

ANALISIS PENGARUH SET KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN *LEVERAGE* PERUSAHAAN



Nafi' Inayati Zahro *)

ABSTRACT

Investment opportunities play an important role in corporate finance. Firm's investment opportunity set (IOS) is unobservable, so, to know that, we must have a proxies. It is classified into four types: 1. Price based proxies, 2. Investment based proxies, 3. Variance measures, 4. Composite IOS proxies from individual proxies.

Dividend policy related to decision about how to much earnings will be shared to stockholders. The past great dividend will increase the future cash necessity. So, it will motivate to do the greater loan and increase to the greater financial leverage too. A high IOS showed high risk will be received by lender. So that, cost of debt are more expensive than cost of equity. High or low of IOS can be determine related support about dividend policy and firm's leverage.

Keywords : *Investment Opportunity Set, Dividend Policy, Leverage, and Agency Theory*

1. PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan investasi dan pendanaan suatu perusahaan. Dalam melakukan penilaian investor sangat membutuhkan informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan tersebut, diantaranya adalah informasi mengenai kebijakan dividen. Pengumuman perubahan pembayaran dividen mengandung informasi yang dapat digunakan para investor untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi dan memprediksi prospek perusahaan pada masa mendatang. Peningkatan dividen yang dibagikan oleh suatu perusahaan dapat diterjemahkan sebagai sinyal positif maupun negatif. Peningkatan dividen diartikan sebagai sinyal positif ketika pembayaran dividen dapat digunakan sebagai sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek dan kinerja baik dan penurunan dividen mempunyai prospek buruk. Argumen ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan membayarkan dividen yang disesuaikan dengan laba bersih.

*) Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Muria Kudus

Teori keagenan menyatakan bahwa di dalam suatu perusahaan terdapat dua kepentingan berbeda yaitu kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham. Manajemen perusahaan memiliki kecenderungan untuk berperilaku oportunistik demi kepentingannya sendiri, dan sering tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Tindakan manajer yang oportunistik tersebut dapat berakibat pada meningkatnya konflik keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) biaya keagenan merupakan pengurangan nilai aktiva perusahaan karena adanya pemisahan kontrol dan kepemilikan. Biaya keagenan meliputi: (1) biaya *monitoring* oleh prinsipal, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk memastikan bahwa agen bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal, (2) biaya *bonding* oleh agen, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa manajer tidak akan mengambil tindakan yang menyimpang dari kepentingan prinsipal, (3) *residual loss*, yaitu jumlah kesejahteraan prinsipal yang berkurang akibat terdapatnya perbedaan keputusan yang diambil oleh agen dengan keputusan yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham.

Untuk membatasi tindakan manajer perusahaan yang oportunistik, pemegang saham memerlukan upaya pengawasan. Salah satu mekanisme yang dapat meminimumkan biaya keagenan adalah melalui kebijakan utang atau *leverage*. Penggunaan dana dengan utang dapat dimaksudkan untuk menempatkan perusahaan pada kondisi diawasi oleh pihak lain selain pemegang saham, yaitu *bondholder* atau kreditor.

Untuk meningkatkan nilai perusahaan maka selain membuat kebijakan dividen perusahaan dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi dengan baik. Sesuai dengan pernyataan Adam dan Goyal (2006) bahwa set kesempatan investasi mempunyai peranan yang penting dalam kebijakan keuangan perusahaan. Menurut Jensen (1986), hubungan kebijakan investasi dan kebijakan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang dibagikan, karena perusahaan bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah.

2. PEMBAHASAN

Tinjauan mengenai Set Kesempatan Investasi

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Setianingtyas (2009), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Myers (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) aktiva yang tersedia di tempat dan nilai sekarang kesempatan investasi pada masa yang akan datang. Dalam hal ini nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi set kesempatan investasi tidak menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan yang akan digunakan pada masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan. Terdapat beberapa proksi yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk mengukur set kesempatan investasi. Menurut Kallapur dan Trombley (1999), secara umum proksi-proksi set kesempatan investasi dapat digolongkan kedalam empat tipe yaitu antara lain:

1. Proksi berbasis pada harga

Set kesempatan investasi berbasis harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan, sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini didasari atas suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*). Set kesempatan investasi yang didasari atas harga akan terbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Macam proksi set kesempatan investasi berbasis harga misalnya: *Market to Book Value of Equity*, *Market to Book Value of Assets*, proksi *Tobin'Q*, *Earning to Price Ratio*.

2. Proksi berbasis investasi

Ide proksi set kesempatan investasi berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai set kesempatan investasi suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Proksi ini berbentuk suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Macam proksi set kesempatan investasi berbasis investasi misalnya: *The Ratio of R&D to Assets*, *The Ratio of R&D to Sales*, *Investment Intensity*, *Ratio of Capital Expenditure to Book Value of Assets*.

3. Proksi berbasis varian

Proksi set kesempatan investasi berbasis varian mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan *variability return* yang mendasari peningkatan

aktiva. Macam proksi set kesempatan investasi berbasis varian misalnya: *Variance of Return, Assets Betas, Variance of Assets Deflated Sales*.

4. Proksi gabungan dari proksi individual

Alternatif proksi gabungan set kesempatan investasi dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang lebih baik untuk set kesempatan investasi. Metode dapat dilakukan untuk menggabungkan beberapa proksi individual menjadi satu proksi yang akan diuji lebih lanjut adalah dengan menggunakan analisis faktor.

Keempat jenis proksi di atas yang menggambarkan beragam ukuran set kesempatan investasi yang memungkinkan beberapa peneliti menggunakan beragam rasio sebagai proksi set kesempatan investasi.

Tinjauan mengenai Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau menahannya untuk diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Apabila dividen yang dibayarkan secara tunai semakin tinggi, maka dana yang tersedia untuk investasi semakin rendah. Kebijakan dividen ini selanjutnya dapat menyebabkan terjadinya perilaku *pecking order* dimana perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan yang akan mempengaruhi penggunaan laba ditahan (*retained earning*). Dividen dapat berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan karena pembayaran dividen menyebabkan dana internal berkurang. Dana internal yang berkurang mendorong perusahaan untuk memperoleh pendanaan eksternal yaitu utang untuk melakukan aktivitas sehari-hari perusahaan. Pada kasus yang lain, perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai tetapi bermaksud membayarkan atau mempertahankan atau meningkatkan pembayaran dividen akan berupaya memperoleh utang agar bisa membayar dividen. Dengan demikian, semakin tinggi dividen yang ingin dibayarkan maka semakin tinggi pula utang yang harus diperoleh.

Investor yang tidak menyukai risiko mensyaratkan semakin tinggi risiko suatu perusahaan semakin tinggi keuntungan yang diinginkan. Dividen yang ada ditangan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* pada masa mendatang. Dengan demikian, investor yang menghindari risiko menuntut dividen yang tinggi. Semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham mengakibatkan pendapatan yang diperoleh perusahaan, semakin banyak yang dialokasikan untuk dividen dibandingkan untuk laba ditahan. Laba ditahan yang rendah mengakibatkan kesempatan investasi menjadi berkurang.

Di sisi lain, perusahaan dituntut untuk terus tumbuh maka perusahaan harus dapat melaksanakan ekspansi dengan melaksanakan investasi yang ada.

Kebijakan deviden berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau menjadikan laba tersebut sebagai laba ditahan (Levy dan Sarnat, dalam Damayanti, 2006). Kebijakan deviden yang optimal merupakan rasio pembayaran deviden yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai deviden daripada *capital gain*. Menurut Haruman, Setiawan dan Ariyanti (2005), investor sebagai pemilik saham dapat memiliki beberapa keuntungan yaitu:

1. Dividen, jika perusahaan memiliki laba yang merupakan sumber dana bagi pembayaran dividen dan manajemen memilih membayar dividen daripada menahan seluruh laba.
2. Keuntungan modal (*capital gain*), yang merupakan selisih dari harga jual dengan harga beli saham, jika pemilik menjual sahamnya dengan kurs yang lebih tinggi daripada kurs waktu membeli.

Bagi sebagian besar investor, dividen merupakan pendapatan yang dianggap lebih aman dibandingkan *capital gain*. Oleh karena itu, manajemen perusahaan diharapkan dapat membagi dividen yang semakin tinggi. Brigham dan Daves (2004) menyatakan bahwa menurut *Bird-in-the-Hand Theory*, investor lebih menyukai dividen kas daripada *capital gain* karena menganggap dividen mempunyai risiko yang lebih rendah daripada *capital gain* yang belum pasti diterima.

Tinjauan mengenai Leverage Perusahaan

Leverage merupakan pengukur besarnya aktiva yang dibiayai dengan utang. Utang yang digunakan untuk membiayai aktiva berasal dari kreditor, bukan dari pemegang saham ataupun investor (Sudarmadji dan Sularto, 2007). Dalam bahasa lebih mendasar, *leverage* adalah sejauh mana kita menggunakan utang sebagai sumber dana dibandingkan dengan menggunakan dana milik sendiri atau modal sendiri. Hal ini dapat diukur dengan membandingkan antara jumlah utang dan jumlah modal sendiri. Menurut Hanafi (2004: 327) *leverage* dapat digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan. Tingkat *leverage* merupakan kemampuan perusahaan untuk menunjukkan perubahan yang menonjol akibat dari perubahan lain yang kecil. Perusahaan menggunakan *operating* dan *financial leverage* dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar dari pada biaya aktiva dan sumber dananya, dengan demikian akan meningkatkan keuntungan pemegang saham. Sebaliknya *leverage* juga meningkatkan variabilitas keuntungan, karena jika perusahaan

ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham.

Rasio *leverage* (*leverage ratio*) mengukur tingkat sejauh mana aktiva perusahaan telah dibiayai oleh penggunaan hutang (Weston dan Copeland, 1995: 238) dalam Dewi (2007). Dengan mengetahui *leverage ratio* akan dapat dinilai tentang: (a) Posisi perusahaan terhadap seluruh kewajibannya kepada pihak lain, (b) Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang bersifat tetap, dan (c) Keseimbangan antara nilai aktiva tetap dengan modal.

2.3.1. *Leverage Operasi (Operating Leverage)*

Operating Leverage bisa diartikan sebagai seberapa besar perusahaan menggunakan beban tetap operasional. Beban tetap operasional biasanya berasal dari biaya depresiasi, biaya produksi dan pemasaran yang bersifat tetap (misal gaji bulanan karyawan). Perusahaan yang menggunakan biaya tetap dalam proporsi yang tinggi (relatif terhadap biaya variabel) dikatakan menggunakan *operating leverage* yang tinggi atau dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki *degree of operating leverage* (DOL) yang tinggi pula.

DOL merupakan salah satu komponen yang dapat menunjukkan resiko bisnis perusahaan. DOL perusahaan memperbesar dampak dari faktor lain pada variabilitas laba operasi. Meskipun DOL itu sendiri bukan sumber variabilitas. DOL yang tinggi tidak akan berpengaruh bila perusahaan dapat memelihara penjualan dan struktur biaya yang konstan.

2.1.2. *Leverage keuangan (Financial Leverage)*

Leverage keuangan merupakan penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan atas penggunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan per lembar saham (Martono&Harjito, 2003). Masalah *leverage* keuangan baru timbul setelah perusahaan menggunakan dana dengan beban tetap. Beban tetap yang dikeluarkan dari penggunaan dana misalnya hutang obligasi harus mengeluarkan beban tetap berupa bunga, sedangkan penggunaan dana yang berasal dari saham preferen harus mengeluarkan beban tetap berupa dividen.

Leverage keuangan (*financial leverage*) dapat diartikan sebagai besarnya beban tetap keuangan (*financial*) yang digunakan oleh perusahaan (Hanafi, 2004). Beban tetap keuangan tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk utang yang digunakan oleh perusahaan. Oleh karena itu *leverage* keuangan berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan beban tetap (bunga) yang tinggi berarti perusahaan tersebut menggunakan utang yang tinggi, dengan kata lain perusahaan tersebut mempunyai *leverage* keuangan yang tinggi yang berarti *degree of financial leverage* (DFL) yang tinggi pula.

Degree of financial leverage (DFL) mempunyai implikasi terhadap *earning per share*. Perusahaan yang mempunyai DFL yang tinggi, perubahan EBIT (*earning before interest and taxes*) akan menyebabkan perubahan EPS yang tinggi. Jadi, jika EBIT meningkat, maka EPS juga akan meningkat secara signifikan, dan sebaliknya jika EBIT turun, EPS juga akan turun secara signifikan. DFL dapat diartikan sebagai efek perubahan EBIT terhadap pendapatan (profit).

3. SIMPULAN

Perusahaan dengan set kesempatan investasi tinggi, berarti nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh aktiva tidak berwujud dari pada aset riilnya. Perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi biasanya akan memiliki keterbatasan untuk mendapatkan utang, karena mereka kurang memiliki aset riil yang dapat digunakan untuk jaminan utang. Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa dividen akan mempengaruhi utang dengan hubungan yang positif, sehingga setiap adanya peningkatan dividen akan diikuti oleh peningkatan utang. Myers (1977) menyatakan bahwa bahwa nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) aktiva yang tersedia di tempat dan nilai sekarang kesempatan investasi pada masa yang akan datang.

Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi dan kesempatan investasi yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang menguntungkan dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak membayarkan lebih besar labanya kepada pihak luar dalam bentuk dividen.

Dari sudut pandang manajemen keuangan, rasio *leverage* keuangan merupakan salah satu rasio yang banyak dipakai untuk meningkatkan (*leveraged*) profitabilitas perusahaan. Rasio *leverage* keuangan membawa implikasi penting dalam pengukuran risiko finansial perusahaan. Namun *financial leverage*, selain meningkatkan pengembalian bagi investor, juga meningkatkan risiko keuangan (*financial risk*) perusahaan. Hal ini terjadi karena perusahaan akan terbebani bunga pinjaman yang pada akhirnya dapat membebani laba bersih dan arus kas perusahaan. Jika hutang semakin bertambah, para kreditor (yang meminjamkan) akan menerapkan tingkat bunga yang lebih tinggi lagi untuk mengkompensasi naiknya risiko keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T, dan Goyal. 2006. "The Investment Opportunity Set and its Proksi Variables: Theory and Evidence". *JEL Classification*.
- Damayanti, Susana dan Achyani, Fatchan. 2006. "Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Payout Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 5, No.1, Hal. 51-62.
- Dewi, M. 2007. "Pengaruh Leverage Perusahaan, Ukuran Perusahaan dan *Corporate Governance* Terhadap Manajemen Laba". *Skripsi Universitas Brawijaya*. Malang.
- Easterbrook, F. 1984. "Two Agency-Cost Explanation of Dividen". *American Economics Review*: 650-659.
- Hanafi, M., Mamduh. 2004. "Manajemen Keuangan", *BPFE*, Yogyakarta
- Jensen dan Meckling. 1976. "Theory Of The Firm: Manajerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3: 305-360.
- Jensen dan Meckling. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economics Review* Vol. 76:323-329.
- Kallapur, Sanjay dan Trombley, Mark A., 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 26, No. 3 and 4.
- Myers, Steward C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*. Vol. 5. pp. 147-175.
- Martono dan Harjito Agus. 2003. "Manajemen Keuangan", *EKONISIA*, Yogyakarta.
- Setianingtyas, Anita. 2009. "Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Dengan Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderator". Tesis S2 Program Magister Akuntansi STIE YKPN. Yogyakarta.
- Sudarmadji, M.A. dan Sularto, L. 2007. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, *Leverage*, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas *Voluntary Disclosure* Laporan Keuangan Tahunan", *Proceeding Pesat*, Vol. 2, ISSN: 1858-2559, Agustus, Hal.A53-A61.