakukan pemeriksaan setelah pelaksanaan proyek (*post implementation audit*).

Oleh karena keputusan investasi melibatkan unsur ketidakpastian maka perlu dipertimbangkan juga untuk menguji tingkat sensitivitas dari hasil metode penganggaran modal yang dipergunakan terhadap tingkat kemungkinan perubahan yang dapat terjadi pada variabel-variabel yang menyusun arus kas di masa yang akan datang. Keputusan investasi modal merupakan salah satu langkah strategis perusahaan dalam mencapai tujuannya untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Investasi dapat diklasifikasikan berdasarkan pada umur ekonomis dan tingkat resiko ((Fabozzi et. al 2002). Suatu investasi umumnya memberikan umur ekonomis yang terbatas pada beberapa kondisi seperti penurunan secara fisik, keusangan, dan tingkat persaingan atas produk serupa di pasar. Investasi dapat diklasifikasikan berdasarkan umur ekonomis ke dalam dua periode waktu, yaitu:

- a. *Short term assets*; investasi pada aktiva jangka pendek merupakan investasi pada aktiva yang memiliki umur ekonomis kurang dari satu tahun. Umumnya berupa aktiva yang dipergunakan dalam kegiatan operasi sehari-hari.
- b. *Long term assets*; investasi pada aktiva jangka panjang merupakan investasi pada aktiva yang memiliki umur ekonomis lebih dari satu tahun. Penganggaran modal umumnya masuk dalam klasifikasi ini karena memiliki jangka waktu lebih dari setahun, berbiaya besar dan resiko lebih tinggi.

Sedangkan klasifikasi investasi berdasarkan tingkat resiko adalah sebagai berikut:

- a. *Replacement project*; investasi yang bertujuan untuk mengganti fasilitas atau barang modal yang sudah lama dengan yang baru.
- b. *Expansion project*; investasi yang bertujuan untuk memperluas lini produk dan pangsa pasar.
- c. *New product and markets project*; investasi yang bertujuan untuk memperkenalkan produk baru atau untuk memasuki pasar baru.
- d. *Mandated project*; investasi yang dilakukan berdasarkan ketentuan pemerintah.

2.2 Imbal Hasil Saham

Imbal hasil saham adalah merupakan alat ukur untuk memprediksikan pertumbuhan investasi masa depan dalam ekonomi, industri dan skala dunia usaha yang lebih luas. Selain itu merupakan pengukur kinerja keuangan dari sebuah investasi dan memiliki nilai manfaat yang berkaitan dengan kepemilikan meliputi *cash dividend* yang dibayarkan tahun sebelumnya, bersamaan dengan *market cost appreciation* atau *capital gain* yang direalisasikan di akhir tahun (Horne dan Wachoviz, 1998).

Jones (2000) menguraikan bahwa imbal hasil merupakan *yield* atau *current income* dan *capital gain (loss)*. (1) *Yield*, yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham dalam bentuk dividen sebagai hasil kinerja fundamental perusahaan, (2) *capital gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan.

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko investasi yang dilakukannya. *Return* saham dibedakan menjadi dua (Jogiyanto, 2003): (1) return realisasi merupakan return yang telah terjadi (*realized/actual return*), (2) return ekspektasi merupakan return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang (*expected return*). *Realized return* digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan, penentuan *expected return* dan risiko di masa yang akan datang. *Realized return* dihitung berdasarkan data historis atas *adjusted closed price* dari tiap-tiap saham dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{AdjP_t - AdjP_{t-1}}{AdjP_{t-1}} \quad (2.1)$$

dengan:

R_{it} = return harian saham i pada periode t

$AdjP_t$ = *adjusted closed price* periode t

$AdjP_{t-1}$ = *adjusted closed price* periode t-1

Adjusted closed price adalah harga penutupan harian saham yang telah disesuaikan dengan *corporate action* dari masing-masing emiten seperti

pembagian *dividend* maupun *stock split*. Sehingga untuk perhitungan *return* saham, informasi dalam *adjustment closed price* telah memuat semua jenis return yang melekat pada saham, yaitu *dividend* dan *capital gain*.

2.3 Indeks LQ 45

Indeks LQ 45 diciptakan untuk memberikan pasar dengan sebuah indeks yang mewakili 45 saham yang paling liquid. Saat ini, indeks LQ 45 meliputi setidaknya 70% dari kapitalisasi pasar saham dan nilai transaksi dalam pasar regular (IDX Fact Book, 2009). Perhitungan historis indeks LQ 45 di resmikan pada 13 juli 1994, dengan nilai dasar 100. Indeks terdiri atas 45 saham yang telah melampaui seleksi likuiditas dan kapitalisasi pasar.

Langkah-langkah pemilihan saham untuk dapat dimasukkan sebagai LQ 45 adalah sebagai berikut:

1. Langkah pertama, saham yang layak dimasukkan dalam indeks LQ 45 adalah saham yang telah didaftarkan (*listed*) di IDX minimal 3 bulan.
2. Selanjutnya, saham diranking berdasarkan rata-rata nilai transaksi pasar regular selama periode 12 bulan sebelumnya. Enam puluh (60) saham terbaik dalam peringkat atas adalah mewakili keseluruhan saham yang akan menyusun indeks LQ 45.
3. Saham yang berada di posisi 30 terbaik dari daftar berdasarkan nilai total transaksi akan secara langsung memenuhi sebagai wakil dari indeks LQ 45.
4. Dari 30 saham sisanya yang mewakili keseluruhan, pemilihan akan dibuat untuk menentukan 15 saham yang dibutuhkan untuk menyusun indeks LQ 45. Proses seleksi berdasarkan atas:
 - i. Memilih 25 saham berdasar jumlah hari aktif perdagangan dalam pasar regular.
 - ii. Dari sisa 25 saham, dipilih 20 saham berdasarkan frekuensi transaksi dalam pasar regular.
 - iii. Dari sisa 20 saham, dipilih 15 saham berdasarkan kapitalisasi pasar.

5. Selain kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar, pemilihan saham LQ 45 juga berdasarkan atas kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan dari perusahaan.

2.4 Korelasi Investasi dan Imbal Hasil Saham

Ide dasar dalam ekonomi dan keuangan adalah ketika *discount rate* turun, maka investasi seharusnya bertambah. Jika *discount rate* bergerak sepanjang waktu maka investasi secara cepat menyesuaikan, ide tersebut memiliki 2 implikasi. Pertama, investasi dan imbal hasil saham seharusnya memiliki korelasi yang positif sepanjang waktu. Korelasi yang positif terjadi dikarenakan ketika *discount rate* turun, perusahaan meningkatkan investasinya (sejak *hurdle rate* investasi turun) dan *stock price* meningkat (sejak jumlah diskonto dari *cash flow* masa depan meningkat) yang pada akhirnya imbal hasil sahamnya juga akan meningkat. Kedua, pada akhirnya *discount rate* yang rendah menyebabkan secara bersamaan sebuah penambahan dalam investasi modal dan sebuah penambahan dalam imbal hasil saham.

Hubungan positif yang diprediksikan antara imbal hasil saham dan investasi adalah didukung adanya temuan empiris oleh Bosworth (1975), Fisher dan Merton (1984), Barro (1990), dan Lamont (2000).

2.5 Friksi Investasi

Dalam upaya penelitian mengenai korelasi investasi dan stock return ditemukan bahwa terdapat faktor-faktor potensial yang mempengaruhi korelasi tersebut sehingga menghambat terwujudnya *optimal investment* dan pencapaian imbal hasil saham yang optimal.

Dalam penelitian Modigliani-Miller (1958) dinyatakan bahwa korelasi *capital investment* dengan *stock return* dipengaruhi faktor potensial yaitu *discount rate* yang berpengaruh langsung melalui instrument *cost of capital*.

Selain itu terdapat faktor potensial lainnya yaitu *firm profit* yang mempengaruhi dan terhubung secara bersamaan antara keputusan investasi dan *stock return*.

Dari faktor-faktor potensial yang sudah ada dan dilakukan penelitian tersebut, terdapat faktor lain yaitu berupa friksi investasi, yang terdiri atas *financing constraint* dan *managerial myopia*, yang juga mempengaruhi korelasi investasi dan *stock return*.

2.5.1 Financing Costraint

Penelitian Modigliani-Miller (1958) menyatakan bahwa struktur keuangan perusahaan tidak akan mempengaruhi market valuenya dalam pasar modal sempurna. Konsekuensinya, jika asumsi Modigliani-Miller benar, keputusan real investasi perusahaan, yang dimotivasi untuk maksimisasi klaim shareholder, adalah independen dari faktor keuangan, seperti likuiditas internal, *debt leverage*, atau pembayaran dividen. Penelitian tersebut secara ringkas menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (*financial policy*) tidak berlaku terhadap keputusan investasi riil di bawah kondisi tertentu (*the irrelevance of financial structure theory*).

Hal tersebut bertentangan dengan penelitian Fazzari, Hubbard dan Petersen (FHP, 1988) dalam Prasetyantoko (2007), perusahaan yang diidentifikasi sebagai *financially constrained* memiliki sensitivitas tinggi dalam investasi terhadap ketersediaan pendanaan internal dalam hal ini adalah cash flow. Pendanaan eksternal lebih mahal disebabkan adanya *asymmetric information* dalam pasar modal.

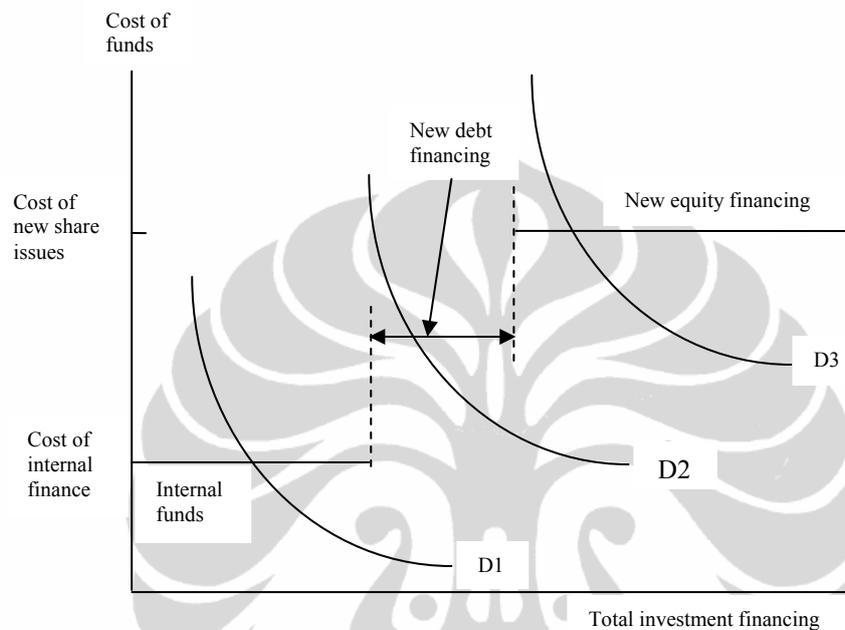
Penelitian Fazzari, Hubbard, Blinder dan Poterba (1998) menyatakan, jika semua perusahaan memiliki akses yang sama terhadap pasar modal, maka respon perusahaan terhadap perubahan *cost of capital* atau pajak yang berdasarkan insentif investasi akan berbeda hanya disebabkan perbedaaan dalam permintaan investasi. Struktur keuangan perusahaan tidak relevan terhadap investasi disebabkan pendanaan eksternal memberikan substitusi yang sempurna untuk pendanaan internal. Secara umum dalam kondisi pasar modal yang sempurna, keputusan investasi perusahaan adalah independen dari bagaimanapun kondisi keuangannya.

Realitasnya, modal internal dan eksternal bukan merupakan substitusi yang sempurna, sehingga investasi tergantung pada faktor keuangan, seperti

ketersediaan pendanaan internal, akses terhadap hutang baru atau pendanaan ekuitas, atau memfungsikan kredit tertentu dari pasar. Jika resiko munculnya biaya dari pendanaan eksternal cukup rendah, *earning retention practices* akan kecil dan hampir tidak ada dampaknya terhadap keputusan investasi, perusahaan akan secara mudah menggunakan *eksternal funds* untuk berinvestasi di saat internal finance berfluktuasi, dengan mengabaikan kebijakan dividennya. Namun jika resiko kerugian munculnya biaya adalah signifikan, perusahaan yang bertahan dan memiliki alokasi investasi yang besar dari penghasilannya mungkin tidak akan memiliki sumber biaya yang rendah untuk investasi keuangannya, sehingga investasi perusahaan harus didorong oleh fluktuasi dalam cash flow. Perusahaan yang menggunakan semua *internal financenya* akan lebih sensitif terhadap fluktuasi dalam cash flow daripada perusahaan yang memiliki kemampuan dividen yang tinggi. Hubungan antara struktur keuangan perusahaan dan pembelanjaan investasi riilnya didasari alasan mengapa internal dan eksternal finance bukan substitusi sempurna dalam praktik. Faktanya, penjelasan mengapa *internal finance* lebih rendah biayanya daripada menerbitkan saham baru dan hutang (*eksternal finance*), disebabkan adanya *transaction cost*, *tax advantage*, *agency problem*, *cost of financial distress*, dan *asymmetric information*. Efek keuangan dari investasi sangat tinggi ketika permasalahan informasi dalam pasar modal menjadi perhatian serius bagi perusahaan yang memiliki retensi tinggi, hal ini memberikan kesimpulan bahwa *financing constraint* dalam pasar modal mempengaruhi investasi.

Gambar 2.1 menjelaskan mengenai *financing hierarchy*. Garis lurus tebal dalam gambar menunjukkan hal sederhana dari perbedaan yang tidak terhubung dalam biaya pendanaan ekuitas internal dan eksternal. Ketika permintaan investasi rendah, sebagaimana ditunjukkan oleh kurva D1, pembelanjaan modal dapat didanai dari pendanaan yang dihasilkan dari internal, dengan mengorbankan ekstra dividen. Pada tingkatan paling tinggi dari permintaan investasi, sebagaimana ditunjukkan oleh kurva D3, perusahaan akan menerbitkan saham baru. Semakin tinggi nilai dari Ω (*lemon premium*), premium atas kompensasi kerugian atas pendanaan *lemon*, maka semakin tinggi pula kemungkinan pendanaan internal (*internal finance*) akan menghambat investasi perusahaan,

sebagaimana diilustrasikan dengan kurva D2. Meskipun, *lemons premium* dapat berbeda variasi keduanya secara bersamaan antara bermacam perusahaan tersebut dan sepanjang waktu untuk perusahaan yang sama. Jika permasalahan mengenai informasi menjadi kurang pasti (*less severe*), kurva horisontal paling atas dalam gambar 2.1 akan bergeser turun menjadi kesatuan.



Gambar 2.1.

Investment and Financing Decision.

Sumber: Fazzari, Hubbard, Petersen, Blinder dan Poterba (1988)

Pendanaan dari hutang dapat juga dimasukkan. Sepanjang hutang dapat dijamin keamanannya, atau diperoleh dari pemberi hutang, seperti *commercial banks*, yang secara khusus memonitor peminjam, permasalahan informasi dalam pasar hutang akan berkurang tingkat kepastiannya daripada dalam pasar pendanaan ekuitas eksternal, namun *marginal cost* dari hutang akan bertambah dengan *leverage*.

Hierarki yang sudah dimodifikasi sebagaimana diilustrasikan oleh garis titik dalam gambar 2.1 yang menghubungkan kedua segmen horizontal di antara pertengahan gambar 2.1. Dari sini, tingkatan level permintaan investasi menengah, sebagaimana diilustrasikan kurva D2, akan didanai dengan kombinasi pendanaan internal dan hutang.

Hierarki pendanaan (*financing hierarchy*) ini memiliki sejumlah implikasi untuk nilai q dan perilaku investasi. Pertama, segala sesuatu yang lain sama (*equal*), nilai q yang diobservasi akan berbeda dalam perusahaan dengan karakteristik informasi yang berbeda. Bagi perusahaan yang menghadapi permasalahan *asymmetric informasi*, nilai q yang diobservasi akan menjadi nilai yang ditandai dengan informasi pasar yang tidak sempurna. Model ini juga memprediksikan bahwa q harus secara substansial tinggi untuk mempengaruhi sebuah penerbitan saham baru untuk perusahaan dengan informasi terbatas/*limited-information* (high Ω) daripada untuk perusahaan dengan informasi penuh/*full-information* (low Ω).

Lemon premium (Ω) adalah premium yang terjadi dikarenakan pemegang saham secara implisit meminta sebuah premium untuk membeli saham perusahaan yang relative bagus untuk meng-*offset* kerugian yang akan muncul dari pendanaan *lemons*. *Premium* tersebut akan meningkatkan biaya pendanaan ekuitas baru yang dihadapi oleh manager perusahaan yang relative lebih tinggi di atas *opportunity cost* dari pendanaan internal yang dipenuhi oleh pemegang saham yang ada.

Nilai *marginal q* yang sebenarnya tidak dapat diobservasi, pendekatannya dilakukan dengan melakukan observasi rata-rata q yang ditandai pasar dan hubungannya dengan saham baru yang diterbitkan. Nilai q yang diobservasi dapat bergerak bebas dari penilaian yang benar untuk *limited-information firm*. Sebagai ilustrasi, pasar mungkin menilai kembali kemungkinan yang mendasari bahwa sebuah perusahaan memiliki kriteria sebagai *lemon*. Jika masalah *asymmetric informasi* penting secara empiris, nilai q yang diobservasi seharusnya relative tinggi terhadap nilai historisnya sebelum penerbitan saham baru untuk *limited-information firm*.

Akhirnya, hambatan pembelanjaan dari pendanaan internal akan terjadi bagi perusahaan yang tidak membayar dividen dan menghadapi permintaan investasi sebagaimana seperti dijelaskan oleh kurva D2 dalam gambar 2.1. Ketika q cukup tinggi, saham baru diterbitkan, dan pergerakan q mengarahkan kepada pergerakan dalam investasi. Disisi lain, investasi akan didorong dengan perubahan dalam pendanaan internal. Dalam kondisi tertentu, dari tampilan kurva vertikal

penawaran hutang, variasi sepanjang segmen retensi dalam gambar 2.1 seharusnya menghubungkan variasi dalam investasi bagi perusahaan yang tidak membayar dividen. Pada umumnya, slope dari kurva penawaran hutang akan menentukan keberadaan dimana perusahaan dapat meng-*offset* pengurangan dalam pendanaan internal dengan *leverage* yang lebih besar. Akhirnya, dengan nilai *lemon premium*, Ω , yang lebih besar, maka semakin besar juga kesempatan bahwa perusahaan akan memiliki kurva permintaan investasi seperti D2, sehingga kesempatan investasi, sebagaimana diukur dengan sebuah proyek q marginal (*project's marginal q*), dapat bervariasi, ketika respon investasi dipengaruhi dengan ketersediaan pendanaan internal. Hal tersebut selaras dengan prediksi atas model akselerasi penjualan (*sales-accelerator models*) dari investasi.

Kesimpulan dari gambar 2.1 di atas, jika *cost of capital* dibedakan oleh sumber dana (*source of funds*), ketersediaan pendanaan akan memiliki efek terhadap praktik investasi atas beberapa perusahaan. Dalam model hierarki pendanaan seperti dijelaskan dalam gambar 2.1, ketersediaan pendanaan internal memberikan perusahaan untuk mengambil proyek investasi yang diinginkan tanpa *resorting* atas biaya tinggi dari pendanaan eksternal. Selain itu, keberadaan dari perusahaan yang menemui pendanaan hutang di tingkatan *margin*, pendanaan dari *internal cash flow* akan mempertahankan nilai neracanya dan posisi kekayaan bersih, sehingga menurunkan biaya hutang baru.

Penelitian lainnya yang menjelaskan mengenai adanya hubungan antara *financial constraint* dengan *stock return*, dilakukan oleh Lamont, Polk dan Saa-Requejo (2001) yang menemukan 3 hal yaitu, bahwa terdapat *financial constraint factor*, sumber umum yang dapat diidentifikasi dari gangguan ekonomi terhadap nilai perusahaan. Pembuktian atas penelitian menyebutkan bahwa *financial constraint* mempengaruhi nilai perusahaan dan membagi *constraint* secara beragam sepanjang waktu. Kemudian penelitian mengenai peranan *financial constrain* dalam *asset pricing* menghasilkan kesimpulan bahwa *constrained firm* memperoleh *return* yang lebih rendah daripada *unconstrained firm* dan yang ketiga bahwa *financially constrained firm* tidak memiliki return yang secara signifikan lebih cyclical daripada rata-rata.

Selain itu, penelitian Stein (1996) melakukan hipotesis bahwa investasi oleh perusahaan *cash constrained* yang lebih kecil akan lebih sensitive terhadap perubahan non fundamental dalam *cost of equity*. Ketika harga saham rendah, *financially constrained firms* menemukan kesulitan dan biaya mahal untuk mendapatkan modal. Dan sebaliknya, selama periode penilaian yang tinggi, *financially constrained firms* lebih mudah menemukan investor yang berkeinginan untuk memberikan investasi modal. Stein mengidentifikasi perusahaan-perusahaan ini sebagai "*equity dependent*" firms. Hasil tersebut selaras dengan hipotesis Baker dan Stein (2003) yang menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat ketergantungan equity yang tinggi, sebagaimana diwakili dengan KZ index dari Kaplan dan Zingales (1997), memiliki investasi yang tiga kali lebih sensitive terhadap harga saham daripada perusahaan dengan tingkat ketergantungan equity yang rendah.

2.5.2 Managerial Myopia

Definisi perilaku *myopic* menurut Porter (1992), "*sacrificing long-term growth for the purpose of meeting short-term goals*". Definisi tersebut memiliki 3 aspek: (1) harus ada investasi yang rendah (*underinvestment*) dalam penciptaan nilai jangka panjang, seperti R&D; (2) *underinvestment* harus terjadi dengan tujuan memenuhi tujuan/sasaran (goals) jangka pendek, seperti memenuhi perkiraan analisa *earning*; dan (3) *underinvestment* harus sub-optimal selaras dengan melemahkan *long term growth* dan *value creation*. Aspek pertama merefleksikan perilaku *myopic*, yang kedua dan ketiga (kinerja jangka pendek dan jangka panjang) merefleksikan motivasi dan konsekuensi dari perilaku *myopic*.

Teori *managerial myopia* dalam penelitian Craig W. Holden, Leonard L. Lundstrum (2005) menyebutkan bahwa jenis dari tekanan jangka pendek, meliputi ketidakcukupan informasi mengenai proyek jangka panjang, menyebabkan manager perusahaan yang diberikan informasi secara *symmetris* melakukan investasi yang sedikit dalam proyek jangka panjang. Dan investasi jangka panjang akan bertambah besar dalam perusahaan yang memanfaatkan R&D secara lebih besar dan lebih banyak peran strategis.

Menurut Stein (1988), manajer memiliki insentif untuk fokus atas tindakan jangka pendek untuk meningkatkan *current stock price* dengan tujuan mengurangi kemungkinan dari *takeover* dan hal ini yang mendorong mereka untuk berinvestasi rendah dalam proyek jangka panjang. Terdapat banyak macam tekanan jangka pendek yang dijadikan sebagai alasan berkontribusi atas tindakan *managerial myopia*, termasuk diantaranya adalah *short term trading* oleh trader institusi, fokus jangka pendek dari analis sekuritas, dan penerbitan yang dipertimbangkan, sangat sedikit informasi yang terkandung kedalam harga sekuritas mengenai proyek jangka panjang.

Craig W. Holden, Leonard L. Lundstrum (2005) menggunakan 3 proksi untuk long term investment: (1) R&D expenditure sebagai persentase dari sales, (2) R&D sebagai persentase dari asset, dan (3) rasio dari *net property, plant dan equipment* dibagi dengan *current asset* (PP&E/A).

Beban R&D digunakan sebagai proksi empiris untuk investasi dalam proyek jangka panjang dikarenakan 3 alasan: (1) Kerja teoretis atas investasi perusahaan jangka panjang oleh Stein (1989), Noe dan Rebello (1997) dan Bebchuk dan Stole (1993) secara eksplisit menyebutkan penggunaan beban R&D untuk mengukur investasi dalam proyek jangka panjang. (2) Kerja empiris sebelumnya oleh Meulbreck et.al. (1990), Knoeber (1986), Bushee (1998) dan Dechow dan Sloan (1992) menggunakan beban R&D untuk menguji investasi perusahaan jangka panjang. (3) *Long term time lag* antara keputusan investasi dan *return* yang berkaitan untuk belanja R&D membuat hal tersebut bagus sebagai proksi untuk investasi proyek jangka panjang.

Dalam penelitian Mei Cheng, K.R. Subramanyam, Yuan Zhang (2007) disebutkan bahwa dua kondisi dipersyaratkan untuk perilaku *manager myopic* (Bushee [1998], Stein [1988,1989]). Pertama, manajer harus menempatkan bobot yang cukup atas *current market value* dari perusahaannya. Ketika manajer *overweight current market value* berkaitan (*vis a vis*) dengan *future value*, mereka tidak siap untuk menunggu sampai *mispricing* sementara (jika ada) berdasarkan atas kinerja jangka pendek adalah dikoreksi dan mempertahankan ketidaksiapannya untuk mengambil perspektive jangka panjang. Manajer dapat dimotivasi untuk melakukan *overweight current stock price* karena desain

insentif ekuitas yang sangat kurang (Hall dan Murphy [2003], Rappaport [2005]), ancaman *takeover* (Stein [1988]), kebutuhan untuk meningkatkan modal (Bhojraj dan Libby [2005], Teoh et al. [1988]), atau *employment concerns* (Fundenberg dan Tirole [1995], Graham et al. [2005]). Kedua, pasar modal seharusnya *misprice current earnings* tanpa mengabaikan *underlying economics* atau manajer seharusnya meyakini bahwa mereka melakukannya. Pasar dapat memberikan harga *current earnings* yang salah (*incorrectly price*) jika investor memiliki fokus jangka pendek (Ellis [2004]) atau salah menginterpretasi keberlanjutan dari komponen earnings (e.g., Sloan [1996]). Dan juga, *managerial myopia* dapat terjadi ketika pasar modal efisien sepanjang manajer meyakini bahwa pasar dapat dimanipulasi (*fooled*) (Stein [1989]), dimana mereka melakukannya (e.g., Graham et al. [2005]). Selain itu, perilaku *myopic managerial* dapat terjadi ketika fungsi kompensasi managerial secara langsung menekankan kinerja *earnings* jangka pendek, seperti halnya pemenuhan target *earnings*.

Penelitian Bhojraj et al. [2005] menguji dampak pasar modal atas *managerial myopia*, menemukan kesimpulan bahwa perusahaan yang menghadapi target *earning* melalui *earning management* yang real mampu meningkatkan harga saham dalam jangka pendek, namun akan mengalami penolakan harga kembali beberapa tahun kemudian.

Penelitian Graham, Harvey dan Rajgopal (2005), memiliki hipotesa bahwa perusahaan yang manajernya memiliki pandangan *myopic* (jangka pendek) akan memiliki korelasi *investment-return* yang tinggi. Hal ini disebabkan karena jika *return* perusahaan rendah maka manajer akan mengurangi investasi, dan sebaliknya jika *return* tinggi maka investasi juga akan tinggi.

Pengembangan model terkait korelasi dengan *investment-return* oleh Fricke (2008), yaitu dimulai dengan harga saham yang rendah, diikuti imbal hasil saham yang negatif, manajer yang fokus dengan orientasi jangka pendek akan mengurangi investasi dalam proyek yang tidak memiliki dampak positif atas target kinerja jangka pendek. Alternatifnya, sebagai perusahaan yang berpengalaman memiliki imbal hasil saham yang positif dan harga saham yang

tinggi, para manager akan meningkatkan investasinya untuk menarik kembali kesempatan sebelumnya yang telah diabaikan.

2.6 Tobin's Q

Di dalam mengukur nilai perusahaan dapat pula dilakukan dengan menggunakan nilai pasar, yaitu metode pengukuran yang digunakan dalam mengukur nilai pasar biasanya digunakan metode *Tobin's Q*. *Tobin's Q* adalah alat pengukuran kinerja perusahaan yang ditemukan oleh James Tobin dari Universitas Yale, penerima Nobel di bidang ekonomi. *Tobin's Q* atau yang dikenal juga sebagai *Q ratio* mengukur kesempatan berkembang suatu perusahaan dengan membandingkan *market value* dari aset perusahaan dengan *replacement value* dari aset perusahaan. *Tobin's Q* merupakan rasio *market value* aset perusahaan (diukur dengan *market value* dari saham yang beredar dan hutang perusahaan) terhadap *replacement cost* aset perusahaan (Tobin, 1969).

Tobin's Q memegang peranan penting dalam berbagai aspek keuangan perusahaan untuk menerangkan berbagai fenomena perusahaan, seperti perbedaan *cross-sectional* pada investasi dan diversifikasi keputusan (Jose, Nichols dan Steens, 1986 serta Malkiel, Furstenberg, dan Watson, 1979), hubungan antara *managerial equity ownership* dan *firm value* (McConnell dan Servaes, 1990) dan Morck, Shleifer, dan Vishny, 1988), hubungan antara kinerja manajerial dan *tender offer gains* (Lang, Stulz, dan Walkling, 1989), dan *financing, dividend*, dan *compensation policies* (Smith dan Watts, 1992). Meskipun demikian, penggunaan *Tobin's Q* dalam analisa pembuatan keputusan di perusahaan hanya sedikit. Hal ini disebabkan karena penggunaan *Tobin's Q* kurang familiar dan ketersediaan serta keakuratan data Q sangat terbatas dibandingkan dengan variabel keuangan lain seperti beta. (Pruitt dan Stephen W, 1994).

Pada dasarnya *Tobin's Q* (Q) adalah *market value* dari saham yang beredar dan hutang perusahaan terhadap *replacement cost* aset perusahaan. Namun karena data perusahaan yang sulit diperoleh, beberapa peneliti berusaha merumuskan Q dengan melakukan beberapa perhitungan penting, seperti Lindenberg dan Ross (1981), Lang dan Litzenberger (1989) serta Pruitt dan Stephen W (1994).

Linderberg dan Ross (1981) menyusun formula pengukuran nilai pasar dengan rumus sebagai berikut:

$$Q = (MVCS + BVPS + BVLTD + BVINV + BVCL - BVCA) / BVTA \quad (2.2)$$

dengan,

- Q = *Tobin's Q*
 MVCS = *the market value of the firm's Common Stock Shares;*
 MVPS = *the book value of the firm's Preferred Stocks;*
 BVLTD = *the book value of the firm's Long-Term Debt;*
 BVINV = *the book value of the firm's Inventories;*
 BVCL = *the book value of the firm's Current Liabilities;*
 BVCA = *the book value of the firm's Current Assets;*
 BVTA = *the book value of the firm's Total Assets*

Berdasarkan formulasi nilai pasar yang dirumuskan oleh Linderberg dan Ross, Pruitt dan Stephen W (1994) memformulasikan *approximate Q* yang lebih konservatif baik dari data yang dibutuhkan dan perhitungannya. Adapun Pruitt dan Stephen W (1994) merumuskan *approximate q* sebagai berikut:

$$\text{approximate } Q = (MVE + PS + DEBT) / TA \quad (2.3)$$

dengan:

- MVE = *the product of a firm's share price and the number of common stock shares outstanding,*
 PS = *the liquidating value of the firm's outstanding preferred stock,*
 DEBT = *the value of the firm's short-term liabilities net of its short-term assets, plus the book value of the firm's long-term debt,*
 TA = *the book value of the total assets of the firm.*

Peneliti menggunakan modifikasi dari Pruitt dan Stephen W (1994) untuk mengukur *Tobin's-Q* menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Tobin's } Q = \frac{(MVE + DEBT)}{\text{Total Aktiva}} \quad (2.4)$$

Dengan definisi *market value* ekuitas merupakan nilai dari hasil perkalian antara harga saham dengan jumlah lembar saham beredar di akhir tahun, *debt*

adalah nilai buku dari total *liabilities* perusahaan di neraca, total aktiva adalah nilai buku dari total *asset* perusahaan yang ada di neraca.

2.7 Efisiensi Bursa Saham

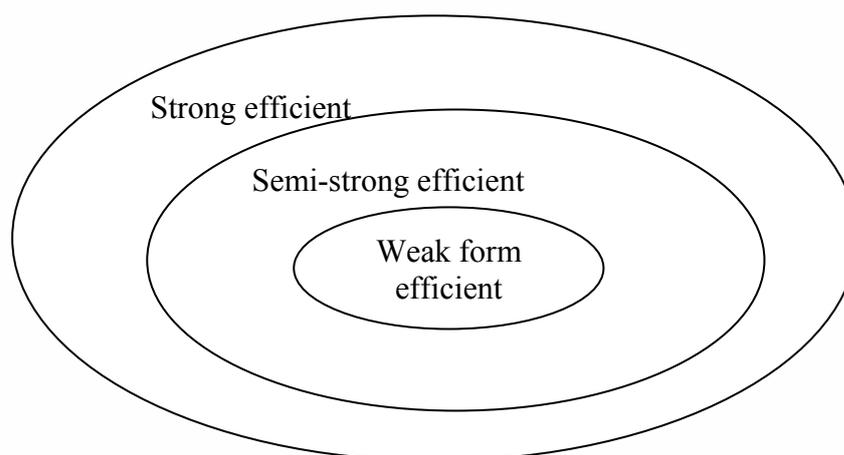
Pasar yang efisien digunakan untuk menggambarkan sebuah pasar yang memiliki semua informasi relevan mengenai sekuritas-sekuritas yang ada dan hal itu tercermin dalam harga sekuritas (Fama, 1970). Pada kondisi pasar yang efisien tingkat imbal hasil saham selalu konsisten dengan tingkat resiko, sehingga investor tidak akan memperoleh profit yang melebihi profit normal (*abnormal profit*) walaupun mempunyai informasi tertentu.

Penelitian Fama (1970) mengemukakan tentang pasar efisien dan membagi pasar efisien ke dalam tiga kelompok, yaitu:

- a. Pasar efisien yang lemah (*weak form efficient*), informasi yang tersedia di pasar adalah informasi mengenai data teknis perdagangan.
- b. Pasar efisien setengah kuat (*semi-strong efficient*), informasi yang beredar pada pasar ini meliputi informasi teknis perdagangan dan informasi public (data fundamental perusahaan, laporan keuangan perusahaan, dan aksi perusahaan).
- c. Pasar efisien sangat kuat (*strong efficient*), pada tingkatan ini semua perubahan informasi akan ditanggapi dengan cepat dengan pembentukan ekuilibrium harga yang baru berdasar informasi yang bersifat publik maupun informasi dalam perusahaan.

Selanjutnya Fama (1991) mengubah ketiga bentuk efisien pasar tersebut: *weak form efficient* diubah menjadi *test for return predictability*, *semi strong form efficient* diubah menjadi *event studies* dan *strong form efficient* diubah menjadi *test for private information*.

Penelitian mengenai bentuk efisiensi pasar di Indonesia memberikan hasil bahwa tidak sepenuhnya teori Fama (1970) dapat diterima, yang menyatakan bahwa bursa mengikuti tiga bentuk efisiensi pasar.



Gambar 2.2
Bentuk Efisiensi Pasar
Sumber: Fama (1970)

Penelitian Manurung (1994a) terhadap efisiensi pasar BEJ memberikan kesimpulan bahwa BEJ tidak mencapai efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form efficient form*) dan juga bentuk setengah kuat (*semi strong efficient*). Jasmina (1999) juga melakukan penelitian terhadap efisiensi BEJ dalam bentuk yang lemah menggunakan *run test*, *autocorrelation test* dan *variance ratio test* untuk Januari 1990 sampai Desember 1996.

Tabel 2.1.

Penelitian Efisiensi Pasar di BEJ (sekarang BEI)

Peneliti	Sampel	Terima Ho (Acak)	Tolak Ho (Tidak Acak)
Manurung (1995)	30	26 (86.7%)	4 (13.3%)
Jasmina (1996)	32	21 (66.0%)	11 (34.0%)
Suha (2004)	45	28 (62.3%)	17 (37.7%)

Sumber: Manurung (2005)

Kesimpulannya adalah BEJ tidak memenuhi pasar yang efisien bentuk lemah. Selanjutnya Suha (2004) juga melakukan penelitian terhadap BEJ dengan data dari Januari 1999 sampai Mei 2004, hasil yang diperoleh bahwa IHSG harian

tidak bersifat acak dan juga berkorelasi antar waktu sehingga BEJ disebutkan tidak memenuhi pasar efisien bentuk yang lemah. Secara umum, hasil empiris semua penelitian di atas menunjukkan bahwa bursa efek di Indonesia tidak memenuhi pasar efisien bentuk yang lemah (*weak form*) maupun bentuk setengah kuat (*semi strong form*).

