PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP *RETURN* SAHAM
(Studi Pada perusahaan *food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Oleh :
Kartika Aji
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya
Jl. MT. Haryono 165 Malang
Kartika.aji27@gmail.com

Dosen Pembimbing :
Dr. Nur Khusniyah I, SE., M.Si, CSRS

Abstract

Investment is the number of funds or other resources were done at this time, with the goal of obtaining a number of advantages in the future. Basically the purpose of investors to invest is to get a return. One alternative investments can be made in the stock market. Stock returns are influenced by the rate of growth and the company's capital structure policy. This study aims to determine the effect of investment opportunity set and capital structure to stock return, and the effect of investment opportunity set to capital structure.

The population used in this study are all food and beverages company listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2009-2014. Sampling with purposive sampling method of determining the sample with the criteria that have been established and obtained a sample of 8 companies. The data analysis technique used is using partial least square method.

The results showed that the investment opportunity set does not have a significant effect on stock returns, while the capital structure does not have a significant effect on stock returns and investment opportunity set does not have a significant effect on the capital structure.

Keywords : stock return, investment opportunity set, capital structure

PENDAHULUAN

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Eduardus, 2010:2). Pada dasarnya tujuan investor melakukan investasi adalah untuk menghasilkan uang, tapi lebih tepatnya investor melakukan investasi untuk meningkatkan kesejahteraan. Kesejahteraan yang dimaksud adalah kesejahteraan dalam bentuk kekayaan moneter baik untuk sekarang maupun masa yang akan datang.

Salah satu alternatif investasi dapat dilakukan di pasar saham, di pasar ini investor dapat menginvestasikan kelebihan dananya dalam beberapa jenis sekuritas antara lain saham biasa, saham preferen serta *right* dan *warran*. Berdasarkan jenis-jenis sekuritas tersebut, yang paling sering dikenal oleh investor adalah saham biasa atau sering disebut saham. Melalui investasi saham, investor bisa mendapatkan pendapatan atau *return* berupa dividen dan perubahan harga.

Investor sangat memperhatikan jumlah *return* yang kemungkinan bisa

didapatkan dari saham yang hendak dibelinya. Analisis investasi merupakan hal dasar yang perlu dilakukan oleh investor sebelum melakukan investasi. Salah satu yang sering digunakan adalah analisis fundamental.

Analisis fundamental merupakan teknik menilai perusahaan dengan cara analisis pertama pada faktor-faktor makro ekonomi yang mempengaruhi kinerja seluruh perusahaan, kemudian dilanjutkan dengan analisis industri dan pada akhirnya dilakukan analisis terhadap perusahaan yang mengeluarkan sekuritas bersangkutan (Eduardus, 2010:644). Sumber utama dalam analisis fundamental adalah laporan keuangan termasuk penggunaan rasio-rasio saham (Hendy, 2008: 281).

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu indikator penting yang diharapkan oleh pihak internal dan eksternal perusahaan. Pihak internal yaitu manajemen perusahaan. Bagi manajemen, pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan pendapatan dan laba perusahaan serta akan meningkatkan kesempatan investasi perusahaan tersebut. Sedangkan pihak eksternal perusahaan adalah kreditur dan investor. Bagi kreditur, pertumbuhan perusahaan memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki kredibilitas yang baik dan layak untuk mendapatkan kredit, serta bagi investor pertumbuhan perusahaan merupakan sinyal positif karena investasi yang ditanamkan akan memberikan *return* tinggi di masa datang.

Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar, peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi atau *investment opportunity set*. Sedangkan menurut Jones dan Sharma (2001) *investment opportunity set* merupakan representasi dari opsi pertumbuhan.

Set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) pertama kali dikenalkan oleh Myers (1977), menurutnya *investment opportunity set* memberikan petunjuk yang lebih luas karena nilai perusahaan sebagai tujuan utama tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan menurut Myers (1977) merupakan suatu kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang yang mempunyai NPV positif yang disebut set kesempatan investasi atau *investment opportunity set.*

Perusahaan yang bertumbuh bisa dilihat dari peningkatan harga sahamnya, sehingga perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan memiliki prospek ke depan yang cerah dan akan berpengaruh terhadap return yang dihasilkan. Penelitian terkait dengan investment opportunity set dan *return* saham telah banyak dilakukan sebelumnya, seperti Putu (2011) menyatakan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Agustina (2007) dan Khairunnisa (2011) juga menyatakan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara *investment opportunity set* dan *return* saham. Serta penelitian Koaesnter dan Liu (1998) dalam Yuliani (2011) menunjukkan *investment opportunity set* merupakan faktor dominan terkait harga saham. Berbeda dengan hasil penelitian Ahmad (2009) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka perusahaan membutuhkan dana investasi semakin besar serta perlu meningkatkan modal baru. Seperti yang dijelaskan oleh Brealey,*et al*. (2007:123) bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi menimbulkan kebutuhan investasi yang lebih besar dalam aset tetap dan modal kerja.

Penambahan modal ini harus dilakukan perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan serta bisa meningkatkan nilai perusahaan.

Penentuan struktur modal akan melibatkan pertukaran antara risiko dan pengembalian, menggunakan utang dalam jumlah yang lebih besar akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham, namun menggunakan lebih banyak utang pada umumya akan meningkatkan perkiraan pengembalian atas ekuitas. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal perusahaan yang akan memaksimalkan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2011:155).

Struktur modal dapat diukur dengan *long term debt to asset ratio* dan *long term debt to equity ratio*. Rasio ini merupakan rasio *leverage* (utang) yang mengukur kemampuan kinerja perusahaan dalam memenuhi segala kewajiban finansialnya dengan melihat perbandingan antara total utang jangka panjang dengan total assetnya dan total utang jangka panjang dengan ekuitasnya, *long term debt to asset ratio* dan *long term debt to equity ratio* dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan. Semakin tinggi *long term debt to asset ratio* dan *long term debt to equity ratio* maka semakin tinggi risiko suatu perusahaan karena pendanaan perusahaan dari unsur utang lebih besar daripada kemampuannya atau modal sendiri (*equity*). Tingginya utang menunjukkan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar (kreditur), hal ini membawa dampak pada menurunnya harga saham di bursa sehingga *return* saham akan menurun.

Beberapa penelitian yang terkait dengan pengaruh struktur modal terhadap *return* saham menunjukkan hasil yang berbeda. Hasil penelitian Anindita (2010) dan Yeye (2011) menjelaskan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan hasil penelitian Nicky (2008), Michell (2005) dan Putu (2011) menunjukkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi return saham secara signifikan.

Smith dan Watts (1992) dalam Agnes (2004:99) menyatakan bahwa pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan-kebijakan yang dibuat oleh perusahaan (seperti kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi). Smith dan Watts (1992) menemukan adanya bukti bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih besar mempunyai utang yang lebih rendah, karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung mengurangi masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi utang yang berisiko dalam struktur modal.

Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk tidak menambah utang karena masalah *underinvestment* dan *asset-substitution*. Perusahaan yang tingkat pertumbuhan rendah cenderung untuk meningkatkan utangnya. Sama dengan Myers, Penelitian Nina (2006) menunjukkan perusahaan bertumbuh (perusahaan dengan level *investment opportunity set* tinggi) cenderung tidak mendanai proyek-proyeknya dengan pendanaan ekternal yang berasal dari utang tetapi cenderung mendanainya dengan sumber internal. Hal ini sejalan dengan keputusan pendanaan *pecking order* theory yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan daripada eksternal, meskipun perusahaan yang bertumbuh cenderung mempunyai kemampuan yang besar untuk membayar dana yang berasal dari utang.

Berbeda dengan Myers (1977), Brigham dan Houston (2011: 189) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh dengan pesat lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat lebih banyak mengandalkan modal eksternal daripada perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Brigham dan Houston disini menggunakan orientasi *trade off theory* yang mana utang bermanfaat bagi perusahaan karena bunga utang dapat digunakan untuk mengurangi pajak, tapi utang juga menimbulkan biaya kebangkrutan.

Struktur modal yang optimal berada pada keseimbangan antara manfaat pajak yang diperoleh dan biaya yang timbul dari adanya utang.

Beberapa penelitian tentang pengaruh *investment opportunity set* terhadap struktur modal memperoleh hasil yang berbeda. Zaenal (2006), Putu (2011) dan Fajrul (2014) menunjukkan *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Berbeda dengan hasil penelitian Myers (1977) dan Nina (2006) yang menunjukkan *investment opportunity set* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Gaver dan Gaver (1993) dalam Putu (2011) menyatakan kesempatan investasi atau pilihan-pilihan pertumbuhan (*growth options*) suatu perusahaan merupakan sesuatu yang melekat dan bersifat tidak dapat diobservasi (*inherently unobservable*), oleh karena itu *investment opportunity set* memerlukan sebuah proksi. Kallapur dan Trombley (2001) juga menjelaskan bahwa set kesempatan investasi harus diukur menggunakan banyak proksi agar dapat dilihat hubungannya dengan variabel-variabel lain yang dapat diobservasi.

Berbagai macam proksi digunakan peneliti untuk menunjukkan nilai *investment opportunity set* perusahaan. Dalam penelitan Kallapur dan Trombley (2001) proksi *investment opportunity set* dibagi menjadi empat tipe klasifikasi yaitu: (1) Proksi *investment opportunity set* berdasar harga, proksi ini meliputi, *market to book value of equity, book to market value of assets, Tobin's Q, earning to price ratios, ratio of property, plant and equipment to firm value, ratio of depreciation to firm value*; (2).Proksi *investment opportunity set* berdasar investasi, proksi ini mencakup : *ratio of R&D expense to firm value*, *ratio of R and D expense to total assets* , *ratio of R&D expense to sales*, *ratio of capital expenditures to firm value* ; (3).Proksi *investment opportunity set* berdasar varian yang meliputi VARRET (*variance of total return)*, dan market model beta (*asset betas*) dan (4) proksi *investment opportunity set* berbasis ukuran gabungan (*composite measurement*) yaitu mencari nilai *investment opportunity set* dengan menggunakan beberapa gabungan dari proksi sebelumnya dengan menggunakan metode analisis sensitivitas, *common faktor analysis* dan *structural equation model*. Hasil penelitian Kallapur dan Trombley (2001) dengan menggunakan proksi-proksi tersebut menunjukkan bahwa proksi yang bisa konsisten digunakan untuk menukur *investment opportunity set* adalah *market to book value of equity, book to market value of assets, Tobin's Q, ratio of depreciation to firm value* dan *ratio of capital expenditures to firm value.*

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, penelitian ini menggunakan beberapa proksi yang diprediksi bisa digunakan untuk menunjukkan nilai *investment opportunity set*, proksi tersebut adalah *market to book value of asset* (MV/BA) dan *market to book value equity* (MV/BE). Dalam penelitian Kalapur dan Trombley (2001) dinyatakan bahwa proksi berbasis harga adalah proksi yang terbaik.

Dalam pasar saham, industri barang konsumsi (*consumer goods industry*) merupakan salah satu sektor yang terus mengalami pertumbuhan dan diminati oleh investor. Sub sektor *food and beverages* cukup diminati oleh investor mengingat peluang pasar domestik yang potensial dari jumlah penduduk Indonesia yang mencapai 250 juta orang. Ditambah lagi saat ini daya beli masyarakat sedang menunjukkan trend positif. Potensi ini bukan hanya ditopang dari kebutuhan pasar domestik yang besar, tapi juga ketersediaan bahan baku yang melimpah. Hal ini juga didukung oleh pernyataan dari menteri perindustrian (Menperin) Salaeh Husin bahwa perekonomian ditopang oleh sektor konsumsi dan inilah yang menggerakkan perusahaan global agresif menanamkan modal di Indonesia (http://www.kemenperin.go.id).

Melihat adanya perbedaan hasil dari beberapa penelitian tentang *investment opportunity set* terhadap *return* saham,

struktur modal terhadap *return* saham dan *investment opportunity set* terhadap struktur modal, maka perlu untuk mengadakan penelitian mengenai pengaruh *investment opportunity set* dan struktur modal terhadap *return* saham terhadap perusahaan *food and beverages*. Pemilihan perusahaan *food and beverages* dikarenakan umumnya investor termotivasi untuk melakukan investasi pada suatu instrumen yang dianggapnya akan memberikan *return* yang tinggi yang terlihat dari tingkat pertumbuhan perusahaan (*investment opportunity set*) dan pengelolaan struktur modalnya. Penelitian ini menggunakan pendekatan fundamental yaitu analisis perusahaan untuk mengatahui pengaruh *investment opportunity set* dan struktur modal terhadap *return* saham.

Penelitian ini merupakan penelitian replikasi dari penelitian Putu (2011), perbedaan penelitian ini terdapat pada proksi yang digunakan, objek penelitian dan metode penelitian yang digunakan. Dalam penelitiannya Putu (2011) menggunakan 5 proksi untuk mempresentasikan nilai *investment opportunity set* yaitu *market to book value of assets, market to book value of equity, earning to share /price ratio, capital expenditures to book value of assets, dan capital expenditures to market value of asset* sedangkan penelitian ini menggunakan 2 proksi yang dianggap paling valid yaitu *market to book value of asset* dan *market to book value of equity.* Objek penelitian Putu (2011) adalah perusahaan farmasi, sedangkan objek penelitian ini adalah perusahaan *food and beverages*. Selain itu metode penelitian yang digunakan berbeda, penelitian Putu (2011) menggunakan analisis faktor dan regresi berganda, sedangkan penelitian ini menggunakan *partial least square.*

Berdasarkan latar belakang diatas penelitian ini diberi judul **"PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP *RETURN* SAHAM (Studi pada Perusahaan *Food and Beverages* yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)"**

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka permasalahan penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham?
2. Apakah struktur modal berpengaruh signifikan terhadap *return* saham?
3. Apakah *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal?

METODE PENELITIAN

Jenis penelitain ini adalah penelitian eksplanasi. Penelitian eksplanasi merupakan penelitian yang bertujuan menjelaskan hubungan antara satu variabel dengan variabel yang lain. (I Made, 2006:160). Penelitian ini menjelaskan bagaimana pengaruh *investment opportunity set* terhadap *return* saham, pengaruh struktur modal terhadap *return* saham, dan pengaruh *investment opportunity set* terhadap struktur modal.

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia melalui situs resmi www.yahoofinance.com dan www.idx.co.id serta website resmi perusahaan yang diteliti dengan mengamati data-data yang dibutuhkan dari perusahaan *food and beverages* selama periode 2009-2014.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2014. Pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* yaitu penentuan sampel dengan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan. Kriteria-kriteria dalam pengambilan sampel dalam penelitian ini, sebagai berikut:

1. Perusahaan *food and beverages* yang aktif di BEI selama periode 2009-2014
2. Perusahaan *food and beverages* yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan berturut-turut selama periode 2009-2014

3. Periode laporan keuangan tahunan berakhir di bulan Desember
4. Perusahaan *food and beverages* yang tidak memiliki ekuitas negative

Berdasarkan pada kriteria tersebut, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 8 perusahaan.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Data kuantitatif yaitu seluruh informasi yang dikumpulkan dari lapangan dapat dinyatakan dalam bentuk angka-angka, atau data kualitatif yang diangkakan (Anak, 2012:59).

Sedangkan jenis data menurut sumbernya, maka data yang digunakan dalam penelitian ini adalah berupa data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh atau dikumpulkan oleh orang lain atau lembaga tertentu. Dengan kata lain data primer yang telah diolah lebih lanjut menjadi bentuk-bentuk seperti tabel, grafik, diagram, gambar dan lainnya sehingga lebih informatif oleh pihak lain (Anak, 2012:60).

Data yang digunakan untuk menghitung indikator *investment opportunity set* dan struktur modal adalah data mulai tahun 2009 sampai dengan 2013, sedangkan untuk menghitung *return* saham menggunakan data tahun 2010-2014. Diberlakukan metode ini dikarenakan ada lag time antara pengambilan kebijakan *investment* opportunity set dan struktur modal dengan hasil atas kebijakan tersebut yang tercermin dari nilai *return* saham.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: variabel eksogen dan variabel endogen. Variabel eksogen merupakan variabel independen dan sehingga tidak dipengaruhi variabel lain dalam model (Imam, 2005:10). Variabel eksogen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *investment opportunity set*. Dan variabel endogen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel lain dalam model (Imam, 2005:10). Dalam penelitian ini digunakan dua variabel endogen yang terdiri dari struktur modal dan *return* saham. variabel yang digunakan dalam penelitian dapat didefinisikan sebagai berikut:

1. *Investment opportunity set*

merupakan pilihan investasi yang menghasilkan pertumbuhan positif yang bisa meningkatkan nilai perusahaan. Indikator pengukuran variabel *investment opportunity set* adalah sebagai berikut:

a. *Market to book value of asset ratio* (MV/BA)

Market to book value of asset ratio merupakan rasio yang mencerminkan reaksi pasar terhadap manajemen perusahaan sebagai perusahaan yang terus tumbuh (Yuliani, 2013). *Market to book value of asset ratio* dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$MV/BA = \frac{Assets - Total\ common\ equity\ (outstanding\ share\ x\ closing\ price)}{Assets}$$

Sumber: Jones dan Sharma (2001)

b. *Market to book value of equity ratio* (MV/BE)

Market to book value of equity ratio merupakan rasio yang mencerminkan nilai kapitalisasi saham perusahaan di pasar yang tergantung pada harga saham perusahaan (Yuliani, 2013). *Market to book value of equity ratio* dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$MV/BE = \frac{Share\ Outstanding\ x\ closing\ price}{Total\ common\ equity}$$

Sumber : Jones dan Sharma (2001)

2. Struktur modal

Struktur modal adalah bauran utang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya. Indikator pengukuran variabel struktur modal adalah sebagai berikut:

a. *Long term debt to assets ratio*

Long term debt to asset ratio menunjukkan sejauh mana utang jangka panjang digunakan untuk membeli asset perusahaan. *Long term debt to total asset ratio* dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$LDAR = \frac{Long\ Term\ Debt}{Total\ Assets}$$

(Mayes dan Shank, 2004:110)

b. *Long term debt to equity ratio*

Long term debt to equity ratio menunjukkan perbandingan antara utang jangka panjang yang digunakan

untuk mendanai ksempatan investasi jangka panjang dengan ekuitas pemegang saham. Long term d*ebt to equity ratio* dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{LDER} = \frac{Long\ Term\ debt}{Total\ Equity}$$

(Mayes dan Shank, 2004:112)

c. Return saham

Return saham merupakan tingkat pengembalian keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya *(Robert Ang,1995 dalam Nor , 2013:194). Return* saham dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{Return} = \frac{P_e + P_b)}{P_b}$$

P_e = Price ending

P_b = Price beginning

Sumber : Jones (2000:130)

Price ending diperoleh dari harga penutupan saham akhir tahun dan *price beginning* diperoleh dari harga penutupan saham akhir tahun sebelumnya.

Penelitian ini menganalisis data dengan menggunakan analisis statistik deskriptif dan analisis statistik inferensial. Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasinya (Sugiyono, 2011: 147). Dan statistik inferensial adalah teknik statistik yang digunakan untuk menganalisis data sampel dan hasilnya diberlakukan untuk populasi (Sugiyono, 2011: 148). Statistik inferensial dalam penelitian ini menggunakan analisis *partial least square path modeling* (PLS-PM). Penelitian ini menggunakaan software *SmartPLS* versi *3.2.1*. Teknik analisis menggunakan metode *partial least square* (PLS) dikarenakan metode ini umum digunakan untuk mengestimasi *path model* yang menggunakan konstruk laten dengan multiple indikator. Berikut langkah evaluasi dalam *partial least square* (PLS):

a. Evaluasi Model pengukuran (outer Model)

Penelitian ini bercirikan semua indikator berupa data kuantitas (hard data). Evaluasi *outer model* didasarkan pada *outer loading*. Nilai *outer loading* diatas 0.7 dapat dikatakan ideal, artinya bahwa indikator tersebut dikatakan valid sebagai indikator yang mengukur konstrak. Meskipun demikian, nilai *outer loading* di atas 0.5 dapat diterima, sedangkan nilai *outer loading* di bawah 0.5 dikeluarkan dari model.

b. Evaluasi Model Struktural (inner Model)

menggambarkan hubungan antar variabel dalam model. Evaluasi inner model dilakukan dengan milah nilai R^2. R^2 adalah besarnya *variability* variabel endogen yang mampu dijelaskan oleh variabel eksogen. Chin(1998) dalam Sofyan dan Heri (2011:21) menjelaskan kriteria batasan nilai R^2 dalam tiga klasifikasi yaitu nilai R^2 0.67, 0.33dan 0.19 sebagai substansial, moderat dan lemah.

Pengujian lainnya adalah Q^2 *predictive relevance* yang berfungsi untuk memvalidasi kemampuan prediksi model. Interpretasi hasil dari Q^2 *predictive relevance* adalah bahwa jika nilai lebih besar dari 0 menunjukkan variabel eksogen baik sebagai variabel penjelas yang mampu memprediksi variabel endogennya.

c. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan alpha 5% yang berarti t satistik 2.021. Langkah pengambilan keputusan adalah pertama membandingkan nilai t statistik dengan titik kritik menurut tabel. Apabila nilai t statistik hasil perhitungan lebih tinggi dibandingkan nilai t tabel, kita menerima hipotesis yang menyatakan bahwa suatu variabel eksogen secara individual mempengaruhi variabel endogen. Kedua, Apabila p value < 0,05 maka

hipotesis diterima sebaliknya apabila p value > 0,05 maka hipotesis ditolak

HASIL ANALISIS

1. **Evaluasi model pengukuran (*outer Model*)**

Berikut nilai outer loading untuk masing-masing variabel

- *Investment opportunity set*

Invetment *opportunity set* dibentuk oleh dua indikator yaitu *market to book value of asset* dan *market to book value of equity*. Adapun evaluasi pengujian indikator ini tampak pada tabel 1:

Hasil *Outer Loading* Indikator Variabel *Investment Opportunity Set*

	Original Sample (O)	P_Value
MV/BA	0.928	0.000
MV/BE	0.998	0.000

Sumber: Data diolah, 2015

outer loading yang merefleksikan variabel *investment opportunity set* diatas 0.7 dan nilai p value kurang dari 5%. hal ini berarti semua indikator fit sebagai refleksi pengukuran *investment opportunity set*.

- Struktur modal

struktur modal diukur dengan dua indikator yaitu *long term debt to aset ratio* (LDAR) *dan long term debt to equity ratio* (LDER). Hasil *outer loading* indikator variabel struktur modal disajikan dalam Tabel 2 berikut:

Hasil *Outer Loading* Indikator Variabel Struktur Modal

	Original Sample (O)	P_Value
LDAR	0.990	0.000
LDER	0.995	0.000

Sumber: Data diolah, 2015

Tabel 4.8 menunjukkan nilai *outer loading* dari indikator-indikator struktur modal diatas 0.7 dan nilai p-*value* kurang dari 5%. Hal ini berarti indikator LDAR dan LDER fit sebagai refleksi pengukuran struktur modal.

- Return saham

return saham hanya diukur menggunakan satu ukuran yaitu *return* sehingga tidak diperlukan pemeriksanaan *outer loading.*

2. **Evaluasi model struktural (*inner model*)**

Besaran nilai R^2 untuk masing-masing variabel endogen tersaji pada Tabel 3

Nilai R^2 Variabel Endogen

Variabel Endogen	R Square
Struktur Modal	0.056
***Return* Saham**	0.037

Sumber : Data diolah, 2015

Nilai R^2 variabel endogen struktur modal adalah 0.056. artinya, variabel *investment opportunity set* mampu menjelaskan variability variabel struktur modal sebesar 5.6%. dan nilai R^2 variabel endogen *return* saham adalah 0.037 yang artinya variabel *investment opportunity set* dan variabel struktur modal mampu menjelaskan variability variabel *return* saham sebesar 3.7%. Selanjutnya evaluasi nilai Q *predictive relevance.*

Nilai Q *predictive relevance* diperoleh dengan rumus:

$Q^2 = 1 – (1-R_1^2)(1-R_2^2)$

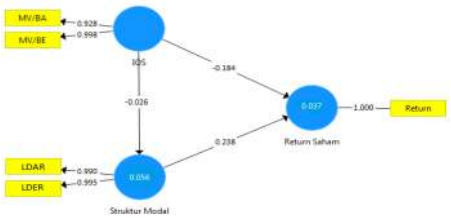
$Q^2 = 1 – (1-0.056)(1-0.037)$

$Q^2 = 0.09$

Hasil perhitungan memperlihatkan nilai Q *predictive relevance* sebesar 0.09 atau 9%. Artinya model yang digunakan dalam penelitian ini dapat menjelaskan *return* saham sebesar 9% sedangkan sisanya 91% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk ke dalam model penelitian dan *error*

3. **Pengujian hipotesis**

Berdasarkan hasil pengujian *inner model* dan *outer model*, disajikan hasil dengan model yang terbentuk sebagai berikut:



Gambar 1. Diagram Jalur dari Model Teoritis Penelitian

Hipotesis pertama menduga bahwa *investment opportunity set* berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil analisis didapat nilai t statistik 1.401 dengan p *value* 0.162 serta path koefisien negatif (-0.184). Dikarenakan nilai t statistik tersebut lebih kecil dari nilai t tabel (2.021) dan nilai p *value* kurang dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis ditolak yang artinya *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Hipotesis kedua menduga bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap *return* saham. Dari hasil analisis didapat nilai t statistik (0.146) dengan p value 0.884 serta path koefisien negatif (-0.026). dikarenakan nilai t statistik lebih kecil dari nilai t tabel (2.021) dan nilai p value lebih besar dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis dua ditolak yang artinya ada struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Pengaruh *investment opportunity set* terhadap struktur modal dirumuskan dalam hipotesis 3. Dari hasil analisis didapat nilai t statistik (0,851) dengan p value 0.395 serta path koefisien positif (0.238). dikarenakan nilai t statistik lebih kecil dari nilai t tabel (2.021) dan nilai p value lebih besar dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga ditolak yang artinya *investment opportunity set* berpengaruh tidak signifikan mempengaruhi struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis diringkas dalam Tabel 3 berikut

Ringkasan Pengujian Hipotesis Uji t

Hipotesis	Hubungan Variabel	Koefisien	t-statistik	P_value	Keterangan
H1	IOS→*Return* Saham	-0.184	1.401	0.162	Tidak Signifikan
H2	Struktur modal→*Return* Saham	-0.026	0.146	0.884	Tidak Signifikan
H3	IOS→Struktur modal	0.238	0.851	0.395	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah, 2015

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham maupun terhadap struktur modal, serta struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hubungan variabel tersebut dijelaskan sebagai berikut:

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan naik turunnnya nilai *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap keputusan investor atas harga saham perusahaan.

Penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Agustina (2007), Kairunnisa (2011) dan Putu (2011) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan dan memiliki hubungan positif terhadap *return* saham. Selain itu penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Koaesnter dan Liu (1998) dalam Yuliani (2011) yang menyakatan bahwa *investment opportunity set* merupakan faktor dominan dalam pergerakan harga saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun ada peningkatan nilai dari perusahaan *food and beverages*, namun tidak ada respon positif dari pasar atas nilai tersebut. *Return* saham dalam penelitian ini merupakan *return* yang berasal dari perubahan harga (*price change*) sehingga harga saham sangat dipengaruhi oleh penilaian pasar terhadap perusahaan. Dalam analisis fundamental, penilaian perusahaan tidak hanya pada analisis dari sisi internal perusahaan, namun juga analisis terhadap lingkungan makro yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan analisis industri. Dalam analisis perusahaan *food and bevarges* yang terdaftar di BEI ini, investor kurang mempertimbangkan nilai dari kebijakan investasi yang dibuat oleh perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap *Return* Saham

Struktur modal merupakan bauran utang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya. Menurut Brigam dan Houston (2011: 155) struktur modal yang optimal adalah struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan tersebut. Penentuan struktur modal akan melibatkan pertukaran antara risiko dan pengembalian. Risiko yang makin tinggi terkait dengan utang dalam jumlah yang lebih besar cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi perkiraan tingkat pengembalian yang lebih tinggi akibat oleh utang yang lebih besar akan meningkatkannya.

Hasil pengujian hipotesis dua menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham perusahaan *food and beverages* di Bursa Efek Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi variabel struktur modal dalam menentukan variabilitas *return* saham perusahaan *food and beverages* tahun 2010-2014 sangat rendah yang berarti ada tidaknya peningkatan utang dalam struktur modal perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Michell (2005), Nicky (2008) dan Putu (2011) yang menyatakan bahwa rasio utang berpengaruh tidak signifikan terhadap *return*. Hasil penelitian ini tidak signifikan karena informasi tentang kebijakan struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi keputusan investor atas harga saham perusahaan. Investor menilai perusahaan yang akan memberikan *return* yang tinggi bukan hanya dilihat dari sumber pendanaanya, namun perusahaan yang memberikan *return* tinggi adalah perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi dan perusahaan yang mampu memanfaatkan modalnya dengan optimal. Dengan demikian perusahaan yang menginginkan *return* sahamnya meningkat harus bisa menentukan sumber modal yang akan memberikan nilai yang optimal dan memanfaatkan modal tersebut dengan optimal. Karena dengan struktur modal yang optimal dan pemanfaatan yang optimal, struktur modal akan memaksimalkan harga saham perusahaan dan akhirnya akan meningkatkan *return* saham yang dihasilkan.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil uji hipotesis tiga, diperoleh *investment opportunity set* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan *food and beverages* di Bursa Efek Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi variabel *investment opportunity set* dalam menentukan variabilitas struktur modal perusahaan *food and beverages* sangat rendah yang berarti ada tidaknya kesempatan investasi atau pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

Walaupun tidak signifikan namun arah hubungan antara *investment opportunity set* dengan struktur modal perusahaan *food and beverages* tahun 2009-2013 menunjukkan hubungan searah, kenaikan nilai *investment opportunity set* akan meningkatkan nilai struktur modalnya atau dalam hal ini utang. Hasil ini kurang mendukung *trade off theory*. Teori ini bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat kesempatan invesasi yang tinggi seringkali mempunyai utang yang tinggi pula. Karena perusahaan beranggapan bahwa biaya utang dapat digunakan sebagai penghemat pajak namun utang juga bisa menimbulkan biaya kebangkrutan. Perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi pastinya akan menggunakan utang sampai titik dimana bisa diperoleh manfaat yag optimal dari penggunaan utang tersebut.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Zaenal (2006), Putu (2011) dan Fajrul (2014) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Artinya semakin besar kesempatan investasi suatu perusahaan maka akan

meningkatkan sumber pendanaan eksternal atau utang dikarenakan ada banyak kebutuhan dana investasi yang mana tidak bisa di tutupi hanya dengan dana internal.

Penelitian ini juga tidak mendukung penelitian yang dilakukan Myers (1977) dan Nina (2006) yang menunjukkan bahwa perusahaan bertumbuh (perusahaan dengan level *investment opportunity set* tinggi) cenderung tidak mendanai proyek-proyeknya dengan pendanaan ekternal yang berasal dari utang tetapi cenderung mendanainya dengan sumber internal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan *food and beverages* selama tahun penelitian dalam menetapkan kebijakan struktur modalnya tidak mendasar pada kesempatan investasinya atau pertumbuhannya. Hal ini juga mengindikasikan bahwa dalam menentukan kebijakan struktur modalnya perusahaan *food and beverages* lebih mendasarkan faktor-faktor lain. Faktor-faktor lain tersebut antara lain seperti stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, pajak, profitabilitas, kondisi pasar, sikap manajemen, fleksibilitas keuangan maupun kondisi internal perusahaan.

IMPLIKASI

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh tidak signifikan dengan *return* saham, struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dan *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Investment opportunity set tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan nilai perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan investor atas harga saham. Hasil ini berimplikasi bagi perusahaan, bahwa investor dalam melakukan investasi saham berorientasi pada capital gain/loss yaitu selisih harga antara harga beli dan harga jual, karena itu investor tidak mempertimbangkan peningkatan atau penurunan nilai perusahaan dalam analisis perusahaanya.

Struktur modal bukan merupakan variabel yang berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil ini mengindikasikan bahwa informasi struktur modal tidak mempengaruhi keputusan investor atas harga saham perusahaan. Namun investor maupun calon investor tetap perlu untuk mempertimbangkan struktur modal perusahaan dalam keputusan investasi karena jika struktur modal dengan dana eksternal yang terlalu tinggi akan berakibat pada peningkatan risiko. Serta untuk regulator perusahaan, untuk menetapkan kebijakan struktur modal yang optimal karena dengan struktur modal yang optimal akan memberikan hasil yang lebih tinggi dan akan memberikan *return* yang optimal pula.

Hasil yang tidak signifikan dari hubungan antara *investment opportunity set* dengan struktur modal mengimplikasikan bahwa teori *trade off* yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat kesempatan investasi yang tinggi seringkali mempunyai utang yang tinggi pula tidak terbukti pada perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di BEI.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. *Investment opportunity set* tidak mampu untuk menjelaskan variabilitas *return* saham yang dihasilkan. Temuan penelitian ini diartikan bahwa peningkatan nilai dari adanya keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di BEI tidak berpengaruh terhadap persepsi investor atas harga saham perusahaan tersebut sehingga tidak mempengaruhi *return* yang di dapat.
2. Kebijakan struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi keputusan investor atas harga saham perusahaan. Investor menilai perusahaan yang akan memberikan *return* yang tinggi

bukan hanya dilihat dari sumber pendanaanya, namun perusahaan yang memberikan *return* tinggi adalah perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi dan perusahaan yang mampu memanfaatkan modalnya dengan optimal.

3. *Investment opportunity set* tidak mampu menjelaskan variabilitas struktur modal pada perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Artinya tingkat pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam penentuan struktur modalnya.

SARAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan yang telah dikemukan pada bab sebelumnya, terdapat beberapa hal yang dapat direkomendasikan bagi kalangan praktisi maupun kalangan akedemisi yang akan memanfaatkan penelitian ini

1. Regulator perusahaan seperti manajer dan dewan direktur tetap perlu untuk memperhatikan nilai *investment opportunity set* perusahaan melalui kebijakan investasi yang tepat dan pemilihan sumber dana yang bisa mengoptimalkan nilai perusahaan.
2. Untuk penelitian yang selanjutnya, sebaiknya memasukkan faktor eksternal perusahaan seperti keadaan makro ekonomi.

Daftar Pustaka

Agnes Sawir, 2004, *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan.* Gramedia Pustaka Utama, Jakarta

Agustina M.V Norpratiwi, 2007, Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol. XVII, No.1 Hal 9-22

Ahmad Solechan, 2009, Pengaruh Manajemen Laba Dan Earning Terhadap Return Saham, *Tesis*, Universitas Diponegoro, Semarang

Anak Agung Putu Agung, 2012, *Metodologi Penelitian Bisnis*, UB Press: Malang

Anindita Rusmala, 2010, Pengaruh Profitabilitas Perusahaan terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap *Return* Saham (Studi Empiris pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2004-2009), *Skripsi,* Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang

Brealey, Richard A, Stewart C. Myers dan Alan J. Marcus, 2007, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan* Ed.5 jilid 2, Diterjemahkan oleh Bob Sabran, Erlangga: Jakarta

Brigham Eugene F dan Joel F. Houston, 2011, *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan (Essentials of Financial Management)* jilid 2 Ed.11, Diterjemahkan oleh Ali Akbar Yulianto, Salemba Empat: Jakarta

Eduardus Tandelilin, 2010, *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi,* Edisi Pertama, Kanisius, Jakarta

Fajrul Marinda, 2014, Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dan Struktur Modal terhadap kinerja Keuangan (Study pada Perusahaan Sektor Property dan Real estate yang terdaftar di BEI), *Skripsi.* Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya, Malang

Hendy M Fakhruddin, 2008, *Go Public :Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan*, Elex Media Komputindo, Jakarta

http://www.kemenperin.go.id/artikel/11542/Menperin-Saleh-Husin:-Industri-Minuman-Agresif-Tanam-Investasi, diakses 14 April 2015

Imam, Ghozali, 2005, *Structural Equation Model Teori Konsep dan Aplikasi dengan Program Lisrel 8.54*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang

I Made Wirartha, 2006, *Metodologi Penelitian Sosial Ekonomi,* Andi, Yogyakarta

Jones, Charles P, 2000, *Investment Analysis and Management*, Ed.7, John Willey & Sons, Inc : New York

Jones, Steward dan Sharma Rohit. 2001. The Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividen Decisions: Some Australian Evidence, *Managerial Finance* 27, pp 48-71

Kalapur, S dan Trombley, M.K. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequent and measurement. *Managerial Finance* 27. Pp. 3-15

Khairunnisa Indah Ningrum, 2011, Analisis pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Return Saham Perusahaan, *Skripsi,* Universitas Sebelas Maret, Surakarta

Mayes dan Shank, 2004, *Financial Analysis With Microsoft Excel,* 3rd Edition, Thomson, USA: South western

Michell Suharli, 2005, Studi Empiris Dua Faktor yang Mempengaruhi Return Saham pada Industri Food and Beverage di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuagan,* Vol. 7, No.2, hal: 99-116

Myers, Steward C, 1977, Determinat of Corporate Borrowing. *Journal of Financing Economics* 5, Pp 147-175

Nicky Nathaniel, 2008, Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi Return Saham, *Tesis*, Universitas Diponegoro, Semarang

Nina Rahmawati 2006, Analisis Hubungan kesempatan Investasi dengan pendanaan perusahaan dan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI, *Skripsi*, Univesitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

Nor Hadi, 2013, *Pasar Modal : Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal.* Graha Ilmu: Yogyakarta

Putu Terestiani Dadri, 2011, Pengaruh Investment Opportunity Set dan Struktur Modal terhadap Return Saham pada perusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia, *Tesis,* Universitas Udayana, Denpasar

Ross, Stephen A, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, 2009, *Pengantar Keungan Perusahaan* jilid.1 Ed.8, Diterjemahkan oleh Ali Akbar Yulianto, Rafika Yuniasih, dan Christine, Salemba Empat: Jakarta

Smith, Jr.W Clifford dan Watts, R. L. 1992. The Investment Opportunity set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financing Economics* Vol.32. pp. 263-292

Sofyan Yamin dan Heri Kurniawan, 2011, *Generasi Baru Mengolah Data Penelitian dengan Partial Least Square Path modeling: Aplikasi dengan Software XLSTAT, SmartPLS dan Visual PLS*, Salemba Infotek, Jakarta

Sugiyono, 2011, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif daan R&D*, CV.Alfabeta, Bandung

Yeye Susilowati, 2011, Reaksi Signal Profit dan Rasio Solvabilitas terhadap Return Saham Perusahaan, *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 2011, Vol.3, No.1 hal: 17-27

Yuliani, 2013, Diversifikasi, Investment Opportunity Set, Dinamika Lingkungan *dan* Nilai Perusahaan (Study empiris sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia), *Disertasi*, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, Malang

Zaenal Fanani. 2006. Manajemen Laba: Bukti dari Set Kesempatan Investasi, Utang, Kos Politis dan Konsentrasi Pasar pada Pasar yang sedang Berkembang. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang