

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Perkembangan pertumbuhan ekonomi global dimulai pada akhir abad ke-18 dan awal abad ke-19 di Eropa khususnya di Inggris, sedangkan pertumbuhan ekonomi di Asia dipelopori oleh Jepang. Kini, mata dunia beralih kepada negara Tirai Bambu, Cina. Saat ini Cina memasuki tahap pertumbuhan tinggi yang berkelanjutan. Dengan pemodal asing dan perluasan akses berbisnis bagi rakyat Cina, negara ini mampu menggerakkan momentum perekonomian yang amat besar (Hidayati, 2008).

Dalam mewujudkan pertumbuhan ekonomi global tersebut maka perkembangan jumlah perusahaan merupakan salah satu syarat utama yang harus dipenuhi. Pertumbuhan perusahaan memungkinkan terjadinya pemupukan tabungan yang progresif, penambahan modal dan diversifikasi produksi. Sehingga perusahaan dapat dikatakan sebagai mesin kerja sama. Semakin cepat jumlah perusahaan tumbuh di suatu negara, maka semakin luas pula ruang lingkup kerja sama terbentuk di sana (Hidayati, 2008).

Pertumbuhan perusahaan sangat fluktuatif, adakalanya bertumbuh pesat dan adakalanya mengalami penurunan. Pengalaman Indonesia pada saat terjadinya krisis tahun 1997-1998, banyak perusahaan mengalami kesulitan besar sehingga mengharuskan para pemegang saham maupun pihak kreditur menutup perusahaan (Darmadji, 2008).

Para *stakeholders* perusahaan, khususnya para pemegang saham menginginkan perusahaan menjadi besar. Nilai perusahaan dapat tercermin pada harga saham di pasar. Pergerakan harga saham dapat diawali oleh rumor. Jika rumor yang beredar mengenai peluang investasi yang baik dimasa yang akan datang, maka dapat mendongkrak harga saham di pasar. Tetapi jika di kemudian hari ternyata perusahaan tidak mampu menampilkan apa yang diharapkan oleh investor, maka harga sahamnya akan menurun (Darmadji, 2008).

Perusahaan memiliki tujuan dan sasaran yang berlainan. Namun pada dasarnya setiap perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, yang dilakukan tidak lain adalah memodifikasi tujuan dengan memaksimalkan keuntungan perusahaan agar mampu menghadapi perubahan lingkungan operasi yang kompleks. Lebih jauh Donaldson (1984) menyimpulkan bahwa dasar tujuan perencanaan keuangan bagi manager adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan perusahaan. Untuk dapat menciptakan kesejahteraan, perusahaan dituntut mampu memanfaatkan sumber daya yang terbatas dan beroperasi pada tingkat produktivitas yang optimal (Keown, Scott, Martin dan Petty, 2001). Tujuan lain dari perusahaan adalah bagaimana memperoleh keuntungan sebesar-besarnya (*profit oriented*) atau lebih mengejar kepada tingkat pertumbuhan yang pada akhirnya akan membawa kepada keuntungan yang diharapkan (*growth oriented*) (Keown, Scott, Martin dan Petty, 2001).

Pertumbuhan perusahaan yang secara sederhana adalah tingkat keuntungan perusahaan atau seberapa besar perusahaan dapat memberikan imbal hasil kepada para investornya dan adanya kemampuan membayar kewajiban kepada para kreditor. Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu hal yang menjadi harapan, baik oleh pihak internal perusahaan (yaitu pihak manajemen) maupun eksternal perusahaan (seperti investor dan kreditor). Pertumbuhan yang diharapkan tersebut harus dapat memberikan aspek positif yaitu dengan adanya kesempatan berinvestasi didalam perusahaan itu (Saputro, 2003). Bagi investor, prospek perusahaan yang tumbuh merupakan suatu prospek yang menguntungkan sebab dana yang telah diinvestasikan menghasilkan imbal hasil yang tinggi.

Semakin banyak peluang dalam berinvestasi maka peluang perusahaan untuk tumbuh semakin besar. Investasi dilakukan sebagai alat untuk memperoleh nilai tambah dimasa yang akan datang, misalkan saja pada investasi keuangan dengan membeli suatu aset yang diharapkan dapat dijual kembali dengan nilai yang lebih tinggi pada masa yang akan datang. Investasi juga bertujuan untuk mempersiapkan masa depan melalui perencanaan kebutuhan yang disesuaikan dengan kemampuan keuangan saat ini (Tandelilin; 2001). Dengan adanya gambaran tersebut maka terdapat dua hal utama yang mendasari perlunya melakukan investasi, yaitu: (1). Adanya kebutuhan masa depan atau kebutuhan saat ini yang belum mampu untuk dipenuhi saat ini, (2). Adanya keinginan untuk menambah

nilai aset dan adanya kebutuhan untuk melindungi nilai aset yang sudah dimiliki

Menurut Tandelilin (2001), investasi memerlukan proses perencanaan, pelaksanaan, evaluasi dan penyesuaian supaya mendapatkan hasil yang diharapkan pada masa yang akan datang. Langkah-langkah dalam proses tersebut merupakan langkah yang sistematis, dinamis dan berkelanjutan. Proses investasi meliputi pemahaman dasar-dasar keputusan investasi dan bagaimana mengorganisir aktivitas-aktivitas dalam proses keputusan investasi. Hal mendasar dalam proses keputusan investasi adalah pemahaman hubungan antara imbal hasil yang diharapkan dan risiko suatu investasi. Hubungan risiko dan imbal hasil yang diharapkan dari suatu investasi merupakan hubungan yang searah dan linier. Artinya semakin besar risiko yang ditanggung, semakin besar pula tingkat imbal hasil yang diharapkan (Tandelilin; 2001). Hubungan seperti itulah yang menjawab pertanyaan mengapa tidak semua investor hanya berinvestasi pada aset yang menawarkan tingkat imbal hasil yang paling tinggi. Di samping memperhatikan imbal hasil yang tinggi, investor juga harus mempertimbangkan tingkat risiko yang harus ditanggung.

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 setiap perusahaan akan memiliki suatu kebijakan tersendiri di dalam menyediakan pendanaan untuk melaksanakan investasi. Secara spesifik Ross (2005) menyatakan bahwa perencanaan keuangan memformulasikan metoda yang akan menunjukkan tujuan-tujuan dari pendanaan yang akan dicapai, yang terdiri atas dua dimensi yaitu : rangkaian waktu (*time frame*) dan tingkatan dari agregasi (*level of aggregation*). Di dalam melaksanakan investasi tersebut, manajemen perusahaan dituntut untuk dapat memaksimalkan nilai yang didapat dan yang akan diperoleh oleh perusahaan. Sehingga diperlukannya usaha untuk mengatasi hal tersebut dengan menetapkan suatu kebijakan yang sesuai dengan kondisi perusahaan.

Kekayaan materi suatu masyarakat pada akhirnya ditentukan oleh kapasitas produktif ekonomi barang dan jasa yang dapat diberikan kepada anggotanya. Kapasitas produktif ini merupakan fungsi dari *real asset* (aset riil) perekonomian, seperti: tanah, bangunan, pengetahuan dan mesin yang digunakan untuk memproduksi barang serta para pekerja yang keahliannya diperlukan untuk memanfaatkan sumber daya tersebut. Secara bersamaan, aset fisik dan sumber daya manusia dapat menghasilkan keseluruhan *spectrum output* yang diproduksi dan dapat dikonsumsi oleh masyarakat (Bodie, Kane dan Markus, 2006).

Kebalikan dari aset riil adalah aset keuangan (*financial asset*) seperti saham atau obligasi. Aset ini secara terpisah, tidak mencerminkan kekayaan

masyarakat. Saham hanya merupakan lembaran kertas atau mungkin jurnal komputer dan tidak secara langsung memiliki kontribusi terhadap kapasitas produktif dalam suatu perekonomian. Sebaliknya, aset keuangan memiliki kontribusi secara tidak langsung terhadap kapasitas produktif suatu perekonomian, karena aset ini memisahkan kepemilikan dan manajemen dalam suatu perusahaan dan memfasilitasi pemindahan dana untuk perusahaan dengan peluang investasi yang menarik. Aset keuangan memiliki kontribusi terhadap kekayaan individu dan perusahaan yang memilikinya. Karena aset keuangan merupakan klaim atas laba yang dihasilkan oleh aset riil (Bodie, Kane dan Markus, 2006).

Nilai perusahaan menurut Gaver dan Gaver (1993) digambarkan sebagai sebuah kombinasi antara *assets in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment options* (pilihan investasi) di masa depan. Dimana nilai *investment options* ini tergantung pada *discretionary expenditures* yang dikeluarkan oleh manajer di masa depan, sedangkan *assets in place* tidak memerlukan investasi semacam itu. Pilihan-pilihan investasi ini kemudian dikenal dengan istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) Pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan imbal hasil yang lebih tinggi dan besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (Saputro, 2003).

IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), sehingga diperlukan proksi (Gaver dan Gaver dalam Hartono, 1999). Proksi IOS tidak semuanya adalah ekuivalen dan bernilai (Kallapur dan

Trombley, 2001). Oleh karena itu, perlu diadakan penelitian lanjutan guna menemukan suatu proksi yang sesuai dan konsisten.

Nilai IOS dapat dihitung dengan kombinasi berbagai jenis proksi yang mengimplikasikan nilai aktiva di tempat yaitu berupa nilai buku aktiva maupun ekuitas dan nilai kesempatan untuk bertumbuh bagi suatu perusahaan di masa depan. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian (Saputro, 2003). Proksi IOS dapat diklasifikasikan dalam empat tipe (Kallapur dan Trombley, 2001) :

- 1). Proksi berbasis harga; berdasarkan pada perbedaan antara aset dan nilai perusahaan (Hartono, 1999)
- 2). Proksi berbasis investasi; menunjukkan tingkat investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan
- 3). Proksi berbasis varian; berdasarkan pada pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dengan mendasarkan pada peningkatan aset (Kallapur dan Trombley, 2001)
- 4). Proksi gabungan dari proksi IOS individual; alternatif proksi gabungan IOS yang dilakukan untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual (Gaver dan Gaver, 1993).

Pada penelitian ini proksi yang digunakan, dengan menggunakan beberapa pendekatan yang dapat dikategorikan dalam dua kategori yaitu:

## 1. Pendekatan berdasarkan harga (*price-based proxies*)

Pendekatan ini dimaksudkan untuk membandingkan antara nilai buku perusahaan dengan nilai pasar yang terefleksi dalam harga saham. Proksi yang digunakan adalah:

- *Market to book value of asset (MVABVA)*; dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham. Pasar menilai perusahaan yang sedang tumbuh lebih besar dari nilai bukunya.
- *Market to book value of equity (MVEBVE)*; dengan dasar pemikiran bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan lebih besar dari return yang diharapkan dari ekuitasnya.
- *Firm value to book value of property, plant and equipment (VPPE)*; menunjukkan adanya investasi pada aktiva tetap yang produktif sebagai asset in place.
- *Price to earning ratio (PER)*; dengan dasar pemikiran bahwa nilai ekuitas merupakan jumlah nilai kapitalisasi laba yang dihasilkan dari pengelolaan aset plus nilai sekarang neto (NPV) dari pilihan investasi di masa datang. Semakin besar rasio PER maka semakin besar pula perusahaan kemungkinan untuk tumbuh.

## 2. Pendekatan berdasarkan investasi (*investment-based proxies*)

Pendekatan ini dilakukan untuk menunjukkan aktivitas investasi didalam perusahaan dengan membandingkan nilai buku perusahaan dengan nilai pasar yang terefleksi dalam harga saham. Proksi yang digunakan adalah:

- *Capital expenditure to book value of assets* (CAPBVA); menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi aktiva produktifnya.
- *Capital expenditure to market value of asset* (CAPMVA); dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak tumbuh.
- *Current assets to net sales* (CAONS); dengan dasar pemikiran bahwa *working capital* dapat digunakan untuk investasi perusahaan yang berasal dari aset perusahaan. Dengan investasi pada *current assets* akan mampu menghasilkan penjualan sebesar *net sales* yang diterima.

Prasetyo (2000) menyatakan bahwa penelitian pasar modal yang diasosiasikan dengan struktur modal perusahaan, terutama dengan set peluang investasi atau IOS masih sedikit sekali. Selain itu Fijrijanti dan Hartono (2000) menyatakan adanya variabilitas laba yang sangat tinggi antar perusahaan sampel dan antar periode, menyebabkan perusahaan di Indonesia saat ini harus dievaluasi setidaknya satu tahun sekali.

## 1.2. Perumusan Masalah

Istilah IOS pertama kali diperkenalkan sebagai ketergantungan nilai perusahaan terhadap kebijakan pembiayaan perusahaan (Myers (1977), dalam Kallapur dan Trombley, 1999).

IOS direpresentasikan oleh proksi-proksi pembentuk pertumbuhan perusahaan (Hartono, 1999). Pertumbuhan perusahaan sangat penting, mengingat pertumbuhan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut dan diharapkan dapat memberikan tingkat pengembalian yang tinggi (Hartono, 1999). Jika perusahaan tumbuh maka akan mendapatkan respon positif dari pasar, hal ini yang mendasari pokok permasalahan yang pertama pada penelitian ini dengan mengelompokkan perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh.

Bentuk yang membedakan pilihan investasi (atau pertumbuhan) adalah nilai perusahaan itu tergantung pada kebebasan pemilihan pengeluaran yang ditentukan oleh manajer di masa depan. Manajer perusahaan dituntut harus dapat membuat keputusan sumber pendanaan yang tepat, baik yang berasal dari internal maupun eksternal. Hal itu disebabkan karena tiap sumber dana memiliki karakteristik tertentu (Brigham dan Houston, 2004). Sumber dana yang berasal dari internal diperoleh dari laba ditahan dan sumber dana yang berasal dari eksternal berasal dari hutang (kreditur dan penerbitan saham). Kombinasi antara modal sendiri dan hutang adalah struktur modal perusahaan (Brigham dan Houston, 2004).

Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yang pertama kali yaitu dengan *internal equity* (modal sendiri). 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* (Penerbitan saham baru). *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. Hal ini yang mendasari pokok-pokok permasalahan selanjutnya pada penelitian ini.

Berdasarkan pemaparan masalah di atas; dapat dirumuskan beberapa permasalahan sebagai berikut :

1. Bagaimanakah korelasi antara IOS dengan pertumbuhan perusahaan dan bentuk korelasi keduanya ?
2. Bagaimanakah perbedaan kebijakan pendanaan antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh ?

3. Bagaimanakah perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh ?

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan permasalahan, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui korelasi antara IOS dengan pertumbuhan perusahaan, serta bagaimana bentuk dari korelasi tersebut.
2. Untuk mengetahui perbedaan kebijakan pendanaan antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh.
3. Untuk mengetahui perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh.

### **1.4. Manfaat Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

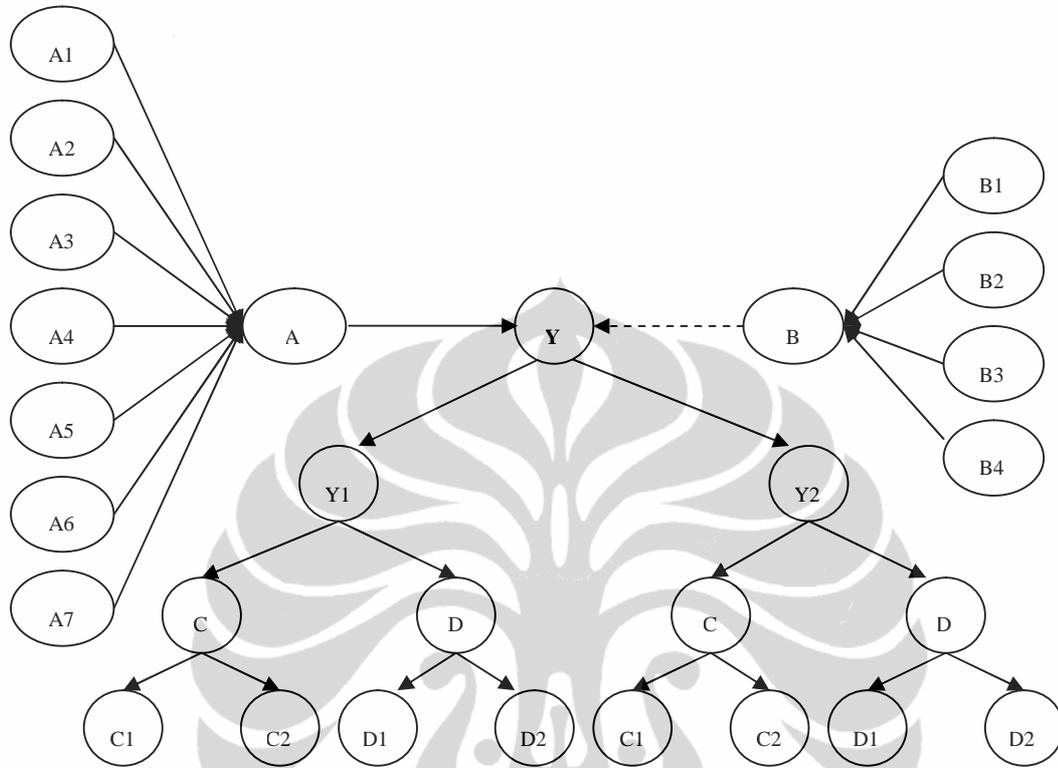
1. Dapat memberikan bukti empiris dan referensi tambahan yang berkenaan dengan kebijakan pendanaan dan dividen khususnya pada perusahaan – perusahaan di Indonesia serta dapat menjadi bahan perbandingan bagi penelitian berikutnya.
2. Bagi investor, dapat mempertimbangkan klasifikasi perusahaan baik perusahaan yang tumbuh ataupun tidak tumbuh sebagai dasar dalam melakukan transaksi saham.

3. Dapat mempertimbangkan IOS sebagai pengambilan keputusan perusahaan untuk melakukan investasi pada masa yang akan datang.
4. Menambah pengetahuan mengenai IOS dalam kaitannya dengan pertumbuhan perusahaan, kebijakan pendanaan dan dividen.

#### **1.5. Kerangka Pemikiran**

Penelitian ini dilakukan dengan meletakkan IOS sebagai dasar indikator dari pertumbuhan perusahaan dan berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. IOS dihubungkan dengan unsur-unsur realisasi pertumbuhan untuk memperoleh pengelompokan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh kemudian menghubungkannya terhadap kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Sehingga dapat diilustrasikan sebagai Gambar 1.1. sebagai berikut:

Gambar 1.1. Kerangka berfikir



**Keterangan:**

A = <i>Investment Opportunity Set</i>	B = <i>Realisasi Pertumbuhan</i>
A1 = <i>Market to Book Value Of Equity</i>	B1 = <i>Pertumbuhan Penjualan</i>
A2 = <i>Market to Book Value Of Asset</i>	B2 = <i>Pertumbuhan Laba</i>
A3 = <i>Price to Earning Ratio</i>	B3 = <i>Pertumbuhan Nilai Buku Ekuitas</i>
A4 = <i>Capital Expenditure to Book Value of Assets</i>	B4 = <i>Pertumbuhan Aset</i>
A5 = <i>Capital Expenditure to Market Value of Assets</i>	C = <i>Kebijakan Pendanaan</i>
A6 = <i>Firm Value to Book Value of Property, Plant and Equipment</i>	C1 = <i>Book Debt Equity</i>
A7 = <i>Current Assets to Net Sales</i>	C2 = <i>Market Debt Equity</i>
D = <i>Kebijakan Dividen</i>	Y = <i>Pertumbuhan Perusahaan</i>
D1 = <i>Dividen Payout</i>	Y1 = <i>Perusahaan Tumbuh</i>
D2 = <i>Dividen Yields</i>	Y2 = <i>Perusahaan Tidak Tumbuh</i>

## **1.6. Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan merupakan gambaran mengenai kerangka penulisan dalam masing-masing bab. Sistematika penulisan karya akhir ini adalah:

### **BAB I Pendahuluan**

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, kerangka pemikiran dan sistematika penulisan.

### **BAB II Dasar Teori**

Bab ini menguraikan teori dan konsep yang digunakan sebagai acuan dasar dalam melakukan penelitian dan analisis terhadap data-data yang diperoleh dari hasil penelitian.

### **BAB III Metode Penelitian**

Bab ini menjelaskan mengenai metode penelitian yang digunakan dalam karya akhir ini dan teknis pelaksanaannya yang meliputi desain penelitian, populasi, sampel dan teknik pengambilan sampel, definisi operasionalisasi variabel dan pengukuran, sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis data.

### **BAB IV Pembahasan**

Bab ini berisi analisis dan pembahasan terhadap hasil survei dan hasil perhitungan dari data-data yang dikumpulkan. Pembahasan

didasarkan pada konsep teori dan interpretasi dari pengembangan teori yang ada.

## **BAB V Kesimpulan dan Saran**

Bab ini berisi kesimpulan dari analisis yang telah dilakukan, implikasi manajerial dan saran-saran yang diharapkan dapat berguna bagi para pihak yang terkait di masa mendatang.

