

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1 Teori Keagenan (*Agency theory*)

*Agency Theory* adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1986). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal tersebut memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya (Hartono, 2004).

Biaya keagenan dibagi ke dalam tiga bentuk, yaitu (1) *Monitoring Costs*, yang merupakan biaya untuk memonitor perilaku manajer, (2) *Bonding Costs*, yang merupakan biaya untuk membentuk mekanisme untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, (3) *Residual Loss*, yang merupakan biaya untuk mendorong manajer bertindak sesuai dengan kemampuannya untuk kepentingan pemegang saham.

Dalam perusahaan yang telah *go public*, *agency relationship* dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan. Persoalannya adalah diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham. Hal inilah biasa dikenal dengan *agency problem* (masalah keagenan). Masalah keagenan dapat muncul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika perusahaan berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer atau pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah, fasilitas transportasi dan sebagainya. (Suwaldiman, 2007 dan Aziz, 2007). Akan tetapi, jika manajer atau pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera muncul.

Ketika manajer memiliki 100 persen perusahaan, maka apabila dia memutuskan untuk mengeluarkan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, maka manajer tersebut akan menanggung seratus persen pengeluarannya. *Excessive perquisites* adalah konsumsi yang tidak ada hubungannya dengan bisnis inti perusahaan (Bhatala *et al.* 1994 dalam Hartono, 2004). Namun apabila dia menjual porsi kepemilikannya sebesar  $a$  dengan 0 persen  $<a < 100$  persen, maka ketika manajer memutuskan mengeluarkan kas perusahaan, maka dia hanya menanggung sebesar 100 persen -  $a$ . Pengeluaran sebesar  $a$  ditanggung pihak *outsider ownership*. Tentu hal ini akan menjadi insentif bagi *insider ownership* untuk menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*.

Namun seorang *insider ownership* tidak dapat begitu saja menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, karena aliran kas tidak sehat akan menurunkan nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1986) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar *cost* tersebut dibiayai oleh hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa hutang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut.

### **2.1.2 Set Kesempatan Investasi**

Set kesempatan investasi merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset-in-place*) dan pilihan pertumbuhan (*growth option*) pada masa yang akan datang (Myers, 1977). Menurut Kallapur dan Trombley (2001) pertumbuhan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*, sementara set kesempatan investasi merupakan opsi untuk berinvestasi dalam proyek yang memiliki *net present value* yang positif. Menurut kedua peneliti tersebut, set kesempatan investasi juga meningkatkan *size* perusahaan, sedangkan tidak semua *growth opportunities* memiliki *net present value* yang positif.

Set kesempatan investasi menunjukkan investasi perusahaan atau opsi pertumbuhan. Nilai opsi pertumbuhan tersebut tergantung pada *discretionary expenditure* manajer (Myers,

1977). Opsi pertumbuhan tersebut bisa berupa investasi tradisional atau *discretionary expenditure* yang diperlukan untuk kesuksesan perusahaan seperti penelitian dan pengembangan teknologi baru (Jones dan Sharma, 2001). Ada beberapa proksi yang digunakan untuk mengukur set kesempatan investasi, yang dapat dikelompokkan kedalam tiga kelompok yaitu proksi berdasarkan harga, proksi berdasarkan investasi dan *variances measures*.

Jaggi dan Gul (1999) menunjukkan terdapat hubungan yang positif signifikan antara aliran kas bebas dan kebijakan hutang perusahaan untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang rendah dan hubungan yang positif antara kebijakan hutang, aliran kas bebas yang tinggi untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang rendah, lebih jelas pada perusahaan yang *size*-nya besar.

Jones dan Sharma (2001) hasil penelitian yaitu hubungan antara set kesempatan investasi dan *debt equity ratio* dan *dividend yield* adalah negatif yang berarti perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi akan memiliki *debt equity ratio* dan *dividend yield* yang rendah dengan menggunakan sampel perusahaan Australia.

D'Souza dan Saxena (1999) menunjukkan terdapat hubungan negatif signifikan antara risiko pasar dan kebijakan dividen, dan antara kebijakan dividen dan biaya keagenan jumlah berhubungan negatif signifikan dengan sampel perusahaan multinasional.

Sedangkan hubungan kebijakan dividen dan set kesempatan investasi tidak signifikan.

D'Souza dan Saxena menyatakan hubungan antara kebijakan dividen dan set kesempatan investasi yang tidak signifikan tersebut mengkonfirmasi teori Miller dan Modigliani bahwa keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen.

Gul (1999) menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berhubungan negatif hutang dan dividen, yaitu perusahaan dengan IOS tinggi memiliki akan membayar dividen lebih sedikit dan memiliki tingkat hutang yang lebih rendah. *Size* berhubungan positif dengan hutang sedangkan profitabilitas dengan hutang berhubungan negatif.

Al Najjar dan Belkaoui (2001) menyatakan hubungan antara reputasi perusahaan, multinasionalitas, *size* dan profitabilitas dengan set kesempatan investasi adalah positif dan berhubungan negatif dengan *leverage* dan risiko sistematis. Cahan dan Hossain (1996) menunjukkan manajer-manajer perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi lebih termotivasi untuk mengungkapkan lebih banyak informasi yang berkaitan dengan prospek perusahaan di masa datang, hal ini karena manajer tersebut berkomitmen terhadap hal-hal tertentu dan membatasi pertimbangan manajerial di masa datang yang berkaitan dengan aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan.

Luthan (2004) menggunakan empat proksi tunggal IOS yaitu rasio tambahan modal saham dengan nilai buku total aktiva, rasio tambahan modal saham dengan total hutang dan nilai pasar perusahaan, rasio Tobin Q, rasio nilai buku aktiva tetap dengan nilai buku total aktiva dengan sampel perusahaan manufaktur Indonesia menyatakan bahwa aliran kas bebas, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen hanya signifikan dengan tiga proksi kecuali Tobin Q.

Faktor utama yang menentukan set kesempatan investasi adalah faktor industri seperti rintangan untuk masuk dan daur hidup produk. Faktor ini memungkinkan perusahaan untuk membuat investasi yang dapat meningkatkan rintangan untuk masuk (subsidi modal untuk tenaga kerja yang merupakan hasil dari skala ekonomi (Kallapur dan Trombley, 2001) dalam Lestari (2004). Proksi pertumbuhan dengan nilai set kesempatan investasi yang telah digunakan oleh para peneliti secara umum dapat diklasifikasikan

menjadi tiga kelompok berdasarkan pada faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai set kesempatan investasi tersebut. Klasifikasi nilai set kesempatan investasi ini telah digunakan oleh Kallapur dan Trombley (2001) Fijrianti dan Hartono (2004), dalam melakukan studinya. Klasifikasi set kesempatan investasi tersebut adalah sebagai berikut:

a. Proksi berdasarkan harga

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relative lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*asset-in place*).

b. Proksi berdasarkan investasi (*investment-based proxies*)

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai set kesempatan investasi suatu perusahaan.

Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi pada masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.

c. Proksi berdasarkan varian (*varian measures*)

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

### **2.1.3 Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Kebijakan hutang sering diukur dengan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total hutang (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva baik aktiva lancar maupun aktiva tetap, (Kieso *et al.* 2006). Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk perusahaan dalam rangka

menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar hutang.

Menurut (Hanafi, 2003), semakin banyak pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak ada suara mayoritas) maka kemampuan *monitoring* pemegang saham tidak efektif. Oleh karena itu, diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam *monitoring* dan *bonding* manajemen yaitu *debt holders* (kreditor) untuk mengurangi *agency cost of equity*. Ditinjau dari *free cash flow hypothesis*, bila perusahaan mempunyai cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* tersebut demi kepentingan sendiri. Kebijakan hutang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya pertanggung jawaban yang sah (*legal liability*) dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan. Dividen di satu sisi tidak mempunyai *legal liability* kepada pemegang saham kalau perusahaan tidak mampu membayarkan dividen.

*Leverage* digunakan sebagai alat untuk mengukur seberapa jauh suatu perusahaan bergantung pada kreditor dalam membiayai aktiva perusahaan. Perusahaan yang mempunyai leverage yang tinggi berarti sangat tergantung pada pinjaman luar untuk membiayai aktivasinya, sedangkan perusahaan yang mempunyai leverage rendah lebih banyak membiayai investasinya dengan modal sendiri. Dengan demikian semakin tinggi leverage berarti semakin tinggi resiko karena ada kemungkinan, perusahaan tidak dapat melunasi kewajiban hutangnya, baik berupa pokok maupun bunganya, Fitri (2003). Untuk

memperkecil biaya yang timbul sehubungan dengan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham menyertakan pihak ketiga untuk menanggung biaya pengawasan tersebut. Hal ini dikenal sebagai *control hypothesis*, yaitu untuk memperkecil tindakan-tindakan akan menguntungkan diri sendiri yang diambil manajer, perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang tinggi dengan tingkat pertumbuhan yang rendah akan lebih cenderung untuk memperbesar hutang, dengan logika pemanfaatan aliran kas bebas yang tersedia tersebut akan ditanamkan pada proyek-proyek yang memiliki *net present value* yang positif dan nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hal ini tindakan manajer dibatasi oleh *debt covenant* yang ditetapkan oleh *debtholders*.

#### **2.1.4 Ukuran Perusahaan**

Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Subekti, 2000). Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan (Yuningsih, 2002). Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya,

dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi.

Menurut Haruman (2008) ukuran perusahaan (*SIZE*) berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. Perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen besar untuk menjaga reputasi di kalangan investor aktual maupun potensial. Tindakan ini dilakukan untuk memudahkan perusahaan memasuki pasar modal apabila berencana melakukan emisi saham baru. Selain menggunakan *natural logaritma of sales*, proksi ukuran perusahaan dapat menggunakan *natural log total asset* atau *natural log capitalization*.

### **2.1.5 Profitabilitas**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dengan membukukan profit (Holydia, 2004). Tingkat profitabilitas yang tinggi pada perusahaan akan meningkatkan daya saing antar perusahaan. Perusahaan yang memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi akan membuka lini atau cabang yang baru serta memperbesar investasi atau membuka investasi baru terkait dengan perusahaan induknya. Tingkat keuntungan yang tinggi menandakan pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang.

Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan

untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan.

Untuk mengukur profitabilitas menggunakan dua rasio, yaitu:

a. *Return On Investment (ROI)*

ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva.

ROI sering disebut juga *Return On Assets (ROA)*.

b. *Return On Equity (ROE)*

ROE merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan. Penelitian yang dilakukan menggunakan ROA sebagai ukuran profitabilitas perusahaan (Nuringsih, 2005).

## **2.2 Penelitian terdahulu**

Sebagai pembandingan, akan dikemukakan beberapa penelitian terdahulu yang memiliki kemiripan konsep dengan penelitian ini, diantaranya :

- a. Hasnawati (2005) melakukan penelitian mengenai dampak set kesempatan investasi (IOS) terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan nilai perusahaan sebagai variabel dependennya dan keputusan investasi sebagai variabel independennya. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain.
- b. Adi Prasetyo (2002) dalam penelitiannya menguji hubungan set kesempatan investasi (IOS) dengan kebijakan hutang. IOS menunjukkan perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai kebijakan hutang yang rendah. Hasil ini menemukan bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai *debt to*

*equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan.

- c. Dhiva Pratama Yoga (2011) dalam penelitiannya menguji pengaruh rasio hutang, profitabilitas, kebijakan dividen terhadap set kesempatan investasi. Dalam penelitian tersebut menemukan adanya masalah rendahnya investasi pada perusahaan automotiv. Penurunan investasi dipengaruhi oleh faktor kesempatan investasi dan menjadikan investor berfikir untuk menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut. Hasil menyimpulkan bahwa variabel rasio hutang tidak memberikan kontribusi terhadap kesempatan investasi. Variabel profitabilitas tidak memberikan kontribusi terhadap kesempatan investasi. Variabel dividen tidak memberikan kontribusi terhadap kesempatan investasi.

## **2.3 Pengembangan Hipotesis**

### **2.3.1 Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Set Kesempatan Investasi.**

Untuk memperkecil biaya yang timbul sehubungan dengan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, pemegang saham menyertakan pihak ketiga untuk menanggung biaya pengawasan tersebut. Hal ini dikenal sebagai *control hypothesis*, yaitu untuk memperkecil tindakan-tindakan akan menguntungkan diri sendiri yang diambil manajer, perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang tinggi dengan tingkat pertumbuhan yang rendah akan lebih cenderung untuk memperbesar hutang, dengan logika pemanfaatan aliran kas bebas yang tersedia tersebut akan ditanamkan pada proyek-proyek yang memiliki *net present value* yang positif yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hal ini tindakan manajer dibatasi oleh *debt covenant* yang ditetapkan oleh *debtholders*.

Sebaliknya untuk perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, tidak akan ada masalah biaya keagenan yang berkaitan dengan aliran kas bebas yang tinggi (*agency cost of free cash flow*) karena pada perusahaan ini setiap kelebihan dana selalu dapat digunakan oleh perusahaan untuk pertumbuhannya. Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih cenderung untuk memperkecil tingkat hutang. Hal ini berkaitan dengan semakin tingginya tingkat *leverage* perusahaan akan semakin tinggi kemungkinan perusahaan dinyatakan bangkrut oleh *debtholders* jika tidak mampu membayar hutang.

Menurut Myers (1977) perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih cenderung tidak menambah hutang karena masalah *underinvestment* dan *asset-substitution*. Dalam masalah *underinvestment*, manajer lebih cenderung tidak melakukan investasi pada proyek yang memiliki *net present value* positif, yang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena *debtholders* merupakan pihak yang memiliki klaim yang pertama terhadap aliran kas yang diperoleh dari proyek tersebut. Selanjutnya dengan menambah hutang, aktiva yang dimiliki digunakan sebagai jaminan. Masalah *asset substitution* terjadi saat manajer yang oportunistik mengganti *higher variance assets* dengan *lower variance asset*, sekali hutang dikeluarkan. Perusahaan yang memiliki *asset-in-place* yang tinggi, masalah ini tidak terjadi karena aktiva berupa aktiva tetap dan relatif lebih mudah diawasi (Gul, 1999). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk meningkatkan *leverage*.

Berdasarkan *Pecking Order Theory* perusahaan cenderung menggunakan dana internal dibandingkan dengan dana eksternal. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi memungkinkan mempunyai kesempatan yang *profitable* sehingga akan mendanai

investasinya secara internal dibandingkan dengan dana eksternal. Prasetyo (2002) menguji asosiasi IOS dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan kebijakan kompensasi, beta dan reaksi pasar. Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan Prasetyo menyimpulkan bahwa perusahaan tumbuh memiliki kebijakan pendanaan eksternal yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan tidak tumbuh. Subekti dan Kusuma (2000) menguji IOS dengan kebijakan pendanaan dan dividen serta implikasinya pada perubahan harga saham. Peneliti merekomendasikan bahwa perusahaan tumbuh memiliki rasio debt to equity yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan tidak tumbuh.

Fijrijanti dan dan Hartono (2002) melakukan analisis korelasi IOS dengan realisasi pertumbuhan, kebijakan pendanaan dan dividen. Hasil Penelitian menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan pendanaan. Hal ini dimaknai bahwa semakin tinggi IOS maka semakin rendah rasio hutang perusahaan atau semakin rendah IOS, maka semakin tinggi rasio hutang perusahaan. Berdasarkan hal tersebut dinyatakan bahwa :

H1 : Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi.

### **2.3.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi**

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang.

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan

lain-lain. Pada dasarnya menurut Adhi (2002) dan Elvira (2005) ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu : “perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada total asset perusahaan”. Menurut Lestari (2004) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih besar memiliki dorongan yang lebih besar pula untuk melakukan perataan laba dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lebih kecil karena perusahaan-perusahaan yang lebih besar menjadi subyek pemeriksaan (pengawasan yang lebih ketat dari pemerintah dan masyarakat.

Penelitian Munawir (2002) tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko bisnis menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap risiko bisnis. Dengan kata lain penelitian ini membuktikan bahwa *size* perusahaan berpengaruh terhadap risiko investasi yang berarti pula berpengaruh terhadap return investasi. Hasil lainnya ditemukan oleh Ahmed (2001), bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih besar memiliki dorongan untuk melakukan perataan laba dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lebih kecil karena perusahaan yang lebih besar diteliti dan dipandang dengan lebih kritis oleh para investor. Koefisien laba dan nilai buku ekuitas mempunyai perbedaan antara kelompok ukuran perusahaan.

Fauzan (2002), Tettet (2004) dan Gul (1999) menemukan bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan laba. Hubungan negatif tersebut terjadi karena banyaknya informasi yang tersedia sepanjang tahun pada perusahaan-perusahaan besar, pada saat pengumuman laba, pasar kurang bereaksi. Namun, hasil berlawanan ditemukan Jones dan Sanjay (2001) yang menguji hubungan ukuran perusahaan dengan laba dalam jangka panjang (*long window*). Dalam penelitian ini menyatakan semakin banyak ketersediaan sumber informasi pada perusahaan-perusahaan besar, akan meningkatkan laba dalam jangka panjang. Informasi yang tersedia sepanjang tahun pada perusahaan besar memungkinkan pelaku pasar

untuk menginterpretasikan informasi yang terdapat pada laporan keuangan dengan lebih sempurna, sehingga dapat memprediksi arus kas dengan lebih akurat dan menurunkan ketidakpastian. Berdasarkan penelitian tersebut, maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H2 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi.

### **2.3.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap Set Kesempatan Investasi**

Hartono (2007) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba, maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dananya sendiri daripada sumber pendanaan dari luar. Hasil ini sejalan dengan *order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan cenderung menggunakan *internal fund* untuk mendanai investasi - investasinya. Selain itu, dijelaskan pula hasil penelitiannya yaitu semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka *dividen payout ratio* akan menjadi semakin kecil. Hal ini diduga karena perusahaan cenderung menggunakan laba ditahan untuk mendanai investasi investasinya. Pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan mengalokasikan dividen yang rendah (Indra, 2000). Hal ini dikarenakan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan sebagai sumber dana internal.

Pada ROA tinggi dibayarkan dividen rendah karena keuntungan digunakan untuk meningkatkan laba ditahan. Dengan cara ini sumber dana internal meningkat sehingga perusahaan dapat menunda penggunaan hutang (Nuringsih, 2005). Sebaliknya jika ROA rendah maka dividen yang dibayarkan tinggi. Hal ini dilakukan karena perusahaan mengalami penurunan laba sehingga untuk menjaga reputasi di mata investor, perusahaan

akan membagikan dividen besar. Berdasarkan penelitian Nuringsih (2005); Indra (2000); Hartono (2007).

Tingkat profitabilitas masa lalu dari suatu perusahaan merupakan penentu atau determinan penting atas struktur modal perusahaan yang bersangkutan. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Dengan besarnya jumlah laba ditahan, suatu perusahaan mungkin cenderung memilih pendanaan dari sumber tersebut dari pada peminjaman. Besarnya laba ditahan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam melakukan membiayai ekspansi, sehingga semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi laba ditahan dan semakin tinggi IOS. Hasil penelitian Penelitian Lestari (2004) menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi tingkat pertumbuhan. Perusahaandengan profitabilitas tinggi memiliki ketersediaan kas yang lebih besar, sehingga semakin tinggi set kesempatan investasinya. Hasil penelitian Lestari (2004) juga menunjukkan bahwa perusahaan perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi cenderung memiliki set kesempatan investasi yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dengan profitabilitas rendah.

Berdasarkan penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi.

Adapun kerangka pemikiran yang memperlihatkan pengaruh kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap set kesempatan investasi, dapat dilihat dalam skema di bawah ini :

**Gambar 2.1**  
**Desain Penelitian**

