

BAB II

DASAR TEORI

2.1. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Myers (1977) sebagai orang pertama yang mengemukakan istilah IOS dengan menguraikan pengertian perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan pilihan-pilihan investasi pada masa depan. IOS ditunjukkan sebagai besarnya nilai perusahaan yang tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan imbal hasil yang lebih besar (Gaver dan Gaver, 1993).

Kallapur dan Trombley (2001) berpendapat bahwa faktor industri seperti rintangan untuk masuk dan daur hidup produk sebagai salah satu faktor penentu dari IOS. Faktor penentu tersebut, memungkinkan perusahaan untuk berinvestasi sehingga dapat meningkatkan rintangan untuk masuk, substitusi modal sebagai tenaga kerja yang merupakan hasil dari skala ekonomi sebagaimana yang dijelaskan (Chung dan Charoenwong, 1991).

Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa 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. Kemampuan yang berlebih ini

bersifat tidak dapat diamati (*unobservable*). Oleh karena itu diperlukan suatu proksi (Hartono,1999). Semakin banyak proksi IOS yang menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan.

2.1.1. Alternatif proksi IOS

Ada beberapa proksi yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran IOS (Myers,1977 dalam Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi – proksi tersebut dapat digolongkan menjadi tiga jenis:

a.Price – based proxies

Proksi ini mendasarkan pada perbedaan antara asset dan nilai perusahaan. Proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*asset in place*). Oleh karena itu, proksi ini sangat tergantung pada harga saham (Hartono, 1999)

b.Investment – based proxies

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan (Kallapur dan Trombley,1999). Perusahaan dengan IOS yang tinggi juga akan mempunyai tingkat investasi yang sama tinggi, yang dikonversi menjadi asset yang dimiliki (Kallapur dan Trombley,2001).

c. Variance measure

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas imbal hasil yang mendasari peningkatan aktiva.

2.2. Pertumbuhan Perusahaan

Kallapur dan Trombley (2001) memberi penjelasan bahwa penting untuk membedakan antara IOS dengan *growth*, kata *growth* pada umumnya merujuk kepada kemampuan perusahaan untuk meningkat dalam ukuran (*size*), sedangkan IOS adalah pilihan untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang memiliki *net present value* positif. Disebutkan pula bahwa *investment opportunities* juga menghasilkan peningkatan dalam ukuran perusahaan, namun tidak semua *growth oportunities* memiliki *net present value* positif.

Dalam hampir setiap studi, ukuran perusahaan dinyatakan sebagai determinan dari struktur keuangan perusahaan. Ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan memperoleh dana dari pasar modal (Sawir, 2004). Perusahaan yang sedang tumbuh akan membutuhkan dana yang besar sehingga cenderung untuk menahan sebagian besar pendapatannya. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan semakin besar pula kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Dan semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya, perusahaan tersebut biasanya

lebih senang untuk menahan *earning* nya daripada dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham. Dengan demikian dapatlah dikatakan bahwa makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan makin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, makin besar bagian pendapatan yang ditahan dalam perusahaan, yang ini berarti makin rendah *dividen payout ratio*.

Apabila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan sedemikian rupa sehingga perusahaan telah "*well establish*" dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana eksternal lainnya maka keadaan adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *dividen payout ratio* yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Semakin tinggi tingkat ekspansi perusahaan, semakin besar kebutuhan akan dana untuk mendanai ekspansi tersebut. Semakin besar kebutuhan dana masa depan semakin besar kemungkinan perusahaan menahan labanya. Memang bisa saja kebutuhan dana dipenuhi dengan emisi saham baru, tetapi bila pendapatan semuanya dibayarkan sebagai dividen (yang juga merupakan subyek pajak pendapatan yang tinggi) hanya sebagian kecil yang dapat diinvestasikan kembali. Dengan demikian perusahaan yang sedang berkembang cenderung menahan laba disamping menerbitkan emisi baru.

2.3. Hubungan antara IOS dengan kebijakan pendanaan

Keputusan pendanaan dengan pemilihan sumber dana, dapat berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal). Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba ditahan yang berasal dari hasil kegiatan perusahaan, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik peserta yang merupakan komponen modal sendiri juga berasal dari kreditur yang merupakan dana pinjaman atau hutang. Proporsi atau bauran dari penggunaan modal sendiri dan hutang dalam pemenuhan kebutuhan dana perusahaan (struktur modal) tercermin dalam *leverage* perusahaan (Brigham dan Houston, 2004).

Smith dan Watts (1992) dalam penelitiannya yang berlevel analisis industri, menyatakan bahwa perusahaan yang *growth* memiliki *leverage* yang rendah. Gaver dan Gaver (1993) dalam penelitiannya yang berlevel analisis perusahaan menyatakan bahwa perusahaan yang *growth* memiliki *leverage* yang rendah dan *corporate investment* akan tinggi dalam perusahaan yang menghadapi: biaya transfer pajak yang mahal, intensitas modal yang tinggi, dan pemilikan modal internal yang kecil. Namun Lang et al (1996) menemukan bahwa *leverage* tidak mengurangi pertumbuhan bagi perusahaan yang terkanal dengan memiliki peluang investasi yang baik. Tetapi *leverage* memiliki hubungan yang negatif dengan *growth* bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tidak dikenal oleh pasar modal atau tidak cukup bernilai untuk mengatasi pengaruh hutangnya.

2.4. Hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen

Kebijakan dividen menyangkut keputusan apakah laba akan dibayarkan sebagai dividen atau ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang kontroversial karena: 1). Bila dividen ditingkatkan, arus kas akan meningkat dan akan menguntungkan investor 2). Bila dividen ditingkatkan, laba ditahan yang direinvestasi dan pertumbuhan masa depan akan menurun, sehingga merugikan investor. Sehingga kebijakan dividen yang optimal yaitu dengan menyeimbangkan kedua hal tersebut dan memaksimalkan harga saham (Sawir, 2004).

Levy dan Sarnat (1990) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi akan lebih memilih pendanaan internal daripada pendanaan eksternal karena pendanaan internal lebih murah. Akibatnya, kebijakan dividen lebih menekankan pada penyebaran dividen yang kecil. Schall dan Haley (1983) berpendapat bahwa dalam jangka panjang perusahaan yang pertumbuhannya cepat memiliki *dividen payout* yang rendah bahkan tidak membayar dividen sama sekali.

Schall dan Haley (1983) mengklasifikasikan tipe pemegang saham terdiri atas pemegang saham yang berorientasi pada investasi dan pemegang saham yang berorientasi pada pendapatan rutin untuk konsumsi. Tipe pemegang saham yang berorientasi pada investasi memilih kebijakan dividen yang lebih kecil atau tidak membagi dividen sehingga keuntungan yang diharapkan hanyalah *capital gain*. Untuk tipe pemegang saham yang berorientasi pada pendapatan rutin menghendaki perusahaan untuk selalu

membayar dividen relatif pasti (*clientele effect*), yaitu perusahaan harus mampu membayar dividen. Shim dan Siegel (1992) mengatakan bahwa bagi tipe pemegang saham yang berorientasi pada investasi akan memilih perusahaan tidak membagi dividen bila perusahaan mampu menghasilkan imbal hasil yang lebih besar dibandingkan imbal hasil yang dihasilkan oleh pemegang saham dari peluang investasinya. Dan sebaliknya pemegang saham akan lebih memilih perusahaan untuk membagi seluruh *earning* menjadi dividen bila imbal hasil yang diperoleh pemegang saham dari investasi alternatif lebih besar daripada imbal hasil yang dihasilkan perusahaan, sedangkan pada kenyataannya investor menghendaki agar perusahaan membayar dividen.

Dalam pertimbangan diatas kebijakan dividen harus berdasar pada : perusahaan harus mampu membayar dividen dengan jumlah yang relatif stabil, kebijakan dividen harus memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Shim dan Siegel (1992) mengatakan bahwa untuk menjaga kestabilan pembayaran dividen, kenaikan *earning* tidak otomatis dapat untuk menaikkan dividen. Apabila *earning* sifatnya permanent baru dapat digunakan untuk menaikkan dividen.

Dari uraian diatas menunjukkan bahwa informasi dividen mencerminkan persistensi *earning* dan persistensi *earning* mencerminkan peluang pertumbuhan sehingga informasi dividen mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan.

2.5. Penerapan proksi IOS di luar negeri

Penelitian yang dilakukan Gaver dan Gaver (1995) adalah "*Compensation Policy and The Investment Opportunity Set*". Penelitian ini membahas kebijakan kompensasi perusahaan. Dasar teorinya adalah penelitian Smith dan Watts (1992) yang menyatakan perusahaan yang berkembang akan memberikan gaji yang lebih besar kepada para eksekutifnya dibanding dengan perusahaan tidak berkembang. Penelitian Gaver dan Gaver menggunakan sample berjumlah 321 perusahaan Fortune 1000 yang berpartisipasi dalam suatu survey gaji perusahaan konsultasi William M Mercer, Inc diawal 1993. Ada empat proksi yang digunakan yaitu:

1. *Market to book assets* (MKTBKASS) adalah rasio nilai passiva dan saham preferen dalam pembukuan nilai pasar saham biasa terhadap nilai asset total pembukuan.
2. *Market to book equity* (MKTBKEQ) adalah rasio nilai pasar saham biasa terhadap nilai pembukuan saham biasa.
3. *Research & development expense to book value of total assets* (R&D) adalah rasio biaya litbang terhadap nilai pembukuan total assets.
4. *Variance* (VAR) adalah variansi angka pendapatan total perusahaan yang mencakup apresiasi harga saham selama satu tahun, dividen serta pembayaran bunga.

Hasilnya semua korelasi diantara proksi – proksi adalah positif namun nilai korelasinya tidak tinggi. Rendahnya korelasi disebabkan karena

keterbatasan yang dimiliki tiap proksi dalam menilai IOS. Rasio nilai buku pasar merupakan factor paling utama dan diikuti variansi dan litbang.

Penelitian Gaver dan Gaver (1993) "*Additional Evidence on the Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen and Compensation Policies*". Kelebihan dari penelitian ini adalah: perhitungan tiap rasio detail, penggunaan *common factor analysis* yang pertama untuk menyeleksi prediktor pertumbuhan perusahaan, dan detail dalam prosedur pemilihan sampel dimana sebagai sampel adalah perusahaan yang terdaftar dalam arsip compustat. Ada enam proksi yang digunakan yaitu: MKTKBASS, MKTBKEQ, EP, R&D, VAR dan FUNDS. Dari keenam proksi IOS semua berhubungan positif dan signifikan, namun hanya VAR (varian tingkat laba) yang memiliki korelasi yang tidak signifikan

Penelitian Kallapur dan Trombley (1999) membahas realisasi pertumbuhan. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang informasi laporan keuangan dan nilainya tersedia dalam berkas – berkas *Standard dan Poor's Compustat primary – supplementary – tertiary*. Minimum jumlah sampelnya 2.945 perusahaan dan maksimumnya 4.039 perusahaan selama 14 tahun mulai dari tahun 1978 – 1999. proksi yang digunakan:

1. *Price based proxies:*

Market value of equity plus book value of debt (V), Ratio of book to market value of asset (A/V), Ratio of book to market of equity (BVEMVE), Ratio of

book value of PPE (PPEV), Tobin-Q, Ratio of depreciation expense to value (DEPV), earning- Price ratio (E/P)

2. *Investment based proxies*

Ratio R&D expense to firm value (R&D/V), Ratio R&D expense to firm assets (R&D/A), Ratio R&D expense to sales (R&D/S), Ratio R&D additional to firm value (CAPX/V), Ratio R&D additions to assets book value (CAPX/A)

3. *Variance measure*

Variance of total return (VARRET), market model beta (BETA)

2.6. Penerapan proksi IOS di Indonesia

Fijrijanti dan Hartono (2000) melakukan penelitian dengan judul "Analisis Korelasi Proksi IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen." Karakteristik penelitian ini adalah pembahasannya yang mendetail pada realisasi pertumbuhan perusahaan dari 1990-1998.

Fijrijanti dan Hartono (2000) menggunakan lima nilai IOS:

- MVABVA adalah *rasio market to book value of asset*.
- MVEBVE adalah *rasio market to book value of equity*.
- PER adalah *ratio price to earning*.
- CAPBVA adalah *capital expenditure to book value of asset*.
- CAPMVA adalah *capital expenditure to market value of asset*

Hasil penelitiannya menyatakan bahwa semua variabel proksi IOS signifikan sebagai rasio pertumbuhan perusahaan untuk satu tahun ke depan

($T+1$), setelahnya ($T+2$ sampai $T+5$) tidak lagi efektif menjadi indikator bagi perusahaan yang tumbuh.

Prasetyo (2000) telah melakukan penelitian dengan judul "Asosiasi antara IOS dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti empiris dari Bursa Efek Jakarta." Karakteristik penelitian ini pada pembahasan kebijakan kompensasi dan beta (risiko). Prasetyo (2000) menentukan kelompok *growth firms* dan *nongrowth firms* dengan empat indikator:

- MKTBKASS adalah *rasio market – to – book assets*.
- MKTBKEQ adalah *rasio market – to – book equity*.
- EP adalah *rasio earning/price*.
- RACTE adalah *rasio total capital expenditures to book total assets*

2.7. Sistematika hasil penelitian IOS

Sistematika hasil penelitian IOS dapat dirangkum dalam Tabel 2.1. sebagai berikut:

Tabel 2.1.
Hasil Penelitian IOS

Peneliti	Proksi yang digunakan	Hasil penelitian
Luar Negeri		
1. Gaver dan Gaver (1993)	MKTBKASS, MKTBKEQ, EP, R&D, VAR dan FUNDS.	Semua berhubungan positif dan signifikan, kecuali VAR.
2. Gaver dan Gaver (1995)	MKTBKASS, MKTBKEQ, VAR dan R&D.	Rasio nilai buku pasar yang paling utama, diikuti variansi dan litbang.
3. Kallapur dan Trombley (1999)	<ul style="list-style-type: none"> • Proksi berdasarkan harga: V, A/V, BVE/MVE, PPE/V, Tobin-q, DEV/V, E/P. • Proksi berdasarkan investasi: R&D/V, R&D/A, R&D/S, CAPX/V, CAPX/A. • Variance measure: Varret dan Beta. 	Proksi IOS berdasarkan harga sesuai dengan yang diperkirakan. Proksi IOS berdasarkan litbang tidak selalu berkorelasi dengan peningkatan yang dicapai, hasil ini tidak sesuai dengan yang diperkirakan tentang adanya korelasi yang positif antara litbang dengan peningkatan.
Dalam Negeri		
1. Subekti dan Kusuma (2000)	PPE/BVA, MVE/BVE, P/E, MVA/BVA, CAP/BVA.	MVE/BVE, MVA/BVA dan CAP/BVA menunjukkan arah korelasi positif yang konsisten terhadap pertumbuhan perusahaan.
2. Fijrijanti dan Hartono (2000)	MVA/BVA, MVE/BVE, PER, CAP/BVA, CAP/MVA.	Semua variabel proksi IOS signifikan sebagai rasio pertumbuhan perusahaan untuk satu tahun kedepan, setelahnya tidak lagi efektif menjadi indikator bagi perusahaan yang tumbuh.
3. Prasetyo (2000)	MKTBKASS, MKTBKEQ, EP, RACTE.	Korelasi tertinggi terjadi pada MKTBKASS dan MKTBKEQ.

Sumber: Ringkasan jurnal penelitian