

STRATEGI VALUATION MODEL: PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Hasa Nurrohim KP
Sri Dwi Ari Ambarwati

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta
SWK 104 (Lingkar Utara) Condong Catur, Yogyakarta 55283

Abstract: *This research was based upon Riahi-Belkaoui & Picur (2001) and Richard G Baker (1999) result which supposed there was relation between IOS with dividend and retained earning policy. Purpose of this research was to know empirically impact of valuation model strategy to investment decision making on manufacturing company. Using data of manufacturing companies was listed during 2000-2005 in Indonesia Stock Exchange and analyzed with multiple regression. The results found were: 1). There was no effect between stock price with dividend on companies and High IOS (Investment Opportunity Sets) although Low IOS. 2). There was significantly positive effect between stock price with retained earning on companies and High IOS (Investment Opportunity Sets).*

Keywords: *Valuation model, dividend policy, retained earning policy, Investment Opportunity sets (IOS)*

Saham adalah surat bukti kepemilikan perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Artinya investor tersebut dapat menentukan jalankan perusahaan tersebut. Tergantung pada besarnya kepemilikan sahamnya, semakin besar/banyak saham yang dimiliki maka investor tersebut semakin berkuasa atas perusahaan tersebut. Seorang investor yang mempunyai saham akan mendapat bagian keuntungan (kerugian) berupa dividen dan *capital gain (loss)*. Di samping itu, saham juga mengandung risiko kemungkinan untuk tidak dibayarkan dividennya.

Dividen merupakan aliran kas berupa imbalan yang dibayar perusahaan/emiten kepada para pemegang saham/investor. Persentase dari pendapatan yang akan dibagikan kepada pemegang saham (sebagai *cash dividend*) disebut *dividend pay out ratio*. Dalam penentuan kebijakan dividen ini, perusahaan sebenarnya menghadapi suatu *trade off*. Hal ini terjadi karena berhubungan dengan penentuan pembagian pendapatan antara penggunaan pendapatan itu untuk dibayarkan sebagai dividen (kepada pemegang saham) atau digunakan untuk

Korespondensi dengan Penulis:

Hasa Nurrohim KP: Telp. +62 274 486 733 Ext.222

E-mail: hasanurrohimkp@yahoo.co.id

pertumbuhan (oleh perusahaan) sebagai laba ditahan.

Jika perusahaan lebih mengutamakan pembagian laba bersihnya ke dalam dividen (dengan proporsi yang lebih tinggi) daripada laba ditahan, maka peluang investasi perusahaan akan lebih rendah. Hal ini bisa terjadi karena perusahaan lebih memperhatikan/mengutamakan kepentingan para pemegang saham agar mendapat dividen yang lebih tinggi daripada dividen tahun lalu. Selain itu, perusahaan menganggap dengan naiknya pembayaran dividen maka akan memberikan dampak positif bagi perusahaan yaitu anggapan bahwa perusahaan tersebut baik. Sebaliknya, jika perusahaan lebih mengutamakan pembagian laba bersihnya ke dalam laba ditahan (dengan proporsi yang lebih tinggi) daripada dividen, maka peluang investasi perusahaan akan lebih tinggi. Artinya, perusahaan lebih mengutamakan pertumbuhan perusahaan berdasarkan kekuatan/modal sendiri. Diharapkan dengan adanya laba ditahan maka perusahaan bisa memanfaatkan peluang investasi yang ada, baik yang sudah direncanakan maupun peluang investasi yang tidak terencanakan.

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan, seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang tumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi. Perusahaan yang tumbuh akan merespon positif oleh pasar. Sedangkan peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai aset kesempatan investasi (IOS: *Investment Opportunity Set*).

Untuk menilai hal tersebut, yaitu peluang investasi, maka diperlukan suatu pengukuran yang tepat yaitu model penilaian (*valuation model*). Jadi agar keputusan investasinya tidak salah, maka investor perlu melakukan penilaian terlebih dahulu terhadap saham-saham yang akan dipilih, untuk selanjutnya menentukan apakah saham tersebut akan memberikan tingkat *return* yang sesuai dengan tingkat *return* yang diharapkan. Model penilaian (*Valuation Model*) dapat dibagi menjadi dua pendekatan yaitu *Discounted Cash Flow Technique* (DCF) dan *Relative Valuation Technique* (RVT). DCF pada dasarnya adalah menilai saham berdasar pada *present value* dari *cash flow*, misalnya dividen, *operating cash flow*. Sedangkan pada RVT, menilai saham berdasar pada multiplier nilai *earning* dari harga saham. Salah satu pendekatan yang populer digunakan adalah *Price-Earning Ratio*. Kedua pendekatan sangat penting bagi seorang investor dalam pembuatan keputusan investasi.

Penentuan nilai saham dengan menggunakan pendekatan nilai sekarang pada prinsipnya sama dengan perhitungan nilai sekarang obligasi. Perhitungan nilai saham dilakukan dengan mendiskontokan semua aliran kas yang diharapkan di masa datang dengan tingkat diskonto sebesar tingkat *return* yang disyaratkan investor. Dalam hal ini, nilai intrinsik atau nilai teoritis suatu saham nantinya akan sama dengan nilai diskonto semua aliran kas yang akan diterima investor di masa datang.

Dalam penentuan nilai teoritis saham, investor perlu menentukan berapa besarnya tingkat *return* yang disyaratkan atas saham tersebut sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung. Tingkat *return* yang disyaratkan merupakan tingkat *return* minimum yang diharapkan atas pembelian suatu saham. Artinya, jika investor mempunyai tingkat *return* yang disyaratkan 25% atas saham yang akan dibeli, maka *return* minimum yang diharapkan dari saham tersebut adalah 25%. Tingkat *return* minimum ini

juga menggambarkan besarnya biaya kesempatan (*opportunity cost*), yaitu hilangnya kesempatan memperoleh *return* dari alternatif investasi lain akibat keputusan untuk berinvestasi pada saham.

Di samping pendekatan nilai sekarang (model *dividend yield*), dalam metode penilaian saham berdasarkan analisis fundamental dikenal juga pendekatan lain yang disebut pendekatan *Price Earning Ratio* (model *P/E Ratio*). Pendekatan ini merupakan pendekatan yang lebih populer dipakai di kalangan analis saham dan para praktisi. Dalam pendekatan *P/E ratio* atau disebut juga pendekatan *multiplier*, investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham. Dengan kata lain, *P/E ratio* menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan. Jika misalnya *P/E ratio* suatu saham sebanyak 3 kali berarti harga saham tersebut sama dengan 3 kali nilai *earning* perusahaan tersebut. *P/E ratio* ini juga akan memberikan informasi berapa rupiah harga yang harus dibayar investor untuk memperoleh setiap Rp. 1,00 *earning* perusahaan.

Kedua pendekatan tersebut masing-masing mendasarkan diri pada konsep dasar ilmu investasi yaitu konsep nilai sekarang (*present value*). Perbedaannya adalah bahwa secara teoritis, pendekatan model *dividend yield* lebih baik dibanding pendekatan *P/E ratio*, sedangkan di sisi lainnya, pendekatan *P/E ratio* lebih populer digunakan oleh para analis dibandingkan pendekatan model *dividend yield* karena lebih mudah menggunakannya.

Kedua model penilaian harga saham tersebut, sangat penting bagi seorang investor dalam pembuatan keputusan investasi serta mengandung konsep dasar penilaian yang sama. Akan tetapi kedua model penilaian tersebut tidak ada yang mutlak lebih baik dibanding pendekatan lainnya. Akan lebih tepat jika kedua model penilaian harga saham tersebut dipakai secara bersama-sama, dalam hal ini saling melengkapi

(komplementer), dan bukannya sebagai dua hal yang saling menggantikan (substitusi).

Bukti-bukti dari beberapa penelitian terdahulu memperlihatkan bahwa model penilaian berdasar pada informasi akuntansi menunjukkan bahwa ekuitas (*equity*) berhubungan dengan: (1) *accounting earnings* (Ball dan Brown, 1968; Barth, 1991; Collins dan Kothari, 1992), (2) neraca (Landsman, 1986), atau (3) *earnings* dan *book value*. Model terakhir didasarkan atas proposisi dalam kondisi realistik, dimana ada ketidaksempurnaan pasar, sistem akuntansi menyediakan informasi mengenai *book value* dan *earnings* sebagai komponen pelengkap dari nilai *equity* (Burgstahler dan Dichev, 1997) sehingga model *P/E ratio* lebih tepat digunakan. Ohlson menyatakan bahwa harga sebagai suatu fungsi linear dari *book value* dan *abnormal return* (Ohlson, 1990, 1995). Dari model tersebut, komponen *earnings* dapat dikomposisikan menjadi dividen dan laba ditahan (Rees, 1997). Hasilnya adalah model penilaian yang menghubungkan ekuitas dengan dividen dan laba ditahan. Kehadiran laba ditahan dalam model sesuai dengan survei dan bukti empiris yang menyatakan bahwa model penilaian yang dominan digunakan oleh analis adalah *P/E ratio*. Tetapi pendekatan lain, seperti *dividend yield*, juga penting. Ada bukti ketergantungan industri dalam pilihan analis antara model penilaian *dividend yield* dan *P/E ratio* (Barker, 1999). Hasil ini semakin menambah pentingnya peran dividen dan *earnings* dalam suatu model penilaian.

Gaver dan Gaver (1995), serta Kallapur dan Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan, cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah lebih besar dibanding dengan perusahaan yang tumbuh, sedangkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan untuk membiayai pertumbuhannya. Akibatnya,

perusahaan akan membayar dividen yang lebih kecil. Riahi-Belkaoui dan Picur (2001) menemukan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang ada di Amerika, ada keterkaitan antara model penilaian *PIE ratio* dan *dividend yield* dengan *investment opportunity set*. Jika perusahaan tersebut memakai *PIE ratio* sebagai model penilaiannya maka perusahaan mempunyai peluang investasi tinggi dan *retained earnings*nya lebih besar dari pada dividen. Sebaliknya, jika perusahaan menggunakan *dividend yield* sebagai model penilaiannya maka perusahaan mempunyai peluang investasi yang rendah, dan berarti perusahaan lebih memilih dividen daripada laba ditahan.

Penelitian ini mengacu kepada penelitian yang dilakukan oleh Riahi-Belkaoui dan Picur (2001) dan Bakker (1999), dengan menggunakan data yang mewakili perusahaan-perusahaan di Indonesia, diharapkan dapat diketahui relevansi antara dividen dan laba ditahan pada penilaian saham perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak bertumbuh. Dengan *proxy* informasi dividen, laba ditahan dan *Investment Opportunity Set (IOS)*, diharapkan penilaian harga saham bisa dilakukan dengan tepat oleh investor di Indonesia. Dengan penelitian, secara tidak langsung akan menguji pendekatan/model *dividend yield* dan *PIE ratio*, yang dipakai oleh perusahaan di Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk: (1) mengetahui apakah terdapat keterkaitan *valuation model* dengan *Investment Opportunity Set (IOS)*. Jadi, diharapkan nantinya ada perbedaan keterkaitan nilai *dividend* antara perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi tinggi dan perusahaan dengan tingkatan kesempatan investasi rendah. juga untuk mengetahui (dengan cara yang sama). (2) Untuk perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi tinggi, *earnings* diharapkan menjadi nilai yang relevan. Oleh karena itu, *retained earnings* akan menjadi nilai yang relevan untuk perusahaan ini.

MODEL PENILAIAN

Semakin besar *earnings* yang dihasilkan perusahaan, maka semakin besar pula keuntungan yang dapat dinikmati para pemegang sahamnya. Ini terjadi karena *earnings* yang besar tersebut menyediakan dana yang besar untuk didistribusikan kepada pemegang saham sebagai *dividend*, yang dibagikan pada akhir tahun pembukuan dan bila perusahaan mendapat keuntungan. Jika perusahaan tidak mendapatkan keuntungan atau mengalami kerugian, maka pemegang saham tidak akan mendapat *dividend* dan mengenai ini ada ketentuan hukumnya yaitu bahwa suatu perusahaan yang menderita kerugian, selama kerugian tersebut belum dapat ditutupi maka selama itu pula perusahaan tidak diperkenankan untuk membayar *dividend*. Selain mendapat *dividend*, pemilik saham juga dapat memperoleh *capital gain*. *Capital gain* ini dapat diperoleh bila saham tersebut dijual dan ada kelebihan harga jual atas harga beli.

Perilaku harga saham yang selalu mengalami perubahan memerlukan penilaian harga saham yang bertujuan untuk mengetahui apakah harga saham di pasar modal telah menunjukkan harga yang sehat. Penilaian harga saham dapat dilakukan melalui beberapa cara yang dikenal dengan metode penilaian.

Penilaian dengan memakai *earnings* secara khusus dipandang sebagai pendekatan alternatif untuk penilaian. Di dalam model teoritis, penilaian mengasumsikan pasar yang lengkap dan sempurna sehingga mengukur *earnings* merupakan alternatif penilaian yang berlebihan (*redundant*). Di dalam kondisi realistik, dimana terdapat pasar tidak sempurna, maka model *PIE Ratio* dapat memberikan informasi mengenai *earnings* sebagai komponen pelengkap dari nilai ekuitas. Informasi ini berdasarkan pada harga pasar dan oleh karenanya bersifat independen terhadap kesuksesan perusahaan di dalam

dividend discount model tidak membuat batasan asumsi yang inkonsisten dan hasil dimasa depan yang tidak menentu. Sebaliknya, nilai-nilai dari dasar variabel yang menentukan *dividend*, seperti tingkat pertumbuhan penjualan atau tingkat pajak korporat, diperbolehkan berubah-ubah dalam estimasi harga saham.

Dasar pemikiran mengenai *dividend* tersebut dapat juga diterapkan dalam konteks *earnings*. Kesimpulan *dividend discount model* pada persamaan 4, yang diterangkan oleh Preinreich (1938), dan yang disebut dengan *residual income valuation model*.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t [X_{t+\tau}] (1+k)^{-\tau} \dots\dots\dots(4)$$

Dimana (pada waktu t):

- P_t = harga pasar
- X_t = *retained earning* yang dibayarkan
- E_t = *earning* yang diharapkan pada waktu t
- K = *rate of return* yang disyaratkan oleh *shareholders (discount rate)*.

Persamaan 4 secara formal sama dengan persamaan 1, meskipun persamaan tersebut independen pada *dividend* dan mencerminkan harga sebagai fungsi harapan yang didiskontokan pada *residual income*. Persamaan tersebut sama dengan persamaan 1.

Independensi dari *dividends* pada persamaan 4 dapat dipakai ketika mengungkapkan harga sekarang dalam hal *earning* periode akan datang dan tingkat diskon. Hal ini memerlukan pemakaian asumsi pada persamaan 2 bahwa tingkat pertumbuhan *dividend* dan tingkat diskon adalah konstan dan memerlukan asumsi bahwa tingkat diskon sama dengan *rate of return* investasi baru. Akhirnya, tingkat pertumbuhan *dividend* sebuah perusahaan sama dengan produk dari proporsi pada *retained earning*, *b*, dan *rate of return* pada investasi baru, *r*. Karenanya, dari persamaan 2,

dapat diturunkan persamaan sebagai berikut:

$$P_t = \frac{(1-b)E_{t+1}}{k-br}$$

Jika *k=r*, maka persamaan diatas menjadi:

$$\frac{P_t}{E_{t+1}} = \frac{1}{k} \dots\dots\dots(5)$$

Persamaan 5 dapat disebut dengan *price-earnings (PE) ratio model*, sehingga dapat disimpulkan bahwa model pendekatan P/E ratio dikembangkan dari *dividend yield model* (Barker, 1999). Dominasi dari PE ratio kemungkinan sangat kuat dan temuan yang paling konsisten dalam literatur tentang perilaku pemilihan analist terhadap model penilaian.

INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan, dalam hal ini manajemen maupun pihak eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang tumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi.

IOS perusahaan merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), oleh karena itu diperlukan *proxy*. Hal ini didukung oleh Kallapur dan Trombley (1999) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan. Spesifikasi lengkap dari IOS memerlukan informasi mengenai kebutuhan arus kas investasi sebaik informasi mengenai distribusi payoff potensial untuk investasi (Kallapur dan Trombley, 1999). Terdapat beberapa bentuk

proksi IOS yang digunakan dalam beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: (1) *price-based proxies*; yang meliputi *market-to-book value of equity* (Collin dan Kothari, 1989; Chung dan Charoenwong, 1991; Kallapur dan Trombley, 1999); *book-to-market value of assets* (Smith dan Watts, 1992); *Tobin's Q* (Skinner, 1993); *earnings price ratio* (Kester, 1984); *the ratio of property, plant, dan equipment (PPE) to firm value* (Skinner, 1993); dan *ratio of depreciation to firm value* (Smith dan Watts, 1992); *Proxy* ini berdasarkan pada dugaan intuitif menjadi bagian dalam harga saham. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan yang tumbuh seharusnya dihubungkan dengan ratio kapitalisasi pasar yang tertinggi untuk nilai buku pada aset atau *equity*-nya. (2) *investment-based proxies*; yang meliputi berbagai ukuran berdasarkan pada biaya riset dan pengembangan, seperti R&D terhadap aset atau penjualan (Gaver dan Gaver, 1993; Skinner, 1993); *proxy* ini juga berdasarkan pada *capital expenditures* perusahaan, seperti *capital expenditures* pada nilai perusahaan (Smith dan Watts, 1992), dan *capital expenditures* untuk *book value of assets* (Kallapur dan Trombley, 1999). *Proxy* ini berdasarkan pada dugaan intuitif bahwa level intensitas investasi yang tinggi adalah bernilai positif sebagai dihubungkan dengan IOS perusahaan. (3) *variance measures*, yang meliputi: *variance of return* (Gaver dan Gaver, 1993; dan Smith dan Watts, 1992), dan *assets beta* (Skinner, 1993) sebagaimana yang dicatat oleh Gaver dan Gaver (1993) ukuran ini mempercayakan pada ide bahwa *options* menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dalam peningkatan *underlying asset*.

Penelitian yang dilakukan oleh Gordon (1959) menunjukkan bahwa investor lebih menghargai informasi besarnya *dividend* dan informasi besarnya *retained earning* sekarang daripada informasi keduanya pada tahun-tahun yang lalu. Di dalamnya terdapat nilai rata-rata besarnya *dividend per share* dan rata-rata *retained*

earning 5 tahun sebelumnya dibanding dengan *dividend per share* dan *retained earning* sekarang.

Modigliani dan Miller (1961) menemukan bahwa *dividend* tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan dicerminkan pada harga saham, menurut mereka nilai perusahaan lebih ditentukan oleh *earning power* dari *assets* dan keputusan investasinya daripada keputusan *dividend*-nya. Friends dan Puckett (1974) menemukan bahwa harga saham berkaitan dengan *current dividend* dan *retained earnings*. Ketika nilai minimal yang dikehendaki pemegang saham, maka harga seharusnya meningkat sebesar proporsi peningkatan *retained earnings*. Kadang-kadang menggunakan *dividend* dan *retained earnings* untuk menjelaskan variasi harga saham. Pandangan yang tidak tajam dari perhitungan hasil statistik cenderung membenarkan eksistensi pengaruh *dividend* yang kuat, beberapa menjadi semakin ragu dengan validitasnya. Dalam penelitiannya, mereka juga mengkritik hubungan antara *dividend* dengan harga saham, karena tidak menghubungkan risiko dengan *price earning ratio* (PER), ada kesalahan pengukuran dalam *retained earning* dan koefisien antara *dividend* dengan *retained earnings*. Kemudian dengan mempertimbangkan risiko yang ada, memasukkan PER untuk t-1, sehingga jika yang digunakan estimasi *earnings* maka PER akan berfluktuasi dan menyebabkan berubahnya harga saham lebih dominan.

Gaver dan Gaver (1993) serta Kallapur dan Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak tumbuh cenderung untuk membayar *dividend* dalam jumlah lebih besar dibanding perusahaan yang tumbuh. Dengan demikian *dividend* diharapkan akan memiliki relevansi nilai yang lebih besar untuk perusahaan yang tidak tumbuh. Barker (1999) menemukan bahwa kehadiran *retained earning* dalam model sesuai dengan survei dan bukti empiris yang menyatakan bahwa model penilaian yang dominan digunakan oleh analis adalah *Price-Earnings (P/E) ratio*. Tetapi

pendekatan lain, seperti *dividend yield*, juga penting. Ada bukti ketergantungan industri dalam pilihan analisis antara model penilaian *dividend yield* dan *price-earnings ratio*.

Penelitian yang lain yaitu dari Belkaoui dan Picur (2001), menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kelompok tidak tumbuh (IOS rendah), maka *dividend* mempunyai nilai relevan yang lebih besar dibandingkan *earnings*, yang berarti model *dividend yield* lebih tepat untuk menilai perusahaan tersebut. Sementara bagi perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam kategori tumbuh (IOS tinggi), maka *retained earnings* mempunyai relevansi lebih tinggi dari pada *dividend*, sehingga hal ini mengindikasikan bahwa *P/E Ratio* lebih mempunyai relevansi nilai.

HIPOTESIS

- H_1 : Ada perbedaan keterkaitan nilai dividen antara perusahaan IOS tinggi dengan perusahaan IOS rendah.
- H_2 : Ada perbedaan keterkaitan nilai laba ditahan antara perusahaan IOS tinggi dengan perusahaan IOS rendah.

METODE

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan sampelnya adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel diambil secara *non random sampling*, yaitu *purposive sampling*. Adapun kriteria yang digunakan dalam memilih sampel penelitian adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan melaporkan laporan keuangan tahunan periode 31 Desember dari tahun 2000

sampai tahun 2005. 2) Penelitian ini menggunakan data sekunder, dimana data-data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, serta laporan tahunan Bursa Efek Indonesia.

Penentuan Faktor untuk Perusahaan dengan IOS tinggi dan IOS rendah.

Perusahaan digolongkan sebagai kelompok IOS tinggi atau kelompok IOS rendah berdasarkan pada *score factor* menyangkut kesempatan investasi. Perusahaan yang mempunyai IOS tinggi dipilih dari 40% teratas pada distribusi *score* sedang perusahaan yang mempunyai IOS rendah ditetapkan dari 40% terbawah dari distribusi *score*. Untuk perusahaan yang mempunyai IOS tinggi maka akan diberi nilai 1, sebaliknya bagi perusahaan yang mempunyai IOS rendah diberi nilai 0. Sedangkan nilai 20 % ditengah-tengahnya dihilangkan.

Mengukur IOS

Adapun ukuran IOS yang dianalisis, yakni *proxy priced-based* dan *proxy investment-based*. Faktor skor digunakan untuk mengukur tingkatan dari IOS tiap perusahaan. Pada bagian ini menerangkan lima variabel *proxy* yang dipilih untuk mengukur IOS perusahaan.

Market-to-Book Assets Ratio

Rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset (*MBA ratio*) diharapkan digunakan sebagai *proxy* untuk peluang investasi. Rasio MBA menggambarkan percampuran *assets in place* perusahaan dan peluang-peluang investasi. Nilai buku aset adalah *proxy* untuk *assets in place* dan nilai pasar aset adalah *proxy* untuk *assets in place* dan peluang-peluang investasi. Rasio MBA yang tinggi mengindikasikan bahwa sebuah perusahaan mempunyai banyak peluang-peluang investasi terhadap *assets in place*nya.

Menurut teori, rasio MBA mempunyai beberapa kekurangan secara empiris sebagai sebuah *proxy* IOS. Pertama, nilai buku aset

memerlukan estimasi nilai pasar hutang, yang meragukan jika hutang tidak dipublikasikan secara umum. Kedua, nilai buku aset tidak perlu sama dengan nilai pengganti aset. Ketiga, rasio MBA telah digunakan untuk mengukur beberapa variabel lain, seperti kinerja korporat, *intangibles* dan *market power*. Jika rasio MBA dihubungkan dengan banyak variabel lain, kemudian nilai rasio MBA sebagai sebuah *proxy* untuk IOS perusahaan akan menjadi berkurang nilainya. Rasio MBA ini dirumuskan sebagai berikut:

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Saham})}{\text{Total Aset}}$$

Market-to-Book Equity Ratio

Proxy kedua yang umumnya digunakan untuk peluang pertumbuhan adalah rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas (*MBE ratio*). Nilai pasar ekuitas mengukur nilai sekarang dari semua *cash flow* yang akan datang terhadap para pemegang ekuitas, dari *assets in place* dan *future investment opportunities*, sedangkan nilai buku ekuitas menampilkan nilai akumulasi yang dihasilkan dari aset yang ada saja. Oleh karena itu, rasio MBA mengukur pencampuran *cash flow* dari *assets in place* dan *future investment opportunities*.

Keuntungan rasio MBE atas rasio MBA adalah tidak memerlukan informasi nilai pasar hutang, ataupun juga tidak memerlukan estimasi nilai pengganti. Bagaimanapun juga, seperti rasio MBA, rasio MBE mewakili variabel lain juga, seperti kinerja korporat. Perhatian yang kedua adalah bahwa rasio MBE dipengaruhi oleh leverage. Mengasumsikan nilai pasar hutang sama dengan nilai bukunya, rasio MBA dihubungkan dengan rasio MBE dirumuskan sebagai berikut:

$$\frac{\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Faktor yang mempersulit adalah *leverage* itu sendiri adalah fungsi dari *investment opportunities*, seperti dilihat dalam literatur

kontrak hutang. Jika perusahaan-perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan rendah memilih lebih banyak hutang dalam struktur modalnya, kemudian rasio MBE nya akan lebih tinggi daripada apa yang akan tersiratkan oleh peluang pertumbuhan yang sendiri. Oleh karena itu, rasio MBE bukan transformasi linier sederhana pada rasio MBA. Perhatian yang lainnya, dengan menggunakan rasio MBE perusahaan-perusahaan dengan nilai ekuitas negatif seharusnya dihilangkan dari analisis karena rasio MBE negatif tidak memberikan arti dalam mengukur peluang investasi.

Firm Value to Book Value of Property, Plant and Equipment Ratio

Proxy ketiga yang dipakai menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Rasio ini dapat menunjukkan investasi masa lalu pada *Property, Plant* dan *Equipment* (PPE) yang ditunjukkan sebagai *assets-in-place*. Nilai perusahaan lebih besar dari PPE menunjukkan bahwa perusahaan ini memiliki potensi investasi. Rasio PPE dirumuskan sebagai berikut:

$$\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Saham})}{\text{Aktiva Tetap Net}}$$

Capital Expenditures Ratio

Proxy keempat yang dipakai adalah rasio pengeluaran modal dibagi dengan hasil operasi yang dihasilkan dengan aset yang dimiliki. Motivasi untuk variabel ini adalah bahwa pengeluaran modal sebagian besar bebas dalam penentuannya dan mendorong kearah didapatnya peluang investasi baru. Perusahaan-perusahaan yang berinvestasi lebih memperoleh peluang investasi lebih untuk keberadaan aset-asetnya daripada perusahaan-perusahaan yang sedikit berinvestasi. Ukuran yang berkaitan adalah intensitas penelitian, didefinisikan dengan pengeluaran R&D dibagi dengan total aset atas penjualan, contoh seperti yang digunakan oleh

Skinner (1993). *Proxy IOS* berbasis investasi yang digunakan di dalam penelitian ini adalah:

Capital Expenditure to Book Value Asset Ratio (CAPBVA)

$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset}}$$

Capital Expenditure to Market Value Asset Ratio (CAPMVA)

$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Saham})}$$

Model untuk Menguji Hipotesis

Analisis data dilakukan secara simultan maupun parsial untuk menguji model dan hipotesis atau untuk mengetahui pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen.

$$P_{it} = a + bIOS_{it} + cRE_{it} + dIOS_{it} RE_{it} + eDV_{it} + fIOS_{it} DV_{it} + e_{it} \dots (7)$$

dimana :

P_{it} = market price

a = konstanta

b,c,d,e,f = koefisien

IOS_{it} = dummy variable (dimana nilai 1 untuk peluang investasi yang tinggi dan nilai 0 untuk peluang investasi yang rendah)

RE = retained earnings per share

DV = dividend per share

e_{it} = error term

Hipotesis 1 diharapkan diterima, jika nilai koefisien dari IOSDIV (yaitu f) negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan sistematis antara harga saham dengan dividen untuk perusahaan yang tidak bertumbuh (IOS rendah). Dengan demikian terdapat relevansi informasi dividen, yang pada akhirnya mengindikasikan penggunaan model *dividend yield*

Hipotesis 2 diharapkan diterima, jika nilai IOSRE (yaitu d) nilainya positif signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa relevansi laba ditahan lebih tinggi untuk perusahaan yang bertumbuh (IOS tinggi) daripada perusahaan yang tidak bertumbuh (IOS rendah), artinya terdapat perbedaan relevansi nilai dari laba ditahan antara perusahaan yang bertumbuh (IOS tinggi) dan perusahaan yang tidak bertumbuh (IOS rendah), yang mengindikasikan penggunaan model *P/E ratio*.

Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian model analisis, sampel awal diuji karakter datanya terlebih dahulu. Hal ini dimaksudkan agar syarat pemenuhan asumsi klasik dapat dilakukan sehingga hasil penelitian ini diharapkan tidak bias. Berdasarkan hasil uji normalitas menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Sedangkan berdasarkan uji multikolinieritas dapat diketahui bahwa nilai *tolerance* yang lebih dari 0.1 yang artinya tidak ada korelasi antar variabel bebas yang nilainya kurang dari 95%. Dan nilai VIF juga menunjukkan hal yang sama bahwa tidak ada satupun variabel bebas yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi. Dari uji autokorelasi maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi positif pada model regresi. Hasil uji heteroskedastisitas dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi Harga Saham berdasarkan masukan variable bebas *Retained Earning, Dividend, IOS, IOSre dan IOSdiv*.

HASIL

Analisis data yang dilakukan pada dasarnya dapat dikelompokkan menjadi dua bagian.

Tabel 5. Komposisi Faktor Terotasi dari Proxy IOS.

Variabel	Komponen	
	1	2
MBA	0,977	-0,0142
MBE	0,880	0,004792
PPE	0,963	-0,0130
CAPBVA	-0,00275	0,795
CAPMVA	-0,00921	0,795
Eigenvalues	2,656	1,263
% of variation	53,115	25,265
Cumulative %	53,115	78,379

Sumber: Data primer, diolah.

Dari hasil rotasi faktor pada Tabel 5 tampak bahwa variabel MBA, MBE, dan PPE memiliki korelasi yang lebih kuat (Komponen faktor 1) dibandingkan dengan CAPBVA, CAPMVA (Komponen Faktor 2). Komponen faktor satu berkaitan dengan proxy IOS berbasis harga saham (MBA, MBE dan PPE) mempunyai nilai masing-masing 0,977, 0,880 dan 0,963. Sedangkan komponen faktor 2 berkaitan dengan proxy IOS berbasis investasi (CAPBVA dan CAPMVA) mempunyai nilai masing-masing 0,795 dan 0,795. Dengan demikian, penentuan perusahaan

sebagai kelompok bertumbuh atau tidak bertumbuh didasarkan pada indeks faktor satu karena faktor satu mampu menerangkan 53,115 % variasi data sementara faktor 2 hanya mampu menerangkan 25,265%. Jadi, *factor scores* dari ketiga variabel tersebut digunakan sebagai faktor untuk mengklasifikasikan perusahaan dengan mengurutkan nilai *factor scores* dari yang tertinggi sampai yang terendah. Kemudian diambil 40% dari *factor scores* tersebut dari urutan tertinggi untuk perusahaan yang mempunyai IOS tinggi dan 40% dari *factor scores* lainnya diambil dari urutan terendah untuk perusahaan yang mempunyai IOS rendah. Sisanya 20% diantara keduanya dihilangkan.

Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif menjelaskan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan nilai deviasi standar seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian. Baik dalam bentuk pool ataupun tahunan dalam bentuk perusahaan IOS tinggi maupun perusahaan IOS rendah.

Tabel 6. Statistik Deskriptif IOS POOL

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std.Deviation
RE	668	-1.3E+07	1.6E+07	-83601.4	1873682.5383
DIV	668	.00	4463.00	87.5357	385.3515
PRICE	668	.00	63000.00	2371.0509	6340.7436
Valid N (Listwise)	668				

Sumber: Data primer, diolah.

Tabel 7. Statistik Deskriptif IOS T

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std.Deviation
RE	334	-7217261	1.6E+07	357989.4	1790646.4877
DIV	334	.00	4463.00	146.5915	508.2737
PRICE	334	.00	63000.00	3765.7186	8414.7659
Valid N (Listwise)	334				

Sumber: Data primer, diolah.

perusahaan IOS rendah. Dengan demikian terdapat relevansi nilai dari laba ditahan, yang pada akhirnya mengindikasikan penggunaan model *P/E ratio*.

PEMBAHASAN

Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa H_1 dan H_2 dapat diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Riahi-Belkaoui dan Picur (2001) dimana ada terdapat keterkaitan antara model penilaian *P/E ratio* dan *Dividend Yield* dengan *investment opportunity set*. Namun demikian secara umum investor di Indonesia belum menerapkan dengan tepat model penilaian yang ada, dimana untuk menilai perusahaan IOS tinggi seharusnya digunakan model *P/E Ratio*. Terlihat dari nilai IOSRE (0,0003936) yang ternyata lebih kecil daripada nilai IOSDIV (2,411).

Investor di Indonesia masih memandang bahwa dividen lebih informatif dan dianggap sebagai sumber informasi yang penting untuk menilai prospek perusahaan di masa depan. Selain itu, investor menganggap bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan merupakan indikasi bahwa perusahaan tersebut memberikan keuntungan yang pasti. Dividen lebih pasti daripada perusahaan menahan laba untuk pertumbuhan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan.

Berdasarkan hasil analisis dapat diambil kesimpulan Hipotesis 1 cenderung untuk ditolak karena nilai koefisien IOSDIV positif signifikan, artinya tidak ada perbedaan nilai dividen antara perusahaan IOS tinggi dengan perusahaan IOS

rendah. Sedangkan Hipotesis 2 cenderung diterima karena nilai koefisien IOSRE ternyata signifikan dan berpengaruh positif, artinya ada perbedaan keterkaitan nilai laba ditahan antara perusahaan IOS tinggi dan perusahaan IOS rendah. Investor di Indonesia masih memandang bahwa dividen lebih informatif dan dianggap sebagai sumber informasi yang penting untuk menilai prospek perusahaan di masa depan. Selain itu, investor menganggap bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan merupakan indikasi bahwa perusahaan tersebut memberikan keuntungan yang pasti. Dividen lebih pasti daripada perusahaan menahan laba untuk pertumbuhan.

Saran

Pertama, penelitian ini hanya menggunakan sebagian proksi IOS yang berbasis pada harga saham dan sebagian proksi IOS yang berbasis pada investasi. Untuk penelitian selanjutnya akan lebih baik dengan menggunakan seluruh proksi IOS berbasis harga, investasi, varian.

Kedua, variabel terukur pada model gabungan proksi IOS ini hanya dua. Hal ini kemungkinan menyebabkan *construct loadings* pada model ini menjadi kurang baik. Variabel laten dengan dua variabel terukur akan menjadi lebih baik jika ditambah dengan variabel baru, yang diharapkan akan memberikan hasil yang lebih baik.

Ketiga, pengujian belum dapat dilakukan dengan rentang waktu yang panjang sehingga konsistensi model dalam penelitian ini belum dapat teruji dalam periode waktu lima tahun keatas.

DAFTAR PUSTAKA

Ball, R. and Brown. P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers.

- Journal of Accounting Research* (Autumn), pp.159-178.
- Barker, R.G. 1999. Survey and Market-Based Evidence of Industry-Dependence in Analysts Preference Between the Dividend Yield and Price-Earning Ratio Valuation Models. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.96, pp.393-418.
- Battacharya, O. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird in the Hand Fallacy Bell. *Journal of Economics*, Vol.10, pp.433-463.
- Belkaoui R. A. and Picur D. R. 2001. Investment Opportunity Set Dependence Of Dividend Yield And Price Earnings Ratio. *Managerial Finance*, Vol.27, No.3. University of Illinois at Chicago.
- Brigham, F. E. and Gapensky, L.C. 1994. *Financial Management Policy*. The Dryden Press, Florida.
- Burgstahler, D.C. and Dichev. I.D. 1997. Earnings, Adaptation and Equity Value. *The Accounting Review*, (April), pp.187-216.
- Chung, K and Charoenwong. C. 1991. *Investment Options, Assets-In-Place, and The Risk Of Stocks*. *Financial Management*. Vol.20, No.3, pp.21-33.
- Collin, D. and Kothari, S.P. 1992. An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinant of ERCs. *Journal of Accounting and Economics*, (March), pp.148-183.
- Gaver, J. J. and Gaver, K.M. 1993. *Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16 (January/April/July), pp.125-160.
- Gordon, M.J. 1959. *Dividend, Earnings, and Stock Prices*. *Review of Economics and Statistics*, (May), pp.99-105.
- Stewart, J. 2001. The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decisions : Some Australian Evidence. *Managerial Finance*. Vol. 27, No.3.
- Kallapur, S. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance*, Vol.27, No.3, pp.3-15.
- _____ and Trombley, M. 1999. The Association between IOS Proxies and Realized Growth. *Journal of Business, Finance and Accounting*. pp. 505-518.
- Landsman, W. 1986. An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights. *The Accounting Review*, (October), pp.44-64.
- Miller, H.M. and Modigliani, F. 1961. *Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares*. *The Journal of Business*. The University of Chicago (October), pp. 411-433.
- Myer, S.C. 1977. *Determinants Of Corporate Borrowing*. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, No.2. pp.147-175.
- Ohlson, J.A. 1995. Earnings, Book Value and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp.661-687.
- Rees, W. P. 1997. The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.24, pp.1111-1140.
- Watts, R. L. and Zimmerman, J.L. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall Englewood Cliffs, New Jersey.