

**PENGARUH KEBIJAKAN UTANG, RISIKO INVESTASI, DAN
UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP
INVESTMENT OPPORTUNITY SET
(Studi pada Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2010-2014)**

Ramdani

Program Studi Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakri
Kampus Kuningan Kawasan Rasuna Epicentrum
Jl.H.R. Rasuna Said Kav. C-22

Argamaya, S.E., M.E.

Program Studi Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakri
Kampus Kuningan Kawasan Rasuna Epicentrum
Jl.H.R. Rasuna Said Kav. C-22

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah kebijakan utang, risiko investasi, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *investment opportunity set* pada industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2010-2014.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan pada industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2010 sampai dengan tahun 2014 secara berturut-turut. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Terdapat 10 sampel yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif dengan menggunakan regresi berganda. Data sekunder diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan industri makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa kebijakan utang dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *investment opportunity set*. Penelitian ini menduga investor tidak lagi memandang utang sebagai risiko bagi perusahaan pada industri makanan dan minuman dan setiap perusahaan baik perusahaan kecil maupun besar memiliki kesempatan investasi yang sama. Sedangkan Risiko investasi berpengaruh terhadap *investment opportunity set* yang membuktikan bahwa besarnya penyimpangan antara *expected return* dengan *actual return* berkaitan dengan *investment opportunity set*.

Kata kunci : kebijakan utang, risiko investasi, ukuran perusahaan, *investment opportunity set*

ABSTRACT

This study aimed to analyze whether the debt policy, investment risk, and firm size, affect the investment opportunity set of food and beverage industry listed in Indonesia Stock Exchange from 2010-2014.

The population used in this research are all companies on food and beverage industry listed on the Indonesia Stock Exchange since 2010 to 2014 respectively. The samples are selected based on purposive sampling method. There are 10 data that represent the criterias as the research samples. The analysis method used a quantitative approach using multiple regression. Secondary data were obtained from the annual financial statements of listed food and beverage industry companies in the Indonesia Stock Exchange.

Based on the research that has been done, it can be concluded that the debt policy and firm size does not affect to investment opportunity set. We assess if investors no longer view debt as a risk for companies in the food and beverage industry and every company either small or large companies have the same investment opportunity. While the investment risk effect on the investment opportunity set which proves that the magnitude of the deviation between the actual return and expected return with regard to the investment opportunity set.

Keywords : debt policy, investment risk, firm size, investment opportunity set

PENDAHULUAN

Globalisasi menyebabkan terjadinya perdagangan bebas yang mengakibatkan tingginya tingkat persaingan antar perusahaan-perusahaan yang menjadi pemicu bagi setiap sektor industri untuk dapat meningkatkan kinerja dan mengembangkan strateginya, perusahaan dituntut untuk dapat menentukan ketepatan aktivitas yang dapat mendukung kinerjanya sehingga mampu untuk berkompetisi, hal tersebut tidak mudah karena mengingat adanya perusahaan pesaing yang memproduksi barang yang sama. Industri makanan dan minuman merupakan salah satu industri dengan tingkat persaingan yang sangat ketat, dimana didalamnya terdapat ratusan produk dari berbagai perusahaan yang bersaing.

Pertumbuhan industri makanan dan minuman mengalami perkembangan secara terus menerus tiap tahunnya. Hal ini memiliki daya tarik yang tinggi bagi investor, Data Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) menunjukkan rasio investasi sektor industri makanan dan minuman periode 2010-2014 mencapai angka 46%. Rasio tersebut berasal dari rencana investasi sepanjang periode tersebut sebesar USD 2,6 miliar dan realisasi investasi pada periode 2010-2014 sebanyak 1,2 miliar.

Investasi merupakan kebijakan yang dihadapkan pada berbagai macam risiko dan ketidakpastian yang membuat para investor seringkali sulit untuk memprediksikannya. Agar mengurangi kemungkinan risiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, berbagai macam informasi sangat diperlukan bagi investor, baik informasi yang diperoleh dari kinerja perusahaan maupun informasi lain yang relevan seperti kondisi ekonomi dan politik suatu negara.

Peneliti dan praktisi dibidang akuntansi memiliki pandangan yang beragam tentang penilaian kinerja suatu perusahaan. Ada pihak yang beranggapan bahwa nilai suatu perusahaan tercermin dalam kinerja laporan keuangan perusahaan, namun ada pihak lain yang beranggapan bahwa nilai perusahaan tercermin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan di masa mendatang (Tatang & Novi, 2008).

Nilai suatu perusahaan dapat diukur dengan *investment opportunity set* (IOS). *Investment opportunity set* 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 Kusuma (2000) *investment opportunity set* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran

yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar.

Investment opportunity set dipengaruhi oleh seberapa besar kebijakan utang yang digunakan dalam struktur modal. Kebijakan utang merupakan keputusan yang sangat penting bagi setiap perusahaan karena kebijakan ini diambil oleh manajemen perusahaan dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan eksternal bagi perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan (Rahmawati, 2012). Penggunaan utang yang terlalu banyak dengan mengabaikan pemanfaatan utang berdampak pada tingginya kewajiban bagi perusahaan untuk membayarkan dividen. Hal ini menyebabkan hilangnya kesempatan bagi perusahaan untuk memanfaatkan laba dalam kepentingan pertumbuhan perusahaan apabila pemegang saham tidak menghendaki (Fijrijanti & Hartono, 2004).

Menurut Jaggi & Gul (1999) dalam Lestari (2004) menunjukkan hubungan yang positif antara aliran kas bebas dan kebijakan utang perusahaan untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang rendah dan hubungan yang positif antara kebijakan utang, aliran kas bebas yang tinggi untuk perusahaan yang memiliki kesempatan

investasi yang rendah, lebih jelas pada perusahaan yang *size*-nya besar. Menurut Fijrijanti & Hartono (2004) kebijakan pendanaan berimplikasi pada set kesempatan investasi, tindakan perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi besar relatif lebih fleksibel untuk bertindak oportunistik dan sulit dideteksi, karena *real option* (tidak sebagaimana *real asset*) sulit diobservasi tanpa informasi dari pihak internal perusahaan.

Dalam dunia usaha, hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Investor tidak tahu secara pasti berapa dan apa yang akan diperolehnya dari investasi yang dilakukannya. Dalam keadaan seperti ini dapat dikatakan bahwa investor menghadapi risiko dalam investasi yang dilakukannya. Karena investor menghadapi kesempatan investasi yang berisiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan saja, sehingga set kesempatan investasi harus dipertimbangkan terhadap faktor risiko (Lestari, 2004).

Risiko merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi *investment opportunity set*. Dengan demikian, risiko dapat diartikan sebagai adanya ketidakpastian tentang nilai-nilai yang akan terjadi. Dsaouza & Saxena (1999) dalam Lestari (2004) menyatakan terdapat

hubungan yang negatif antara risiko investasi dengan *investment opportunity set*. Lestari (2004) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi tidak menyukai pembiayaan yang akan meningkatkan *leverage*.

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). Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana setiap perusahaan dapat diklasifikasikan besar kecilnya melalui berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log size*, dan nilai pasar saham (Machfoedz, 1994 dalam Lestari, 2004). 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.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Lestari (2004) yang meneliti tentang pengaruh kebijakan utang, risiko dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan investasi. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Lestari (2004) adalah dalam penelitian ini

variabel profitabilitas digantikan dengan variabel ukuran perusahaan, dalam penelitian Lestari (2004) *investment opportunity set* diukur dengan proksi berdasarkan harga dengan rasio Tobin's Q, sedangkan dalam penelitian ini *investment opportunity set* diukur dengan proksi berdasarkan rasio *market to book value of equity*. Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Pengaruh Kebijakan Utang, Risiko Investasi, dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Investment Opportunity Set* (Studi pada Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014).”**

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Investment Opportunity Set

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aset yang dimiliki dan opsi investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977 dalam Gumanti & Puspitasari, 2008). Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan untuk berkembang di masa mendatang. Perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu

pengeluaran yang lebih tinggi dibanding dengan nilai kesempatan yang hilang. Christie (1989) dalam Gumanti & Puspitasari (2008) berpendapat bahwa faktor utama yang menentukan *investment opportunity set* adalah faktor industri seperti rintangan masuk dan daur hidup produk. Kesempatan investasi memegang peranan penting dalam teori keuangan perusahaan karena gabungan aset milik perusahaan dengan kesempatan investasi akan berpengaruh pada likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas. Menurut Kallapur & 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.

Nilai IOS tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa depan yang merupakan saat ini pilihan-pilihan investasi yang diharapkan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal dan dapat menghasilkan keuntungan. Dengan demikian IOS bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan.

Proksi yang dapat digunakan alat pengukur *investment opportunity set* (IOS), dapat dibagi menjadi tiga kelompok

(Kallapur & Trombley, 1999 dalam Norpratiwi, 2001) yaitu pengukuran berbasis harga, berbasis investasi, dan *variance measure*.

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 relatif 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.

Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total utang (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva (baik aktiva lancar maupun aktiva tetap), (Kieso, *et al.*, 2006). Rasio ini menunjukkan besarnya utang 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 utang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar utang.

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 utang 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 risiko karena ada kemungkinan perusahaan tidak dapat melunasi kewajiban utangnya, baik berupa pokok maupun bunganya (Sartono, 2001).

Risiko Investasi

Risiko adalah tingkat potensi kerugian yang timbul karena perolehan hasil investasi yang diharapkan tidak sesuai dengan harapan. Jorion (2000) menyatakan risiko sebagai *volatility* dari suatu hasil yang tidak diekspektasi, secara general nilai dari aset atau kewajiban dari bunga.

Sebelum investor melakukan investasi tentunya harus memperhatikan berbagai jenis risiko yang mungkin terjadi. Adapun jenis-jenis risiko yang mungkin dihadapi oleh para investor dalam melakukan kegiatan investasi dikemukakan oleh Reilly (2003), diantaranya:

1. *Business Risk*

Kemungkinan kerugian yang diderita perusahaan karena keuntungan yang diperoleh lebih kecil dari keuntungan yang diharapkan. *Business risk* ini berkaitan dengan cakupan usaha perusahaan.

2. *Financial Risk*

Risiko yang ditimbulkan dari cara perusahaan membiayai kegiatan, misalnya penggunaan utang dalam membiayai asset perusahaan.

3. *Liquidity Risk*

Adanya ketidakpastian yang timbul pada saat sekuritas berada di pasar sekunder.

4. *Exchange Risk*

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik dengan nilai mata uang negaranya.

5. *Country Risk*

Risiko ini berkaitan dengan kestabilan politik serta kondisi lingkungan perekonomian di suatu negara.

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).

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.

Pecking Order Theory

Teori ini dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984) dalam Sugiarto (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan). Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *pecking order theory* menurut Kaaro (2003) dalam Sugiarto (2009) adalah:

- a. Perusahaan cenderung menggunakan *internal financing* yang berasal dari laba ditahan perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal dibutuhkan, perusahaan akan menerbitkan utang (*debt*) terlebih dahulu, baru jika penggunaan utang masih kurang mencukupi perusahaan akan menerbitkan saham baru.

Dana internal lebih disukai karena memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar, kalau bisa memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh “sorotan dan publisitas

publik” sebagai akibat penerbitan saham baru. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang daripada modal sendiri karena dua alasan. Pertama, pertimbangan biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru. Kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh pemodal dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen dan investor, sehingga setiap perilaku manajer sering kali dijadikan sinyal mengenai kondisi dan prospek perusahaan (Sugiarto, 2009).

Hipotesis

H1: Kebijakan utang memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*.

H2: Risiko investasi memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*.

H3: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur sektor industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2010-2014. Adapun sampel penelitian ini diambil setelah memenuhi beberapa kriteria yang berlaku bagi penerapan definisi operasional variabel. Teknik

pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, yaitu sampel yang ditentukan dengan menggunakan pertimbangan.

Definisi Operasional Variabel

Investment Opportunity Set yang diukur dengan proksi berdasarkan harga yang dikonfirmasi melalui *Market to book value of equity*. *Market to book value of equity* (MVE/BVE) menunjukkan peluang investasi perusahaan, apabila perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dengan baik, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh dan mencerminkan bahwa pasar menilai *return* atas investasi perusahaan pada masa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan ekuitasnya.

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang sering diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER).

Risiko yang diukur dengan standar deviasi tingkat pengembalian. Risiko diambil dari rumus risiko investasi juga dikenal sebagai standar deviasi tingkat pengembalian yang menjadi proksi penyimpangan tingkat pengembalian investasi.

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. Menurut Elvira (2005) ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*).

Metode Analisis Data

Statistika Deskriptif

Analisis statistika deskriptif bertujuan untuk mengetahui gambaran umum dari semua variabel yang digunakan dalam penelitian, dengan melihat tabel statistik deskriptif yang menunjukkan hasil pengukuran rata-rata (*mean*), standar deviasi (*standard deviation*), dan maksimum-minimum (Ghozali, 2005).

Uji Asumsi Klasik

Gujarati (2004) menyebutkan bahwa data panel mempunyai kelebihan berikut:

1. Estimasi data panel dapat mempertimbangkan heterogenitas dengan memperkenalkan variabel-variabel individu spesifik;
2. Data panel dapat memberikan data yang lebih informatif, lebih variabilitas, kurang kolinearitas antar variabel, derajat bebas yang lebih besar dan lebih efisien;
3. Data panel lebih sesuai untuk mempelajari dinamika perubahan;

4. Data panel dapat lebih baik mendeteksi dan mengukur efek yang tidak dapat diamati dalam data *cross section* dan data *time series*;
5. Data panel dapat digunakan untuk mempelajari perilaku yang kompleks;
6. Data panel dapat meminimalisir bias yang mungkin ditimbulkan oleh agregasi individu.

Keunggulan tersebut membuat tidak perlu dilakukannya pengujian asumsi klasik dalam model data panel (Gujarati, 2004). Dalam penelitian ini hanya menggunakan Uji Normalitas Data pada pengujian asumsi klasik.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda bertujuan untuk mengetahui hubungan yang dapat bersifat fungsional ataupun statistik antara variabel kuantitatif, yang disebut variabel dependen dengan satu atau lebih variabel lainnya, yang disebut variabel independen (Gujarati, 2003).

Pengujian tersebut didasarkan pada persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$IOS = \alpha + \beta_1 IOS(-1) + \beta_2 DER + \beta_3 \text{Beta Koreksi} + \beta_4 \text{Size} + e$$

Keterangan:

$$IOS = \text{investment opportunity set}$$

- α = konstanta,
- $\beta_{1,2,3}$ = koefisien regresi dari masing - masing variabel DER = kebijakan utang
- Beta Koreksi = Risiko
- SIZE = ukuran perusahaan
- e = kesalahan regresi.

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dan dilakukan dengan uji berikut:

1. Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

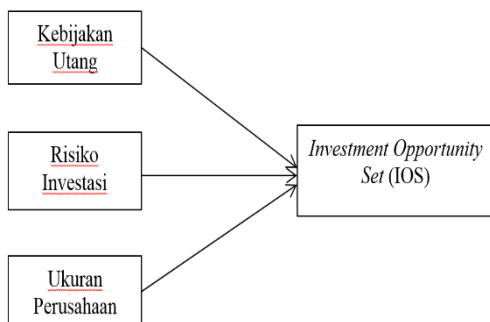
Koefisien Determinasi (R^2) adalah suatu angka yang digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan variabel independen dalam menerangkan variasi variabel dependen. Kisaran nilai dari R^2 adalah 0 sampai dengan 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Jika hasil dari R^2 semakin mendekati angka 1, maka akan semakin baik hasil untuk model regresi tersebut. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2005).

2. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara

parsial terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% sehingga kriterianya sebagai berikut:

- a. Apabila *probability value* hasil penelitian variabel $x < \text{probability value}$ peneliti (5%), artinya



terdapat pengaruh yang signifikan variabel independen x secara parsial terhadap variabel dependen.

- b. Apabila *probability value* hasil penelitian variabel $x > \text{probability value}$ peneliti (5%), artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel independen x secara parsial terhadap variabel dependen.

Model Penelitian

Kerangka penelitian digambarkan melalui diagram sebagai berikut :

Gambar 3.1 Model Penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Deskriptif Data

Observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 50 observasi.

Rata-rata dari nilai variabel *investment opportunity set* (IOS) adalah 0.470630 atau 47.0630% dengan tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0.450496 atau 45.0496%. Hal ini menunjukkan bahwa data pada variabel IOS memiliki sebaran yang tidak begitu besar, karena standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Variabel kebijakan utang (DER) memiliki nilai terkecil (*minimum*) sebesar 0.200000 dan terbesar (*maximum*) adalah 3.030000. Rata-rata dari nilai variabel DER adalah 1.189200 dengan tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0.652827. Hal ini menunjukkan bahwa pada variabel DER memiliki sebaran yang tidak begitu besar, karena standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Variabel risiko investasi (BETA) memiliki nilai terkecil (*minimum*) sebesar -1.908485 dan terbesar (*maximum*) adalah 2.521023. Rata-rata dari nilai variabel BETA adalah 1.047609 dengan tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 1.001700. Hal ini menunjukkan bahwa data pada variabel BETA memiliki sebaran yang tidak besar, karena standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai terkecil (*minimum*) sebesar 1.040818 dan terbesar (*maximum*) adalah 1.139023. Rata-rata dari nilai variabel SIZE adalah 1.094274 dengan tingkat rata-rata penyimpangan sebesar

0.027382. Hal ini menunjukkan bahwa pada variabel SIZE memiliki sebaran yang tidak begitu besar, karena standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Hasil Pengujian Normalitas

Pengujian normalitas ini dilakukan dengan menggunakan uji *Jarque-Bera*. Hasil uji *Jarque-Bera* menunjukkan bahwa nilai *Jarque-Beras* 4.726660 dengan *p-value* sebesar 0.094106. Nilai dari *p-value* lebih dari $\alpha = 5\%$, dapat disimpulkan bahwa residual berdistribusi normal.

Hasil Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Berdasarkan olah data menggunakan Eviews 6 yang menunjukkan hubungan antara Kebijakan Utang (DER), Risiko Investasi(BETA), Ukuran Perusahaan(SIZE), terhadap *Investment Opportunity Set(IOS)*. Persamaan regresi linier berganda yang dapat disusun adalah sebagai berikut:

$$IOS = -1.572093 + 0.881280 IOS(-1) - 0.054671 DER - 0.159304 BETA + 1.772342 SIZE + e \quad (4.1)$$

Analisis Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Persamaan regresi diatas memiliki nilai *adjusted R²* sebesar 0.878567. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen yang terdiri dari kebijakan utang, risiko

investasi, dan ukuran perusahaan mampu menjelaskan variabel dependen yaitu IOS sebesar 87.8567% sedangkan sisanya sebesar 12.1433% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Analisis Statistik t

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa variabel kebijakan utang (DER) sebagai salah satu variabel independen dalam penelitian ini berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap IOS. Hal ini dapat dilihat dari nilai t sebesar -1.040579 dengan nilai signifikansi sebesar 0.3052 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan yaitu 0.05 atau 5% ($\alpha = 0.05$). Oleh karena itu, penelitian ini menolak hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kebijakan utang memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*.

Variabel risiko investasi (BETA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IOS. Hal ini dapat dilihat dari nilai t sebesar -3.598647 dengan nilai signifikansi sebesar 0.0010. Dengan signifikansi sebesar 0.0010 yang lebih kecil dibandingkan dengan tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0.05$) maka penelitian ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa risiko investasi memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap IOS. Hal ini dapat dilihat dari nilai t sebesar 1.491642 dengan nilai signifikansi sebesar 0.1448. Dengan signifikansi sebesar 0.1448 yang lebih besar dibandingkan dengan tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0.05$) maka penelitian ini menolak hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*.

Pembahasan Hasil Penelitian

Kebijakan Utang tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set* yang diprosikan dengan *Market to book value of equity* (MVE/BVE). Dengan demikian, hipotesis alternatif pertama yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara kebijakan utang dengan *investment opportunity set*, tidak diterima. Penulis menduga penyebab variabel kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set* karena utang bagi perusahaan industri makanan dan minuman dapat berfungsi untuk meningkatkan produktivitas perusahaan, karena sumber dana perusahaan dapat dicukupi dari besarnya utang, sehingga investor memandang bahwa utang lebih menguntungkan. Akibatnya investor tidak

lagi memandang utang sebagai risiko bagi perusahaan pada industri makanan dan minuman yang dapat mengurangi kemampuan membayar keuntungan pada investor.

Tanda koefisien negatif mengindikasikan bahwa perusahaan yang telah berkembang, cenderung memiliki tingkat utang yang lebih kecil. Hasil ini mengkonfirmasi pendapat Myers (1977) dalam Kusuma (2000), yang menyatakan bahwa perusahaan yang telah berkembang lebih cenderung untuk memperkecil *leverage*-nya, berkaitan dengan masalah *underinvestment* dan *assets substitution*.

Berkaitan dengan masalah *underinvestment*, manajer lebih cenderung tidak melakukan investasi pada proyek yang memiliki NPV positif, karena aliran kas dari proyek tersebut akan diklaim pertama kali oleh *debtholders*. Sehubungan dengan masalah *assets substitution*, peningkatan utang berarti sebagian aktiva perusahaan akan dijadikan sebagai jaminan atas utang tersebut. Selain kedua masalah tersebut, Myers menyatakan bahwa perusahaan yang telah berkembang memperkecil tingkat utangnya untuk memperkecil kemungkinan perusahaan diklaim oleh *debtholders* jika tidak bisa membayar utang.

Risiko Investasi berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set* secara negatif. Dengan demikian,

hipotesis alternatif kedua yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara risiko investasi terhadap *investment opportunity set*, diterima. Risiko investasi dalam penelitian ini sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar, sehingga naik turunnya harga saham yang ada di pasar berkaitan erat dengan tingkat pertumbuhan perusahaan industri makanan dan minuman. Pada periode 2010-2014 merupakan kondisi pasar modal yang tidak kondusif, sehingga harga saham sulit untuk diprediksikan oleh investor, sehingga investor khawatir dengan pergerakan harga saham di bursa efek Indonesia ketika harus dikaitkan dengan peluang tumbuh perusahaan.

Hasil ini mendukung hasil penelitian Lestari (2004) yang menunjukkan bahwa risiko investasi berhubungan negatif dengan *investment opportunity set*. Adanya hubungan antara risiko investasi dengan *investment opportunity set* mengindikasikan bahwa besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang dicapai (*actual return*) berkaitan dengan set kesempatan investasi. Risiko yang melekat pada perusahaan dengan *investment opportunity set* yang rendah adalah risiko yang berkaitan dengan penurunan penjualan dan kemampuan

menghasilkan kas akibat menurunnya daya saing perusahaan.

Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set*. Dengan demikian, hipotesis alternatif ketiga yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap *investment opportunity set*, tidak diterima. Penulis menduga ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada *investment opportunity set* karena setiap perusahaan pada industri makanan dan minuman baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar memiliki kesempatan investasi yang relatif sama. Hal ini terjadi karena kebijakan ekspansi bukan ditentukan oleh ukuran tetapi lebih berkaitan dengan kebijakan manajemen dan kemampuan perusahaan untuk berekspansi.

Penelitian ini tidak mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Manurung (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi. Hal ini disebabkan karena investor yang ingin melakukan investasi pada industri makanan dan minuman dalam periode 2010-2014 tidak melihat ukuran perusahaan karena menganggap bahwa perusahaan kecil maupun perusahaan besar memiliki peluang yang sama.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini meneliti pengaruh kebijakan utang, risiko investasi, dan ukuran perusahaan terhadap *investment opportunity set* pada perusahaan industri makanan untuk periode 2010-2014 menggunakan analisis regresi linier berganda. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, data yang digunakan penulis dalam penelitian ini terdistribusi secara normal. Berdasarkan hasil pengolahan data penelitian dan pengujian hipotesis yang dilakukan, adapun simpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

Kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set*. Hubungan yang tidak signifikan disebabkan karena utang bagi perusahaan industri makanan dan minuman dapat berfungsi untuk meningkatkan produktivitas perusahaan, karena sumber dana perusahaan dapat dicukupi dari besarnya utang, sehingga investor memandang bahwa utang lebih menguntungkan. Akibatnya investor tidak lagi memandang utang sebagai risiko bagi perusahaan pada industri makanan dan minuman yang dapat mengurangi kemampuan membayar keuntungan pada investor.

Risiko investasi berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set* secara negatif. Risiko investasi dalam penelitian ini sangat dipengaruhi oleh

kondisi pasar, sehingga naik turunnya harga saham yang ada di pasar berkaitan erat dengan tingkat pertumbuhan perusahaan industri makanan dan minuman. Untuk periode 2010-2014 merupakan kondisi pasar modal yang tidak kondusif, sehingga harga saham sulit untuk diprediksikan oleh investor, sehingga investor khawatir dengan pergerakan harga saham di bursa efek Indonesia ketika harus dikaitkan dengan peluang tumbuh perusahaan.

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set*. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada *investment opportunity set* karena setiap perusahaan pada industri makanan dan minuman baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar memiliki kesempatan investasi yang relatif sama. Hal ini terjadi karena kebijakan ekspansi bukan ditentukan oleh ukuran tetapi lebih berkaitan dengan kebijakan manajemen dan kemampuan perusahaan untuk berekspansi.

Saran

Berdasarkan simpulan pada penelitian ini, maka dapat disampaikan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi penelitian selanjutnya disarankan menggunakan variabel lain selain variabel kebijakan utang, risiko investasi, dan ukuran perusahaan sebagai variabel yang mempengaruhi

investment opportunity set karena berdasarkan penelitian ini bahwa variabel independen kebijakan utang, risiko investasi, dan ukuran perusahaan berpengaruh sebesar 87.8567% terhadap variabel *investment opportunity set* sedangkan sebesar 12.1433% dipengaruhi oleh faktor lainnya. Peneliti selanjutnya dapat meneliti faktor lain yang mempengaruhi *investment opportunity set* seperti kebijakan dividen, likuiditas, dan profitabilitas.

2. Bagi penelitian selanjutnya disarankan menggunakan sampel dari sektor industri yang lain, misalnya perbankan atau pertambangan karena perbankan maupun pertambangan mempunyai spesifikasi tertentu atau dapat mengembangkan penelitian ini. Karena sektor industri perbankan dan pertambangan sangat mempengaruhi perekonomian global terutama di Indonesia.
3. Penelitian ini dilakukan dalam periode 2010-2014. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperbesar ukuran sampel misalnya dengan menambah periodisasi penelitian sehingga diperoleh sampel yang lebih besar dan memberikan kemungkinan yang lebih besar untuk memperoleh kondisi yang sebenarnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert. (1998). *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediesoft Indonesia.
- Adhi, A.W. (2002). Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, Sales, Total Hutang, Total Aset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah *Go Public* dan Tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Tesis: Universitas Diponegoro*.
- Adi, Prasetyo. (2002). Asosiasi antara *Invesment Oppotunity Set (IOS)* Dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris Dari BEJ. *Simposium Nasional Akuntansi V*, Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Ahmed R.B., & Picur, R. (2001). *The Investment Opportunity Set Dependence of Dividend Yield and Price Earnings Ratio*. *Jurnal Managerial Finance*, Vol.27 No. 65-71.
- Arikunto, Suharsimi. (2006). *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Dadri, P.T. (2011). Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* dan Struktur Modal Terhadap *Return Saham* Pada Perusahaan Farmasi Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi: Universitas Udayana Denpasar*.
- Dhiva, P. (2011). Pengaruh Rasio Utang, Kebijakan Dividen, Profitabilitas terhadap Kesempatan Investasi. *Skripsi: Yogyakarta*.
- Fama, E.F., & French. (2000). *Testing Tradeoff and Pecking Order Prediction, About Dividend and*

- Debt. Working Paper: Graduate School of Business.*
- Fijriyanti & Hartono. (2004). *Investment Opportunity Set: Kontruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. Tesis: Universitas Gadjah Mada.*
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar. (2004). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Gumanti, T.A., & Puspitasari. (2008). Siklus Kehidupan Perusahaan dan kaitannya dengan *Investment Opportunity Set*, Risiko dan Kinerja Finansial. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 8, No.2.
- Hartono, Jogianto, H.M. & Fijrianti. (2004). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2, Jogjakarta: BFFE.
- Hasnawati, Sri. (2005). Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia* Vol. 9 No. 2.
- Ismiyanti, Fitri & Mahmud Hanafi. (2003). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Jorion, Philippe. (2000). *Value at Risk*. Second Edition. McgrawHill, USA.
- Kallapur, S., & Mark K.T. (2001). *The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement*. *Managerial Finance*, Vol. 27 No. 3, 3-15.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt & Terry D. Warfield. (2006). *Intermediate Accounting*. International Edition. New York: John Wiley & Sons.
- Kusuma, T.A. (2000). Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*, Ikatan Akuntansi Indonesia, 635 – 647.
- Lestari, Holydia. (2004). Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi. *Simposium Nasional Akuntansi VII*, Bali.
- Luthan, Elvira. (2005). Pengaruh Aliran Kas Bebas, Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Set Kesempatan Investasi, Studi Kasus Perusahaan Manufakatur di BEJ. *Tesis: Universitas Gadjah Mada*.
- Mahmud M. Hanafi. (2003). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Munawir, Putu A., & Jogiyanto Hartono. (2002). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*. Semarang.
- Myers, S.C. (1977). *Determininants of Corporate Borrowing*. *Journal of Financial Economics*, No. 5, 147-175.
- Norpratiwi, Agustina M.V. (2001). Analisis Korelasi *Investment*

- Opportunity Set Terhadap Return Saham. Jurnal Akuntansi dan Manajemen. Yogyakarta: STIE YKPN Yogyakarta.*
- Prasetyo, Adi. (2000). Asosiasi Antara *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris Dari Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi III. Jakarta.*
- Reilly, Frank K. (2003). *Investment Analysis & Portofolio Management. 7thed.* USA: South-Western.
- Sartono, Agus. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi.* Yogyakarta: BPF.
- Slamet, Sugiri dan Syukri Abdullah. (2003). Pengaruh *Free Cash flow*, *Set Kesempatan Investasi*, dan *Leverage Financial* terhadap Manajemen Laba. *Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha Yogyakarta*, No. 28,11-24.
- Subekti Imam dan Indra Kusuma. (2000). Asosiasi antara *Set Kesempatan Investasi* dengan Kebijakan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Nasional Akuntansi. Jakarta.*
- Sugiyono. (2011). *Metode Penelitian Kuantitatif dan R&D.* Bandung: Alfabeta
- Tatang Ary & Novi Puspitasari. (2008). Siklus Kehidupan Perusahaan Dan Kaitannya Dengan *Investment Opportunity Set*, Risiko dan Kinerja Finansial. *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis Vol. 8, Universitas Jember.*
- Tendi Haruman. (2008). Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. UU Pasar Modal no.8 tahun 1995 *Jurnal Keuangan & Perbankan Perbanas. Jurnal Nasional Akuntansi. Jakarta*
- Umar, Husein. (2001). *Riset Akuntansi: Metode Riset Sebagai Cara Penelitian Ilmiah.* Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Yuningsih. (2002). *Interpendensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Bisnis Ekonomi. Vol. 9, No.2.*