

**PERAN PELUANG TUMBUH DALAM MENENTUKAN
EFEKTIVITAS KEBIJAKAN PENDANAAN**

Herry Subagyo
pandanai33@gmail.com

ABSTRACT

Research the effect of funding policy to firm value have been widely performed, but results are not satisfactory, the result are still being debated. The reason is that most studies only look at from the standpoint of a narrow, less comprehensive. This paper aims to create a theoretical model of the relationship of funding policy with firm value is more consistent. This model puts the investment opportunity set as a moderating variable that can strengthen or weaken the effect of funding policy to firm value. This model puts ownership as control variables, to test the agency problems.

Keywords: Capital Structure, Firm Value, Opportunity Growth, Financial Distress, Funding Policy

1.Latar Belakang Masalah

Hubungan antara Struktur Modal(*CapitalStructure*)dengan nilai perusahaan(*Firm Value*) telah menjadi perdebatan yang panjang, baik secara empiris maupun teoritis. Perdebatan ini berawal dari perbedaan pandangan mengenai struktur modal yang optimal, dan relevansi hubungan kebijakan utang dengan nilai perusahaan.

Konsep hubungan Struktur Modal dengan nilai perusahaan pertama kali diperkenalkan oleh Franco Modigliani dan Melton Miller(MM), tahun 1958.Menurutnya, dalam sistem perekonomian tanpa pajak, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan utang(*leverage*), tetapi ditentukan oleh bagaimana

bisnis itu dijalankan. Proposisi ini menegaskan bahwa kebijakan utang bukan merupakan strategi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Meskipun proposisi tersebut masih lemah, tetapi sangat membantu dalam memahami bagaimana perusahaan menentukan keseimbangan pendanaan secara benar.

Banyaknya kritikan serta diskusi yang panjang, akhirnya mereka melakukan revisi atas model yang telah dipublikasikan dengan memasukkan faktor pajak perseroan MM(1963). Adanya pajak perseroan, maka *leverage* menjadi relevan, karena *leverage firm* memperoleh penghematan pajak. Penghematan pajak ini akan diterima secara terus menerus. Apabila dibandingkan dengan perusahaan yang *unleverage*, nilai sekarang dari penghematan pajak yang berkelanjutan tersebut merupakan kelebihan nilai perusahaan yang *leverage*. Konsep penghematan pajak sebagaimana dikemukakan MM(1963), masih menyisakan pertanyaan, mengapa penghematan pajak yang diterima karena penggunaan utang tidak menarik perusahaan untuk menggunakan utang sebanyak-banyaknya.

Permasalahan penghematan pajak sebagaimana dihadapi MM selanjutnya dijawab oleh Stiglitz (1969), Houghton dan Papas(1971), dalam proposisinya mengemukakan konsep struktur modal yang dikenal dengan *Static trade-off*, konsep ini menjelaskan bahwa pada dasarnya perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang optimal, dan akan selalu menyesuaikan tingkat leverage riil ke arah titik optimal. Titik optimal ini terbentuk karena adanya penghematan pajak sebagai faktor yang mendorong penggunaan utang dan *financial distress* sebagai faktor yang membatasi penggunaan utang, konsep ini menegaskan bahwa

perusahaan tidak mungkin menggunakan utang sebanyak-banyaknya karena faktor resiko *financial distress*.

Upaya untuk mengembangkan teori struktur modal terus berlanjut, berbagai penelitian terus dilakukan dengan memasukan faktor *Cost of financial distress*, *Bunkruptcy* dan *Transaction cost*, upayamemasukan faktor-faktor tersebut menghasilkan teori *Trade-off* atau *Balancing theory*, Myers (1977) dan *Pecking order theory*, Myers dan Majluf (1984). Myers (1977), memprediksi bahwa hubungan Struktur modal dengan Nilai Perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage(debt ratio)* yang optimal. Pada tingkat tersebut Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, dan setelah melewati titik tersebut nilai perusahaan akan menurun, karena setelah melewati titik optimal biaya kebangkrutan lebih besar dari penghematan yang diperoleh.

Teori *trade-off* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berfikir antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam kebijakan utangnya, namun demikian realitasnya jarang manajemen berfikir demikian. Myers dan Majluf (1984), mengembangkan *Pecking Order Theory*, yang lebih menggambarkan relitas empiris pemilihan sumberdana. Menurut konsep teori ini, struktur modal yang optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hirarki, berdasar pada urutan biaya modal yang paling murah yang bersumber pada sumberdana internal (*Internal financing*), selanjutnya kekuranganya ditutup dengan sumberdana eksternal (*Exsternal financing*), penggunaan sumberdana eksternal diutamakan menggunakan utang terlebih dahulu, kemudian penerbitan saham merupakan alternatif terakhir. Konsep *Pecking order* pada awalnya merupakan hasil

pengamatan yang dilakukan oleh Donal Donalson(1961) pada perusahaan di Amerika Serikat, hasil pengamatan tersebut,menunjukkan bahwa perusahaan yang memperoleh keuntungan tinggi pada umumnya menggunakan utang yang lebih rendah dan lebih memilih menggunakan sumberdana internal. Pada awalnya teori ini kurang memperoleh dukungan akademisi karena kurang didukung teoritis(Baskin,1989), namun setelah mendapatkan dukungan argumen *asymmetry Information* teori ini menjadi lebih dikenal.

Bukti empiris hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan telah dikemukakan oleh Ross (1977), sebagaimana dalam penelitiannya menjelaskan, bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi yang sama terhadap perusahaan, ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak memiliki. Dampaknya, ketika manajemen menerbitkan utang baru ditangkap sebagai *signal* tentang prospek perusahaan dimasa mendatang mengalami peningkatan, dasar pertimbangannya adalah bahwa manajer hanya akan menerbitkan utang baru bila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Dengan demikian menurut Ross(1977) utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, temuan yang sama dilakukan oleh Masulis(1988), Kayhan dan Titman (2003) dalam penelitiannya menemukan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan harga saham di pasar, dan sebaliknya pengurangan utang akan menurunkan harga saham. Hasil temuan yang berbeda dilakukan oleh Coles, et al (2004), bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham. Villalonga dan Amit,R(2004), Al Farauque(2005) dalam

penelitiannya menemukan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Hadfield et al(1994), Pasternak,D dan Rosenberg(2002) menemukan bahwa leverage tidak berpengaruh dengan harga saham.

Konsep-konsep teori sebagaimana diuraikan sebelumnya merupakan bentuk pendekatan yang menekankan pada keseimbangan pendanaan semata, tanpa memperhitungkan prospek perusahaan dimasa yang akan datang. prospekdisini menggambarkan peluang investasi yang dapat menghasilkan NPV positif.Dilihat dari perspektif teori, nilai perusahaan merupakan nilai sekarang dari return yang akan diterima Myers(1977), dengan demikian nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh *yield* yang diterima saat ini, tetapi juga ditentukan oleh terbukanya peluang investasi yang dapat menghasilkan NPV positif dimasa yang akan datang.

Stulz (1990), Mc Connell dan Servaes (1995), Chen (2002) menguji secara empirik pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang berbeda, dan hasilnya menunjukan bahwa leverage dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap nilai perusahaan, tergantung tersedianya peluang tumbuh perusahaan. leverage berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan memiliki peluang tumbuh yang rendah dan sebaliknya leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ketika peluang tumbuh perusahaan tinggi.

Utang sebagai sumber pembiayaan telah dijelaskan pada pembahasan sebelumnya, selain utang, sumberdana internal merupakan komponen penting

dalam pembiayaan perusahaan. Sumberdana internal ini merupakan sumberdana yang biayanya paling murah Myers dan Majluf (1984). Penggunaan sumberdana internal ini merefleksikan keikhlasan pemilik perusahaan untuk menunda pendapatannya saat ini, untuk diinvestasikan kembali dengan harapan akan menerima kembali pendapatan tersebut dari meningkatnya harga saham maupun perolehan keuntungan. Namun demikian, apa yang diharapkan oleh pemilik dalam realitas empirik tidak sepenuhnya terpenuhi bahkan hasilnya sering tidak sesuai dengan yang diharapkan. Bukti empirik menunjukkan bahwa banyak keuntungan yang mestinya bisa dinikmati, tidak pernah sampai kepada pemiliknya.

Realitas tersebut dijelaskan oleh hasil pengamatan yang dilakukan oleh Bell(1986) dalam pengamatannya terhadap 50 perusahaan besar di Amerika selama periode 1970-1984, menunjukkan adanya fenomena reinvestasi yang gagal mensejahterakan pemiliknya. Menurutnya banyak keuntungan perusahaan yang tidak pernah sampai pada pemegang saham, baik berupa dividen maupun nilai saham yang lebih besar, lebih dari separuh perusahaan tersebut melakukan reinvestasi yang tidak meningkatkan harga saham, dengan kata lain laba yang mestinya merupakan haknya pemegang saham tersebut hilang begitu saja. Demikian juga Saporochenko(1998), menjelaskan bahwa reinvestasi akan merugikan pemilik perusahaan apabila diinvestasikan pada bisnis yang kurang menguntungkan, menurutnya banyak reinvestasi yang hanya menambah aset perusahaan tetapi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Gitman(2003) hasil penelitiannya mendukung temuan Saporochenko(1998).

Fijriati dan Hartono(2000) bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh, dalam hal kebijakan dividen ditemukan bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung membayar dividen lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan cenderung menggunakan sumber dana internal.

Temuan yang berbeda dijelaskan oleh Iswahyuni dan Suyanto (2002), bahwa tidak ada perbedaan yang nyata antara perusahaan yang tumbuh dengan yang tidak tumbuh dalam kebijakan dividen, kebijakan pendanaan dan respon terhadap perubahan harga.Chakravarty dan Xiang (2010), melakukan penelitian terhadap 7000 perusahaan dari 34negara termasuk negara berkembang.Hasilnya menemukan bahwa reinvestasi dipengaruhi oleh aspek keamanan pemilik dan akses ke sumberdana eksternal.Dalam penelitian ini juga diketemukan bahwa ukuran perusahaan juga mempengaruhi keputusan reinvestasi, terkait dengan ukuran perusahaan, perusahaan kecil lebih banyak menggunakan reinvetasi laba.

2. Sumber Pembiayaan Perusahaan.

Di lihat dari sumber pembiayaan, khususnya perusahaan non finansial menunjukkan bahwa secara rata-tata struktur pembiayaan perusahaan publik di Indonesia pada tahun 2008 adalah modal saham 32,7%, laba di tahan 23,2% dan utang Bank 18,4%, struktur tersebut tidak banyak mengalami perubahan jika dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya (Prastowo dan Chawwa, 2009). Porsi saham dan utang bank mengalami sedikit peningkatan, sedangkan obligasi mengalami penurunan. Secara rinci sumber pembiayaan perusahaan di Indonesia

bisa dilihat dalam tabel 1, sebagai berikut :

Tabel 1: Sumber Pembiayaan Perusahaan Publik di Indonesia

Sumber Pembiayaan	Porsi Pembiayaan (%)			
	2005	2006	2007	2008
1. Utang Usaha	8,0	8,1	8,0	8,4
2. Utang Bank	19,4	17,4	16,9	18,4
3. Utang lembaga pembiayaan	3,0	4,3	2,9	2,9
4. Utang pihak terkait	2,5	2,1	2,5	2,4
5. Utang lain-lain	6,3	5,2	4,6	4,1
6. Penerbitan Obligasi	8,7	8,2	10,9	7,9
7. Modal saham dan Agio	28,5	29,3	30,3	32,7
8. Laba ditahan	23,6	25,4	23,9	23,2
Total	100	100	100	100

Sumber : BEI, Prastowo dan Chawwa, diolah

Berdasarkan pada tabel Tabel 1 tersebut terlihat bahwa saham merupakan sumber utama pembiayaan perusahaan publik di Indonesia dengan porsi yang semakin meningkat. Pada tahun 2005 sebesar 28,5% dan meningkat menjadi 32,7% pada tahun 2008. Porsi obligasi cenderung menurun dari 8,7% pada tahun 2005 menjadi 7,9% pada tahun 2008 dan mengalami puncak pada tahun 2007. Laba ditahan merupakan sumber pembiayaan kedua setelah saham. Proporsi laba ditahan cenderung stabil pada tahun 2005 sebesar 23,6% dan sumber pembiayaan ketiga adalah utang bank dengan proporsi 18,4% pada tahun 2008.

3. Permasalahan Penelitian.

Penelitian tentang hubungan pendanaan dengan nilai perusahaan telah banyak dilakukan, namun hasilnya belum memuaskan, masih menjadi perdebatan, salah satu penyebabnya adalah karena kebanyakan penelitian yang dilakukan hanya melihat dari sudut pandang yang sempit, tidak memperhitungkan aspek-aspek yang lebih luas, analisis komprehensif menjadi penting mengingat nilai

perusahaan ditentukan oleh banyak faktor termasuk persepsi investor terhadap prospek bisnis masa yang akan datang. Oleh karena itu perlu dilakukan penelitian yang lebih komprehensif, dengan kajian yang lebih terpadu diharapkan akan diperoleh hasil yang lebih konsisten.

Dalam kajian ini peluang tumbuh akan ditempatkan sebagai variabel yang berperan dalam menentukan kebijakan pendanaan, peluang tumbuh akan ditempatkan sebagai variabel moderator hubungan pendanaan dengan nilai perusahaan. alasannya adalah bahwa pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan sifatnya kondisional, apabila peluang tumbuh perusahaan tinggi, maka utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan sebaliknya apabila peluang tumbuh perusahaan rendah maka pengaruh utang terhadap nilai sekarang negatif Stulz(1990).

4. Peluang tumbuh (*Potential Growth*)

Pertumbuhan merupakan gambaran adanya peluang investasi yang menguntungkan. Peluang investasi tersebut merupakan tersedianya pilihan investasi yang dapat menghasilkan return pada masa yang akan datang. Semakin besar peluang investasi yang tersedia semakin besar peluang perusahaan untuk menghasilkan keuntungan pada masa yang akan datang. Prospek keuntungan tersebut merupakan terbukanya peluang yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pada dasarnya Peluang pertumbuhan perusahaan tersebut tidak dapat diobservasi secara langsung (*unobservable*), sehingga harus digunakan proksi, proksi digunakan untuk menggambarkan peluang kesempatan investasi yang

sering disebut dengan *IOS (investment opportunity set)*. Konsep IOS pertamakali dikenalkan oleh Myers (1977), IOS ini menjadi sangat penting karena berimplikasi pada pertumbuhan pada masa yang akan datang dan relevan untuk digunakan dalam meramalkan kekayaan pemilik perusahaan.

Kallapur dan Trombly (2001) menjelaskan bahwa penentu utama IOS adalah faktor industri seperti *barrier to entry* dan *Product life cycle*. faktor *barrier to entry* merupakan faktor yang dapat menghambat masuknya pesaing ke dalam industri. Faktor *product life cycle*, menggambarkan siklus hidup suatu produk, industri yang memilikisiklus hidup produk yang pendek membutuhkan banyak investasi dalam riset dan pengembangan, serta sumber daya manusia yang mampu melakukan riset dan pengembangan. Gaver dan Gaver (1993) menjelaskan bahwa IOS ditentukan oleh pilihan dimana lini bisnis perusahaan berada, berdasar pada keunggulan kompetitifnya. Karena setiap perusahaan ini berada pada kondisi yang berbeda secara spesifik, maka IOS setiap perusahaan akan berbeda- beda. Chung dan Chanroenwong (1991) menyatakan bahwa IOS bervariasi secara Cross-sectional antar perusahaan sebagai akibat dari pilihan yang diambil dan dilaksanakan perusahaan dalam membentuk *barrier to entry* bagi pesaing.

Beberapa proksi yang dapat digunakan untuk mengukur IOS telah banyak digunakan oleh peneliti sebelumnya, misalnya : Smith dan Watts (1992), Gever dan Gever (1993), Kallapur dan Trombley (1999) dan Jones dan Sharma (2001). Tarjo dan Hartono (2003), menyatakan bahwa *market to book value* mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan dimasa mendatang dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Perbedaan antara nilai

buku dan nilai pasar ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan.

Sedangkan, Pagalung(2000) mengklasifikasi IOS dalam tiga katagori utama, antara lain:

1. *Price-based proxies*, pendekatan proksi ini didasarkan atas pemikiran bahwa peluang pertumbuhan perusahaan dinyatakan, paling tidak secara parsial dalam harga saham, perusahaan yang memiliki peluang tumbuh nilai pasarnya lebih tinggi dari asset yang dimiliki (*asset in place*).
2. *Invesment-based proxies*, pendekatan ini berdasar pada pemikiran bahwa aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS suatu perusahaan.
3. *Variance measure*, pengukuran ini berdasar pada pemikiran bahwa opsi investasi menjadi lebih bernilai apabila menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan opsi yang tumbuh. Rasio yang sering digunakan berdasarkan variance ini antara lain : *Variance of return, assets beta, dan variance of asset deflated sales*

Dari tiga konsep tentang IOS tersebut, proksi berdasarkan harga merupakan proksi yang paling sering digunakan dalam penelitian. Berdasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Gover dan Gover(1993), Trombley dan Kallapur (1999), Ismiyanti dan M Hanafi (2003), MVE/BVE merupakan proksi yang paling valid digunakan dan proksi ini merupakan rasio yang paling sering digunakan dalam penelitian. Sedangkan Penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi

(2004) menemukan adanya korelasi antara return saham dengan IOS (*Market to book ratio of equity*). Sedangkan Lang et al(1991), Ross et al(2000) dan Zhang(2009) menggunakan Price Earning ratio sebagai proksi peluang tumbuh.

5. Pengaruh utang terhadap Nilai Perusahaan.

Myers(1977),memprediksi bahwa jumlah utang yang optimal tidak ada hubunganyadengan kemungkinan gagal bayar,limit pinjaman bank,dan besarnya *Debt equity ratio*, tetapi ditentukan oleh prospek bisnis. yaitutersedianya peluang investasi yang dapat menghasilkan NPV positif pada masa yang akan datang(*growth opportunity*).Konsep yang dibangun Myers tentang nilai perusahaan tidak hanya menekankan nilai aktiva yang dimiliki saat ini, tetapi juga nilai sekarang dari return yang diprediksi akan diperoleh pada masa yang akan datang.Dengan demikian, nilai perusahaan adalah nilai sekarang ekspektasi tingkat keuntungan ditambah dengan nilai pasar aset yang ditempatkan.

Sedangkan, Ross(1977) menggunakan pendekatan informasi yang tidak simetris sebagai sinyal prospek bisnis. Sebagaimana dijelaskan dalam penelitiannya bahwa *leverage* sebagai sinyal kalau perusahaan dalam kondisi baik, hal ini karena *leverage* yang tinggi memiliki resiko kebangkrutan juga tinggi, karena manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pemegang saham luar, sehingga leverage yang tinggi dianggap sebagai sinyal bahwa perusahaan dalam kondisi yang baik. Dengan demikian *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Stulz (1990), Mc Connell dan Servaes (1995), melakukan penelitian tentang hubungan kebijakan utangdengan nilai perusahaan dalam kontek

ketersediaan peluang tumbuh. Hasil penelitiannya menemukan bahwa kebijakan utang dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap nilai perusahaan, tergantung tersedianya peluang tumbuh perusahaan. utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan memiliki peluang tumbuh yang rendah dan sebaliknya utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ketika peluang tumbuh perusahaan tinggi.

Logika Stulz (1990) dalam menjelaskan pola hubungan antara keputusan pendanaan, kepemilikan saham dan ketersediaan kas untuk investasi, didasarkan pada asumsi bahwa manajemen tidak ikut dalam kepemilikan perusahaan. dalam posisi yang demikian, manajemen cenderung lebih mengutamakan memperbesar investasi (*overinvestment*). Karena manajemen *perquisites* dengan banyaknya investasi, termasuk investasi yang NPV nya negatif. Karena adanya informasi yang tidak simetris, alasan bahwa kas terlalu rendah sehingga tidak cukup untuk melakukan investasi yang terbuka membuat investor tidak percaya. ketika terbuka peluang investasi yang menguntungkan manajemen dipaksa untuk mengurangi investasi. Akibatnya, terjadi investasi yang terlalu rendah (*underinvestment*), kebijakan utang dapat membatasi keleluasaan manajemen dalam melakukan investasi yang berlebih dan investasi yang terlalu rendah. Trade-off antara Efek positif dan negatif penggunaan utang tersebut selanjutnya dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Temuan ini menggambarkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan sifatnya kondisional, artinya, bahwa pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan sangat tergantung dengan peluang investasi yang

tersedia. Dari uraian sebagaimana dijelaskan tersebut, dalam penelitian ini menempatkan variabel peluang tumbuh sebagai variabel yang memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

6. Pengaruh Reinvestasilaba terhadap nilai perusahaan.

Reinvestasi merupakan keputusan finansial untuk menginvestasikan kembali aliran kas bersih yang dihasilkan. sumberdana internal ini merupakan sumberdana yang biayanya paling murah Myers dan Majluf (1984). Penggunaan sumberdana internal ini merefleksikan keikhlasan pemilik perusahaan untuk menunda atau menurangi pendapatannya saat ini, untuk diinvestasikan kembali, dengan harapan akan menerima kembali pendapatan tersebut dari meningkatnya harga saham maupun perolehan keuntungan pada masa yang akan datang. Dilihat dari perspektif teori, kebijakan meningkatkan dividen tunai maka akan meningkatkan harga saham, namun jika nilai deviden tunai meningkat maka makin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi sehingga tingkat pertumbuhan perusahaan yang di harapkan untuk masa mendatang akan rendah, dan hal ini akan menurunkan harga saham. Nilai saham akan maksimal jika terjadi keseimbangan antara deviden saat ini dan laba ditahan.

Dilihat dari perspektif pemilik perusahaan, reinvestasi merupakan penundaan pendapatan, pemilik bersedia menunda pendapatan dengan harapan dikemudian hari akan memperoleh kembali pendapatan tersebut beserta tambahan sebagai insentif atas penundaan tersebut. Pemilik hanya bersedia menunda pendapatan apabila yakin bahwa, nilai sekarang dari pendapatan yang akan diterima lebih besar dari pengorbanan saat ini. Dan sebaliknya, pemilik tidak

akan menerima penundaan tersebut apabila nilai sekarang dari pengorbanan tersebut lebih kecil dari pendapatan pengorbanan sekarang.

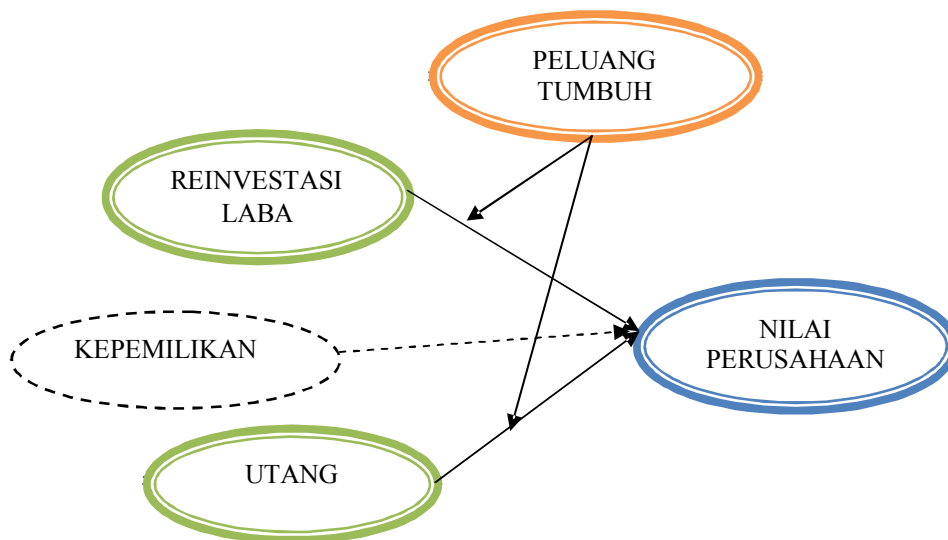
Reinvestasi akan berdampak positif terhadap pemilik apabila perusahaan memiliki prospek bisnis yang baik. Prospek bisnis merupakan peluang investasi yang memberikan harapan bahwa investasi yang dilakukan akan menghasilkan return yang lebih besar dari pengorbanan (dividen) yang tertunda. Sebaliknya reinvestasi yang dilakukan tanpa didasari oleh peluang investasi yang tersedia akan merugikan pemegang saham. Nilai sekarang pengorbanan akan lebih besar apabila perusahaan mempunyai peluang investasi yang menguntungkan, dan sebaliknya nilai sekarang dari pengorbanan lebih kecil dari pengorbanan saat ini apabila perusahaan tidak memiliki peluang investasi.

Bukti empirik tentang reinvestasi dilakukan terhadap 50 perusahaan besar di Amerika selama periode 1970-1984 menunjukkan adanya fenomena reinvestasi yang gagal mensejahterakan pemiliknya (Bell, 1986). Menurutny banyak keuntungan perusahaan yang tidak pernah sampai pada pemegang saham, baik berupa dividen maupun nilai saham yang lebih besar, lebih dari separuh perusahaan tersebut melakukan reinvestasi yang tidak meningkatkan harga saham, dengan kata lain laba yang mestinya merupakan haknya pemegang saham tersebut hilang begitu saja. Jika kita perhatikan dari fenomena tersebut menggambarkan bahwa kinerja keuangan yang ditampilkan (ROE), tidak secara otomatis menggambarkan kesejahteraan pemegang saham, artinya bahwa kesejahteraan pemegang saham bukan merupakan tujuan akhir setiap kebijakan. Setiap rupiah keuntungan harus dibayarkan kepada pemiliknya berupa dividen, kecuali apabila

manajemen yakin bahwa menginvestasikan kembali keuntungan tersebut dapat menaikkan harga saham lebih besar dari nilai yang dikorbankan pemilik perusahaan. Penelitian mengenai reinvestasi telah dilakukan antara lain: Fijriati dan Hartono (2000) menemukan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. dalam hal kebijakan dividen ditemukan bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung membayar dividen lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh

7. Model Penelitian

Gambar 1: Model Teoritikal



Model teoritikal dalam gambar 1 tersebut menggambarkan bahwa pengaruh konstruk kebijakan utang terhadap utang bersifat kondisional, artinya pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan bisa positif, bisa negatif tergantung pada peluang investasi yang tersedia, dalam hal ini diproksi dengan

peluang tumbuh. Apabila peluang tumbuh tinggi, maka pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan negatif dan sebaliknya apabila peluang tumbuh rendah, maka pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan positif.

Seperti halnya pengaruh kebijakan utang, pengaruh Konstruksi Kebijakan Reinvestasi terhadap nilai perusahaan juga bersifat kondisional, artinya pengaruhnya bisa positif atau negatif tergantung tersedianya peluang investasi yang tersedia. Reinvestasi akan berpengaruh positif, apabila peluang bisnis tinggi dan sebaliknya reinvestasi akan berpengaruh negatif apabila peluang investasi yang tersedia rendah.

Selanjutnya, dalam model ini dimasukkan distribusi kepemilikan sebagai variabel kontrol, penempatan distribusi kepemilikan dalam model ini untuk menguji masalah keagenan khususnya dalam kebijakan utang.

Model teoritikal ini merupakan agenda penelitian yang akan dikembangkan dalam model empirik.

Daftar Pustaka

- Adi Prasetyo (2002), "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) Dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris Dari BEJ", Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 878-906.
- Fitrijanti, Tettet dan Hartono, Jogiyanto. (2002). "Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1: 35 – 63.
- Fitri Ismiyanti dan Mamduh Hanafi, (2003), Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan," Makalah Seminar, *Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia*, 260-276
- Gitman, Lawrence J., 1994, *Principles of Managerial Finance*, Seventh Edition, New York: *Harper Collins College Publishers*.
- Gaver, JJ dan Keneth M Gaver(1993), "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and economics*, Vol. 1, p.233-265
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling, 1976, Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3/4, 305 – 360.
- Kallapur, Sanjay dan M.A. Trombley (1999), "The Association Between Investment Opportuniy Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business and Accounting*, Vol. 26, April/Amy, p. 505-519.

- Lang, M. and Lundholm, R. 1993. *Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. Journal of Accounting Research, Vol. 31(2), 246-271.*
- Masulis RW, Korwar AN (1986) Seasoned equity offerings: an empirical investigation. *J Financ Econ*, 15:91–11
- McConnell J, Servaes H (1990) Additional evidence on equity ownership and corporate value. *J Financ Econ* 27:595–612
- Myers, S. (1977) "Determinants of Corporate Borrowing" *Journal of Financial*
- Myers S. and N. Majluf, (1984), "Corporate Financing and Investment Decision when firms have Information Investors do not have," *Journal offinancial Economics*, 13, p. 187-221.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. 1958 "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*
- Nigel Driffeld, Vidya Mahambare and Sarmissa Pal,(2007), " How does ownership Structure affect capital Structure and firm value?", *Economics of Transition, Volume 15(3) 2007, 535-573*
- Ross, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", *The Bell Journal of Economics, Vol. 8, pp. 24-40.*
- Stulz RM (1990) Managerial discretion and optimal financing policies. *J Financ Econ* 26:3–27
- Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003), "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia", Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 278-293.
- Titman, Sheridan, Roberto Wessels, March 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance: Vol XLIII, No.1 1-19.*
- Wolfgang Drobetz, Pascal Pensa and Gabrielle Wanzenried, (2007), "Firm Characteristic, Economic Conditions and Capital Structure Adjustments," *JEL classification G32, C61, C23.*