



DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL
UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

KARYA AKHIR

***INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS) DAN REALISASI
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN DALAM MENERAPKAN
KEBIJAKAN PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN :***

Studi Kasus Pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

(2004 – 2007)

Diajukan Oleh :

JEFRI RIYADI KUSUMA

06 06 145 196

**UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT
GUNA MENCAPAI GELAR
MAGISTER MANAJEMEN
2008**



TANDA PERSETUJUAN KARYA AKHIR

Nama : Jefri Riyadi Kusuma
Nomor Mahasiswa : 0606 145 196
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul Karya Akhir : *Investment Opportunity Set (IOS) dan Realisasi Pertumbuhan Perusahaan Dalam Menerapkan Kebijakan Pendanaan dan Kebijakan Dividen : Studi Kasus Pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia (2004 – 2007)*

Tanggal Ketua Program Studi
Magister Manajemen : Rhenald Kasali, Ph.D

Tanggal Pembimbing Karya Akhir : Rofikoh Rokhim, Ph.D

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN KARYA AKHIR

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Jefri Riyadi kusuma
No. Mahasiswa : 0606145196
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan ini menyatakan sebagai berikut:

1) Karya akhir yang berjudul :

Investment Opportunity Set (IOS) dan Realisasi Pertumbuhan Perusahaan Dalam Menerapkan Kebijakan Pendanaan dan Kebijakan Dividen : Studi Kasus Pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia (2004-2007)

Penelitian yang terkait dengan karya akhir ini adalah hasil dari kerja saya sendiri

2) Setiap ide atau kutipan dari karya orang lain baik berupa publikasi atau bentuk lainnya dalam karya akhir ini telah diakui sesuai dengan standar prosedur referensi dalam disiplin ilmu.

3) Saya juga mengakui bahwa karya akhir ini dapat dihasilkan berkat bimbingan dan dukungan penuh oleh pembimbing saya, yaitu:

Rofikoh Rokhim, Ph.D

Apabila dikemudian hari dalam karya akhir ini ditemukan hal-hal yang menunjukkan telah dilakukannya kecurangan akademik oleh saya, maka gelar akademik saya yang telah saya dapatkan akan ditarik sesuai dengan ketentuan dari Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Jakarta, 31 –Juli - 2008

(Jefri Riyadi Kusuma)

KATA PENGANTAR

Puji dan Syukur dihaturkan ke hadirat Allah SWT, semata-mata hanya karena perkenan dan kehendak-Nya maka dapat diselesaikan pembuatan dan penulisan tugas akhir ini, sebagai salah satu syarat pada Fakultas Magister Manajemen Universitas Indonesia untuk mendapatkan gelar Magister Manajemen.

Demikian banyak bantuan dan bimbingan yang penulis terima dari semua pihak selama proses pembuatan dan penulisan tugas akhir ini, oleh karenanya dengan segala kerendahan hati kiranya tidak berlebihan bila ucapan terima kasih penulis haturkan kepada :

1. Rhenald Kasali, Ph.D selaku dekan fakultas Magister Manajemen Universitas Indonesia.
2. Rofikoh Rokhim, Ph.D selaku pembimbing karya akhir, yang senantiasa sabar dan selalu bersahabat dalam membimbing saya selama penulisan tugas akhir ini, atas motivasi-motivasinya arahan dan nasehatnya yang membuat saya yakin dapat menyelesaikan tugas akhir ini.
3. Prof I Gusti Ngurah Agung, Ph.D yang telah memberikan masukan, arahan, dan nasehat selama penyelesaian tugas karya akhir ini.
4. Dr. Irwan Adi Ekaputra dan Viverita, Ph.D selaku dosen penguji karya akhir yang telah memberikan masukan, arahan dan bimbingannya.
5. Ratna Wardani, MM. selaku kepala bagian administrasi akademik, Seluruh dosen-dosen di MMUI dan seluruh staff MMUI.
6. Keluarga di Jakarta, Ayahanda Sri Wiyono, Ibunda Roosthaniyah, Mas Aan, Mbak Yayuk, Mas Upi, Mbak Nana dan Dede yang telah memberikan

memberikan dorongan, bantuan material dan doanya. Keluarga besar Karsoijoyo dan Bani Sinwan (Rusli dan Nia) atas doa dan kasih sayangnya.

7. Terimakasih yang sebesar-besarnya saya ucapkan kepada sahabat saya Super SPL Tobing atas dukungan, bantuan, masukan-masukan, semangat yang diberikan setiap saat dan tiada henti-hentinya hingga selesainya penyusunan karya akhir ini.
8. Terimakasih yang sebesar-besarnya juga saya ucapkan kepada sahabat saya Readitya Legistiara Samudera atas dukungan dan semangat. Serta saya ucapkan terima kasih kepada teman-teman seperjuangan Nancy, Yudha, Surya, Firman, Gayuh, Vivi, RR. Evie, Reskia, Russel, Eka, yang banyak membantu saya dalam menyiapkan dan melaksanakan penelitian ini. Teman-teman kelas D-062, E-062 dan seluruh teman-teman mahasiswa MMUI yang telah membuat hari-hari menjadi penuh makna dan canda.
9. Sahabat-sahabatku (Windy, Danar, Ferdi, Dian) yang telah menemani dan memberikan dorongan tiada henti-hentinya. Wuyung Mundiutami; atas segala bantuan, masukan, dukungan, nasehat, fasilitas, perhatian dan doanya.
10. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah banyak membantu.

Semoga Allah SWT senantiasa memberikan rahmat dan karunia-Nya pada kita semua. Akhir kata, tiada gading yang tak retak, semoga tugas akhir ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang memerlukannya.

Penulis

RINGKASAN EKSEKUTIF

Perusahaan mempunyai kecenderungan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yaitu dengan *internal equity*. Apabila *internal equity* dianggap tidak mencukupi baru menggunakan *external finance*. Penggunaan *external finance* sendiri menggunakan hutang, dan apabila hutang tidak mencukupi baru kemudian perusahaan menggunakan *external equity*. *Internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dibanding hutang karena tidak mempunyai risiko. Hutang merupakan sumber dana yang lebih baik dibandingkan penerbitan saham baru. Meskipun keduanya mempunyai risiko, tetapi risiko hutang lebih kecil dibandingkan dengan penerbitan saham baru. Apabila suatu investasi perusahaan tersebut sebagian besar didanai dari *internal equity*, maka akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Semakin besar investasi yang dilakukan maka semakin berkurang dividen yang akan dibagikan. Sebaliknya bagi perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana dari luar untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan dividen yang lebih besar.

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang mencapai keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang dan memaksimalkan harga saham perusahaan

Investment Opportunity Set (IOS) menguraikan pengertian perusahaan yaitu sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi masa depan. Opsi investasi masa depan tidak hanya ditunjukkan dengan adanya proyek – proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja namun juga kemampuan perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibanding dengan perusahaan sejenis dalam kelompok industrinya. Bentuk yang membedakan pilihan investasi atau pertumbuhan adalah nilai perusahaan itu tergantung pada kebebasan pemilihan pengeluaran yang ditentukan oleh manajer dimasa depan. Faktor utama yang menentukan IOS adalah faktor industri seperti rintangan untuk masuk dan daur hidup produk. Faktor tersebut memungkinkan perusahaan untuk membuat investasi yang dapat meningkatkan rintangan untuk masuk (substitusi modal untuk tenaga kerja yang merupakan hasil dari skala ekonomi). Peluang pertumbuhan tidak hanya diwujudkan dalam proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga mempunyai pilihan yang lebih untuk melaksanakan proyek baru

Pada penelitian ini, perusahaan akan dikelompokkan menjadi dua kelompok, yaitu: perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh. Dengan memperbandingkan dengan unsur-unsur realisasi pertumbuhan. Prediksi awal yang diajukan adalah proksi-proksi pembentuk IOS tidak memiliki korelasi terhadap unsur-unsur pertumbuhan perusahaan. Proses lebih lanjut yang dilakukan pada penelitian ini yaitu untuk mengidentifikasi perbedaan antara kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen antara perusahaan tumbuh dan perusahaan yang

tidak tumbuh. Prediksi awal yang diajukan yaitu: tidak ada perbedaan antara Perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh dalam melakukan kebijakan pendanaan, dan tidak ada perbedaan antara Perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh dalam melakukan kebijakan dividen.

Pengelompokan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh berdasarkan hasil dari analisis faktor. Untuk menyelidiki korelasi antara proksi-proksi IOS dengan unsur-unsur realisasi pertumbuhan, peneliti menggunakan analisis korelasi dengan menggunakan metode Spearman Rank. Penelitian selanjutnya, untuk mengidentifikasi perbedaan antara kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen antara perusahaan tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh, peneliti menggunakan metode analisis ANCOVA. Dimana faktor utama A: Pertumbuhan perusahaan dengan IA1: 'Perusahaan Tumbuh' dan IA2: 'Perusahaan Tidak Tumbuh'; faktor utama B: 'Kebijakan Pendanaan' dengan IB1: 'Book debt equity (BDE)' dan IB2: 'Market debt equity (MDE)' dan faktor utama C: 'Kebijakan Dividen' dengan IC1: 'Dividen Payout (DP)' dan IC2: 'Dividen yield (DY)', serta unsur-unsur realisasi pertumbuhan sebagai kovariat.

Dari hasil penelitian diperoleh bahwa hubungan korelasi yang terjadi berupa korelasi positif dan negatif. Korelasi yang positif menunjukkan hubungan yang searah antara proksi-proksi IOS dengan realisasi pertumbuhan, dimana peningkatan atau penambahan nilai tiap proksi IOS akan diikuti dengan peningkatan atau penambahan nilai unsur-unsur realisasi pertumbuhan yang berkorelasi dengan proksi IOS. Korelasi yang negatif menunjukkan hubungan yang tidak searah antara proksi-proksi IOS dengan realisasi pertumbuhan, dimana peningkatan atau penambahan nilai tiap proksi IOS akan diikuti dengan penurunan atau pengurangan nilai unsur-unsur realisasi pertumbuhan yang berkorelasi dengan proksi IOS.

Hasil penelitian yang kedua, penelitian ini dapat membuktikan bahwa terdapat perbedaan mengenai kebijakan pendanaan antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Kebijakan pendanaan yang melalui BDE lebih dominan pada perusahaan yang tumbuh ($M=2,224$) ketimbang pada perusahaan yang tidak tumbuh ($M=2,147$), sebaliknya kebijakan pendanaan yang melalui MDE lebih dominan pada perusahaan yang tidak tumbuh ($M=2,500$) ketimbang perusahaan yang tumbuh ($M=2,150$).

Hasil penelitian ketiga, penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan mengenai kebijakan dividen antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Kebijakan dividen antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh tidak memiliki perbedaan pada kebijakan dividen yang melalui *dividen yield* ($M_{tumbuh} = M_{tidaktumbuh} = 2,500$) namun pada kebijakan dividen yang melalui *dividen payout* terdapat perbedaan rata-rata, dimana perusahaan yang tidak tumbuh memiliki kebijakan *dividen payout* yang lebih dominan ($M = 2,147$) ketimbang perusahaan yang tumbuh ($M=2,049$).

EXECUTIVE SUMMARY

Each company tends to use internal equity as its financing source. If the internal equity wasn't enough to finance its activities, company would use external finance such as debt as an alternative way of financing. If debt wasn't enough to finance its activities, then the company has other alternative way to finance their activities such using external equity. Company obtain internal equity from its retained earning which is risk free and better to finance its activities than debt. Yet comparing to reissuing new shares, debt is better than reissuing new shares as a financing source. Even both debt and reissuing new shares are risky; the risk of debt is less than reissuing new shares. If company used its internal equity to finance almost all its activities, it would have an effect to the distribution of dividend to the stockholders. The bigger the investment, the lesser the dividend distributed to the stockholders. Thus, the company is funded by external resources such as debt, it would distribute bigger dividend to its stockholders.

The dividend policy is a decision in using company's profit whether to distribute it or to save it as retained earning and use it to invest in the future. Balancing the present dividend and future growth in order to maximizing company stock price is the optimum dividend policy.

Investment Opportunity Sets (IOS) describes the company is as a combination of real assets (assets in place) and future investment option. Future investment option is not just shown by the projects which are supported by researches and development activities, but also by company capability to explore the opportunity in taking advantage comparing to others among the industries. Differentiations in investment option or growth depend on the freedom of company expenditure determined by the managers in the future. The main factor in determining IOS is industrial factors, such as entry barriers and product life cycle. This factor enables the company to make an investment which increases the level of entry barriers (capital substitution for human capital as a result of economic of scale). Growth opportunity in new projects is not only supported by sophisticated researches and development activities, but the more important is it also has more choices in doing the new project.

These research classified companies into two groups, growth companies and un-growth companies by comparing the growth realization factors. First assumption was the forming proxies of IOS weren't related to the growth factors of the companies. The next process in this research is identifying the differences between financing policies and dividend policies among growth companies and un-growth companies. The proposed early assumption is that there are no differences between growth and un-growth companies in implementing financing and dividend policies

Classification of growth and un-growth companies is a result of factor analysis. Rank Spearman method was used to investigate the correlation between proxies IOS and growth realization factors. For further analysis, ANCOVA analysis method was used to identify the differences among financing and dividend policies between growth and un-growth companies. This research used A

as a main factor of growth which IA1: "Growth Company" and IA2: "Un-Growth Company"; B as a main factor of financing policy which IB1: "Book Debt Equity (BDE)" and IB2: "market Debt Equity (MDE)" and C as a main factor of dividend policy which IC1: "Dividend Payout (DP)" and IC2: "Dividend Yield (DY)" and growth realization factors as covariant.

Positive and negative correlation is the first result of the research. Positive correlation showed a direct relation between IOS proxies and growth realization, which the growth or additional value for each IOS proxy will be followed by growth or additional value of growth realization factors correlating with IOS proxy. Negative correlation showed an indirect relation between IOS proxies with growth realization, which the growth or additional value for each IOS proxy won't be followed by growth or additional value of growth realization factors correlating with IOS proxy.

The second result showed that there are differences in making financing policy between growth companies and un-growth companies. Financing policy with BDE is dominant to growth companies ($M=2.224$) compared to un-growth companies ($M=2.147$). On the contrary, the financing policy with MDE is dominant ($M=2.500$) to un-growth companies compared to growth companies ($M=2.150$).

The third result is to prove if there were differences between growth and un-growth companies in dividend policy. Dividend policy for growth and un-growth companies has no differences in using dividend yield ($M_{\text{growth}} = M_{\text{un-growth}} = 2.500$) but it has differences in using dividend payout which un-growth companies is more dominant ($M=2.147$) rather than growth companies ($M=2.049$).

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
KATA PENGANTAR	ii
RINGKASAN EKSEKUTIF	iv
EXECUTIVE SUMMARY	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	9
1.3. Tujuan Penelitian	12
1.4. Manfaat Penelitian	12
1.5. Kerangka Pemikiran	13
1.6. Sistematika Penulisan	15
BAB II DASAR TEORI	17
2.1. <i>Investment Opportunity Set (IOS)</i>	17
2.1.1. Alternatif proksi IOS	18
2.2. Pertumbuhan Perusahaan	19
2.3. Hubungan antara IOS dengan Kebijakan Pendanaan	21
2.4. Hubungan antara IOS dengan Kebijakan Dividen	22
2.5. Penerapan Proksi IOS di Luar Negeri	24
2.6. Penerapan Proksi IOS di Indonesia	26
2.7. Sistematika Hasil Penelitian IOS	27
BAB III METODE PENELITIAN	29
3.1. Desain Penelitian	29
3.1.1. Desain Penelitian	29
3.1.2. Sumber Data	29
3.1.3. Metode Pengumpulan Data	30
3.2. Populasi dan Sampel Penelitian	30
3.3. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran	31
3.3.1. Definisi Operasional Variabel	31
3.3.2. Pengukuran	33
3.3.2.1. Variabel Independen	33
3.3.2.1.1. Proksi Berbasis Harga	34

3.3.2.1.2. Proksi Berbasis Investasi	35
3.3.2.2. Variabel Dependen	36
3.3.2.3. Variabel Realisasi Pertumbuhan	37
3.4. Hipotesis, Pengujian Hipotesis dan Metode Analisis	38
3.4.1. Hipotesis	38
3.4.2. Pengujian Hipotesis	39
3.4.3. Metode Analisis	40
3.4.3.1. Analisis Faktor	40
3.4.3.2. Uji Korelasi	41
3.4.3.3. Analisis <i>ANCOVA</i>	42
BAB IV PEMBAHASAN	49
4.1. Metode Pengambilan Sampel dan Pengelompokan Data	49
4.1.1. Pengambilan Sampel	49
4.1.2. Pengelompokan Data	50
4.2. Analisis Data	50
4.2.1. Statistik Deskriptif	50
4.2.2. Analisis Faktor	57
4.2.2.1. Analisis Faktor Proksi IOS	57
4.2.2.2. Pengelompokan Perusahaan	60
4.2.3. Uji Korelasi	61
4.2.4. Analisis <i>ANCOVA</i>	67
4.2.4.1. Pengujian Homogenitas	69
4.3. Pembahasan	69
4.3.1. Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis Pertama	71
4.3.2. Pengujian Hipotesis dua dan Tiga	72
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	78
5.1. Kesimpulan	78
5.2. Implikasi Manajerial	79
5.3. Saran	81
DAFTAR PUSTAKA	82

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1.	Kerangka Berfikir	Halaman 14
-------------	-------------------	---------------



DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 2.1.	Hasil Penelitian IOS	28
Tabel 3.1.	Operasional Variabel	32
Tabel 3.2.	Ilustrasi Model Rerata Sel Bi-Faktor Dikotomous	43
Tabel 3.3.	Parameter Model dan Rerata- Sel Variabel, Y, Menurut FA = (IA1, IA2) dan FB = (IB1, IB2)	43
Tabel 3.4.	Ilustrasi Model Rerata Sel Bi-Faktor Dikotomous	46
Tabel 3.5	Parameter Model dan Rerata Sel Variabel Y, Menurut FA (IA1, IA2) dan FC (IC1, IC2)	46
Tabel 4.1.	Pemilihan Sampel	49
Tabel 4.2.	Statistik Deskriptif	51
Tabel 4.3.	<i>KMO dan Bartlett's Test</i>	58
Tabel 4.4	<i>Anti-image Matrices</i>	59
Tabel 4.5	<i>KMO dan Bartlett's Test</i>	60
Tabel 4.6	Korelasi Sperman Rank Perusahaan Tumbuh	61
Tabel 4.7	Korelasi Sperman Rank Perusahaan Tidak Tumbuh	63
Tabel 4.8	Korelasi Positif Antara Proksi-proksi IOS dengan Proksi-proksi Realisasi Pertumbuhan Pada Perusahaan yang Tumbuh dan tidak Tumbuh	65
Tabel 4.9	Korelasi Negatif Antara Proksi-proksi IOS dengan Proksi-proksi Realisasi Pertumbuhan Pada Perusahaan yang Tumbuh dan tidak Tumbuh	66
Tabel 4.10	Rata-rata Variabel Respon, Y, Menurut Indikator (IA1, IA2) dan (IB1, IB2) Sebagai pengganti Faktor FA dan FB	68
Tabel 4.11	Hasil Pengujian Hipotesis tentang Perbedaan Masing-Masing Faktor Interaksi A: Kebijakan Pendanaan dan Faktor Interaksi B: Kebijakan Dividen	73
Tabel 4.12	Perbandingan dengan Penelitian Sebelumnya	76

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman	
Lampiran 1	Data Sampel Perusahaan	2
Lampiran 2	Perusahaan yang tergolong Perusahaan Tumbuh	7
Lampiran 3	Perusahaan yang tergolong Perusahaan Tidak Tumbuh	9
Lampiran 4	Statistik Deskriptif	12
Lampiran 5	Analisis Faktor	12
Lampiran 5.1	Analisis Faktor Pertama	12
Lampiran 5.2	Analisis Faktor Kedua	14
Lampiran 5.3	Analisis Faktor Ketiga	15
Lampiran 5.4	Hasil Analisis Faktor untuk Pengelompokan Perusahaan Tumbuh dan Perusahaan Tidak Tumbuh	16
Lampiran 6	Uji Korelasi	20
Lampiran 6.1	Uji Korelasi dengan metode Sperman Rank pada Perusahaan Tumbuh	20
Lampiran 6.2	Uji Korelasi dengan metode Sperman Rank pada Perusahaan Tidak Tumbuh	22
Lampiran 7	Analisis <i>ANCOVA</i>	24
Lampiran 7.1	Rata – rata Variabel Respon, Y, Menurut Indikator (IA1, IA2) dan (IB1,IB2) Sebagai pengganti Faktor FA dan FB	24
Lampiran 7.2	Rata – rata Variabel Respon, Y, Menurut Indikator (IA1, IA2) dan (IC1, IC2) Sebagai pengganti Faktor FA dan FC	24
Lampiran 8	Uji Homogenitas	25
Lampiran 9	Hasil Pengujian Hipotesis tentang Perbedaan Masing-Masing Faktor Interaksi A: Kebijakan Pendanaan dan Faktor Interaksi B: Kebijakan Dividen	26