

BAB II KAJIAN PUSTAKA

1.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan beberapa faktor fundamental yang dihubungkan dengan *return* saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti, seperti ditunjukkan pada :

1. Putu Terestriani Dadri

Dadri (2011) melakukan penelitian tentang pengaruh *investment opportunity set* terhadap struktur modal dan, pengaruh *investment opportunity set* dan struktur modal terhadap *return* saham pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* terhadap struktur modal, dan pengaruh *investment opportunity set* dan struktur modal secara parsial dan simultan terhadap *return* saham perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia selama periode 2006-2010.

Variabel independen *investment opportunity set* diproksikan dengan lima rasio 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*, untuk struktur modal menggunakan proksi *debt to equity ratio* dan menggunakan variabel dependen *return* saham. Variabel-variabel IOS dan Struktur modal tersebut diukur dan di analisa untuk menguji pengaruh dan signifikansinya terhadap *return* saham. Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI tahun 2006 - 2010.

Penelitian ini menggunakan *common factor analysis* yang merupakan salah satu teknik analisis faktor, yang digunakan untuk membentuk proksi gabungan *investment opportunity set* atau untuk menentukan faktor tunggal dari IOS. Pengujian hipotesis penelitian digunakan teknik analisis regresi sederhana dan berganda dengan menggunakan SPSS (*Statistic Program For Social Science*) 13.0 *for windows*.

Hasil Penelitian menunjukkan bahwa IOS berpengaruh terhadap struktur modal, ini berarti bahwa semakin tinggi kesempatan investasi suatu perusahaan farmasi maka akan semakin besar pula dana eksternal khususnya hutang apabila laba ditahan tidak mencukupi. Hasil yang kedua IOS berpengaruh terhadap *return* saham, yang berarti perusahaan dengan IOS yang tinggi memiliki kesempatan yang berkembang tinggi, sehingga harga saham dipasar akan naik dan tentunya *return* saham perusahaan naik. Hasil yang ketiga pengaruh dari Struktur modal terhadap *return* saham juga menunjukkan hasil yang tidak signifikan, yang menunjukkan bahwa keputusan perubahan struktur modal yang terkait masalah pendanaan tidak berpengaruh atas harga saham dipasar. Dan hasil terakhir *investment opportunity set* dan struktur modal mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia.

2. Arie Pratania Putri

Putri (2011) telah melakukan penelitian pengaruh *investment opportunity set* dan *profitabilitas* terhadap *return* Saham dan kebijakan deviden pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *investment opportunity set* dijelaskan melalui proksi

market to book value of asset, market to book value of equity, price earning ratio, firm value to book value of property, plant and equipment, capital expenditure to book value of asset, capital expenditure to market of asset, current asset to net sales, variance of total return dan profitabilitas yang dijelaskan melalui *return on asset* dan *return on equity* terhadap *return* saham dan kebijakan dividen (*dividen payout ratio*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2006 – 2009. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Secara simultan terdapat pengaruh yang signifikan *investment opportunity set* berdasarkan harga (*market to book value of asset* dan *firm value to book value of property, plant and equipment* dan varian (*varriance of total return*) dan Profitabilitas (*return on equity*) terhadap *return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Secara parsial *investment opportunity set* berdasarkan harga *market to book value of asset* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Profitabilitas (*return on equity*) berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Secara simultan *investment opportunity set* berdasarkan harga *market to book value of asset, market to book value of equity, price earning ratio, firm value to book value of property, plant and equipment* dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen (*dividen payout ratio*). Secara parsial *market to book value of equity* dan *firm value to book*

value of property, plant and equipment berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividen payout ratio*).

3. Nur Rachma Arlian

Pada penelitian Arlian (2009) tentang pengaruh profitabilitas, *leverage*, *market to book ratio* terhadap *return* saham perusahaan *property* yang terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2007. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, *leverage*, *market to book ratio* terhadap *return* saham perusahaan *property* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007. Variabel independen profitabilitas diukur dengan menggunakan *return on assets* dan *return on equity*, *leverage* diukur dengan rasio nya yaitu total *liability* dibagi dengan total *equity*, sedangkan *market to book ratio* di ukur dengan *market to book value of equity*. Variabel dependen penelitian ini adalah *return* saham. Objek penelitian ini adalah perusahaan *property* yang terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2007. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) variabel *return on asset* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, hal ini mengindikasikan bahwa investor merespon kinerja keuangan yang diukur dengan *return on asset*. Dalam pandangan investor angka rasio merupakan gambaran kinerja keuangan perusahaan, semakin tinggi rasio ini menandakan bahwa semakin baik kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba sehingga menarik minat investor dalam berinvestasi, oleh karena itu permintaan akan saham perusahaan meningkat, sehingga harga saham meningkat dan *return* saham mengalami kenaikan juga. 2) Variabel *return on equity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham,

alasan yang mendasari hasil penelitian yang kontradiksi penelitian ini investor di BEI merupakan investor jangka pendek yang bersifat spekulatif, investor seperti ini lebih mengharapkan keuntungan *capital gain* dibandingkan dengan deviden sehingga tinggi rendahnya *return on equity* kurang menarik bagi investor tersebut.

3) *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. 4) *market to book ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, tidak berpengaruhnya variabel ini, kemungkinan disebabkan oleh gambaran penilaian pasar pada perusahaan menjadi buruk, sehingga akan merubah permintaan saham pada perusahaan, sehingga harga saham akan berubah dan mempengaruhi *return* saham.

4. Anthi Dwi Putriani Anugrah

Pada penelitian Anugrah (2009) tentang pengaruh *investment opportunity set* terhadap *return* saham perusahaan sektor manufaktur. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *investment opportunity set* sebagai proksi pertumbuhan suatu perusahaan terhadap *return* saham perusahaan manufaktur. Variabel independen IOS diukur dengan menggunakan proksi *market to book value of assets*, *market to book value of equity*, rasio *EPS/price* dan *capital expenditures to book value of asset*, dan variabel dependen yang digunakan adalah *return* saham. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2008. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan menggunakan *software* AMOS versi 5.0.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rasio proksi IOS *market to book value of assets* dan *market to book value of equity*, memiliki pengaruh terhadap

return saham perusahaan manufaktur, sedangkan rasio *EPS/price* dan *capital expenditures to book value of asset* tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham perusahaan manufaktur. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar aset yang digunakan perusahaan dalam menjalankan usahanya dan semakin baik kemampuan perusahaan dalam mendapatkan dan mengelola modalnya maka akan berpengaruh *return* saham perusahaan sektor manufaktur.

5. Rahmatul Aufa

Aufa (2009) meneliti tentang pengaruh struktur modal, risiko sistematis dan tingkat likuiditas terhadap *return* saham pada perusahaan *finance* yang listing di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio*, risiko sistematis yang diukur dengan beta dan tingkat likuiditas yang diukur dengan *current Ratio* terhadap *return* saham (*abnormal return*) pada perusahaan *finance* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *finance* yang terdaftar di BEI tahun 2008 sampai 2011. Sedangkan sampel. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa : 1) Struktur Modal dengan alat ukur *debt to equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, artinya informasi kinerja perusahaan dari segi struktur modal disini digunakan DER tidak mempengaruhi reaksi pasar/ investor. 2) Risiko Sistematis dengan alat ukur beta (β) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, artinya informasi kinerja perusahaan dari segi risiko sistematis disini digunakan beta tidak mempengaruhi reaksi pasar/ investor. 3) Tingkat Likuiditas dengan alat

ukur *current ratio* (CR) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, artinya karakteristik perusahaan dari segi tingkat likuiditas yang diukur dengan CR tidak mempengaruhi reaksi pasar/ investor.

6. Dede Winarno

Winarno (2012) meneliti tentang pengaruh profitabilitas, struktur modal, dan *operating cash flow*, terhadap *return* saham (studi empiris pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menemukan bukti empiris sejauh mana: 1) pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham, 2) pengaruh struktur modal terhadap *return* saham 3) pengaruh *operating cash flow* terhadap *return* saham. Variabel independen dalam penelitian adalah profitabilitas yang diukur dengan *earning per share*, struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio*, dan *operating cash flow* diukur dengan perbandingan kas bersih dari aktivitas operasi dibagi dengan total aset. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 25 perusahaan. Objek penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2009 - 2012. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa: 1) profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham, hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap informasi rentabilitas perusahaan *property* dan *real estate* yang diukur dengan menggunakan EPS. Informasi peningkatan EPS perusahaan *property* dan *real estate* setiap tahun memberikan sinyal bagi investor untuk mengestimasi *return* yang akan diperoleh. 2) struktur modal tidak berpengaruh

signifikan negatif terhadap *return* saham, 3) *operating cash flow* tidak berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham.

1.2 Landasan Teori

1.2.1 *Return* saham

Return adalah penghasilan yang diterima dari suatu investasi ditambah dengan perubahan harga pasar, yang biasanya dinyatakan sebagai presentase harga pasar awal dari investor tersebut. *Return* adalah “*measure the financial an investment*” menurut Brigham *et al* (1999:192). Menurut Jones (2000: 124, Puspitasari, 2012) “*return is yield dan capital gain (loss)*”. *Yield* yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham (dalam bentuk deviden), *capital gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan.

Menurut Jogiyanto (2000:107), *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa :

1. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang.
2. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa yang akan datang. *Return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

1.2.2 *Investment Opportunity Set (IOS)*

Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan adalah kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi masa depan dijelaskan dalam Dadri (2011). Opsi investasi masa depan ini kemudian dikenal sebagai set kesempatan investasi atau *investment opportunity set (IOS)*. Opsi investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Secara umum IOS sebuah perusahaan akan tergantung pada faktor-faktor spesifik perusahaan seperti faktor fisik dan sumber daya manusia yang ada.

Perusahaan yang memiliki IOS tinggi cenderung dinilai positif oleh investor, maka calon investor akan tertarik untuk berinvestasi dengan harapan memperoleh return yang lebih besar dimasa yang akan datang. IOS merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif (Anggia, 2012), sesuai dengan pendapat Keown, et al.(2010), ketika peluang investasi perusahaan naik, rasio pembayaran dividen terpenuhi, melalui proksi IOS dari *market value to book of asset ratio* dianalisis berdasarkan harga.

Opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya.

Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan, hal ini dijelaskan dalam Anugrah (2009). *Investment opportunity set* perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat tidak dapat diobservasi, dikarenakan *investment opportunity set* merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, oleh karena itu diperlukan proksi (Hartono, 1999 dalam Norpratiwi, 2004).

Proksi IOS dalam penelitian Kallapur & Trombley (2001) dalam Dadri (2011) dibagi menjadi empat tipe proksi, yaitu :

1. Proksi berbasis harga (*price-based proxies*).

Proksi ini berdasarkan pada perbedaan antara *asset* dan nilai perusahaan. Proksi IOS yang berbasis pada harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi berdasarkan anggapan yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh. IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan.

Proksi IOS yang merupakan proksi berbasis harga adalah : *Market value of equity plus book value of debt, Ratio of book to market value of asset, Ratio of book to market value of equity, Ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value, Ratio of replacement value of assets to market value, Ratio of depreciation expense to value dan Earning Price ratio.*

2. Proksi berbasis investasi (*investment-based proxies*)

Proksi IOS berbasis pada investasi merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan.

Proksi IOS yang merupakan proksi IOS berbasis investasi adalah *Ratio R&D expense to firm value, Ratio of R&D expense to total assets, Ratio of R&D expense to sales, Ratio of capital addition to firm value, dan Ratio of capital addition to asset book value.*

3. Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*)

Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*) merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Proksi IOS yang berbasis varian adalah : VARRET (*variance of total return*), dan *market* model beta.

4. Proksi berbasis ukuran-ukuran gabungan (*composite measures*)

Proksi ini menyertakan berbagai wakil atau berdasarkan pada bukti lain mengenai IOS perusahaan. Alternatif proksi gabungan IOS dilakukan sebagai

upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang baik untuk IOS (Smith dan Watts, 1992). Berbagai alternatif proksi gabungan diantaranya adalah sebagai berikut:

a. Analisis Sensitivitas

Analisis sensitivitas dilakukan terhadap rasio-rasio individual dengan mensubstitusikan setiap proksi satu per satu ke dalam model untuk mendapatkan satu proksi terbaik, kemudian membentuk variabel instrumental sebagai alternatif lain proksi set kesempatan investasi.

b. *Common factor analysis*

Common factor analysis digunakan untuk memperoleh *factor score* sebagai indeks umum set kesempatan investasi.

c. *Structural equation models*

Structural equation models dilakukan dengan menggabungkan proksi-proksi individual pada masing-masing klasifikasi. Variabel-variabel terukur dari proksi set kesempatan investasi individual digabung menjadi satu variabel laten menggunakan *structural equation models* dengan pendekatan *common factor analysis* dengan membangun model berdasarkan teori yang mendasari variabel-variabel terukur itu ke dalam variabel latennya.

1.2.3 Struktur Modal

2.2.3.1 Definisi Struktur Modal

Sumber pendanaan di dalam suatu perusahaan dibagi menjadi dua kategori yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal dapat diperoleh dari sumber laba ditahan dan depresiasi, sedangkan pendanaan eksternal dapat diperoleh dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa dividen. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Proporsi atau bauran dari penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan

Struktur modal sebagai sumber kekuatan melaksanakan aktivitas. Menurut Sartono (2008), struktur modal (*debt to equity ratio*) merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa, hal ini sesuai dengan Riyanto (2010:282), struktur modal dari perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Kebijakan struktur modal pada dasarnya dibangun dari hubungan antara keputusan dalam pemilihan sumber dana dengan jenis investasi yang harus dipilih oleh perusahaan agar sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin dari nilai perusahaan atau nilai pasar dari harga saham perusahaan (Dadri, 2011).

Kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan dan depresiasi. Sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya.

2.2.3.2 Teori Struktur Modal

2.2.3.2.1 Teori Pendekatan Tradisional

Menurut Husnan (2000:302), mereka yang menganut pendekatan tradisional berpendapat bahwa kondisi pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan (atau biaya modal perusahaan) bisa dirubah dengan cara merubah struktur modalnya. Pendapat ini dominan sampai dengan awal tahun 1950-an.

Menurut pendekatan tradisional, struktur modal yang optimal terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata – rata tertimbang minimum (Sartono, 2001:230)

2.2.3.2.2 Teori Pendekatan Laba Operasi atau *Net Operating Income* (NOI)

Sartono (2008:229), mengatakan bahwa pendekatan NOI ini mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa bagaimana biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan perusahaan. Pertama diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan utang semakin besar oleh pemilik modal sendiri

dilihat dari peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan kosekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan (Sartono, 2008:229).

2.2.3.2.3 Teori *Trade-Off*

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001, Husnan, 2000:324), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”. Biaya kesulitan keuangan (*Financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*).

Trade-off theory mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan

mengurangi pajak. Dalam kenyataannya jarang manajer keuangan yang berpikir demikian.

Donaldson (1961, Husnan, 2000:324) melakukan pengamatan terhadap perilaku struktur modal perusahaan di Amerika Serikat. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung rasio hutangnya rendah. Hal ini berlawanan dengan pendapat *trade-off theory*. *Trade-off theory* tidak dapat menjelaskan korelasi negatif antara tingkat profitabilitas dan rasio hutang.

2.2.3.2.4 Pecking Order Theory

Myers (1984, Husnan 2000:324) menemukan bukti empiris adanya penilaian negatif dari pemegang saham akibat adanya penerbitan saham atau pengurangan *leverage*. *Pecking order theory* juga merupakan suatu implikasi dari analisis Myers dan Majluf (1984, Husnan 2000:324) mengungkapkan bagaimana asimetris informasi memiliki efek terhadap investasi dan pembelanjaan perusahaan. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai preferensi tertentu dalam memilih sumber pendanaan. Sesuai dengan teori tersebut perusahaan akan memilih dana dari *internal fund*, kemudian diikuti penerbitan obligasi yang tidak berisiko, penerbitan obligasi berisiko, dan akhirnya penerbitan saham baru sebagai *a last resort*. Myers (2001, Husnan 2000:325) mengungkapkan struktur modal perusahaan berdasarkan *pecking order theory* yaitu:

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi)

2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai untuk fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun dalam kesempatan lain mungkin kurang.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan menerbitkan obligasi terlebih dahulu, kemudian diikuti dengan sekuritas berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), kemudian bila masih belum mencukupi baru diterbitkan saham.
5. Dalam teori *pecking order*, tidak ada satu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal ini bukan disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tapi karena perusahaan tersebut memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Husnan, 2000:325).

1.2.4 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, baik dari total harta maupun total modal sendiri yang dimiliki dalam satu periode tertentu. Investor di pasar modal sangat memperhatikan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan, menunjang dan meningkatkan *profit*. Profitabilitas dapat diukur dengan beberapa hal yang berbeda, namun dalam dimensi yang saling terkait. Semakin besar risiko investasi diharapkan profitabilitas yang diperoleh semakin tinggi pula (Weygand *et al*, dalam Arlian 2009).

Menurut Brigham dan Houston (2010:146) Definisi profitabilitas adalah sebagai berikut : “Profitabilitas adalah Sekelompok rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen asset dan utang pada hasil operasi”. Sedangkan Irham Fahmi (2011:168) menyatakan profitabilitas sebagai berikut “Profitabilitas mengukur efektifitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan dengan penjualan maupun investasi”.

Berdasarkan kedua definisi tersebut di atas menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan perhitungan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Profitabilitas dimaksudkan untuk mengukur efisiensi pengguna aktiva perusahaan (atau mungkin sekelompok aktiva perusahaan) mungkin juga efisiensi ingin dikaitkan dengan penjualan yang berhasil diciptakan. (Suad Husnan, 2006). Oleh karena itu, profitabilitas ini dapat memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan.

Profitabilitas dalam kaitannya dengan investasi, menghubungkan laba dengan investasi. Salah satu pengukurannya adalah dengan imbal hasil atas investasi (*return on investment*), atau imbal hasil atas aset (*return on asset*) (Horne & Wachowicz, 2012:182). Rasio ini menggambarkan sejauh mana kemampuan aset perusahaan bisa menghasilkan laba. Imbal hasil atas ekuitas (*return on equity*) menggambarkan sejauhmana kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang diperoleh pemegang saham.

Menurut Kasmir (2012: 204), pengertian *Return On Equity* adalah sebagai berikut :

“ ROE yaitu rasio untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri secara keseluruhan menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri, semakin tinggi rasio ini semakin baik”.

“ Rasio ini bisa dikatakan sebagai rasio yang paling penting dalam keuangan perusahaan. ROE mengukur pengembalian absolut yang akan diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. Rasio ini menunjukkan efisiensi modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini akan semakin baik. (Kasmir, 2012:204)”.

1.3 Pengembangan Hipotesis

1. Pengaruh *investment Opportunity Set* (IOS) terhadap *return* saham

Perusahaan yang berkembang akan direfleksikan dari peningkatan harga saham perusahaan, sehingga perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan memiliki prospek ke depan yang cerah dan akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Hal ini sesuai dengan yang

dikemukakan Kaestner dan Liu (1998, Dadri, 2011) menyatakan bahwa *investment opportunity set* yang ada bagi perusahaan merupakan faktor utama yang menentukan pergerakan harga saham. Dengan meningkatnya harga pasar saham perusahaan tentunya akan meningkatkan *return* yang diterima oleh para pemegang saham.

Variabel *investment opportunity set* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia, yang berarti ada atau tidaknya kesempatan investasi berdampak langsung terhadap peningkatan *return* saham. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan memiliki prospek ke depan yang cerah dan akan berpengaruh pada peningkatan harga saham, sehingga *return* saham perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia pun meningkat.

Murhadi (2006), Solechan (2009) dan Arlian (2009), menemukan set kesempatan investasi tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham. Hal ini berarti ada atau tidaknya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan tidak berdampak langsung pada perubahan harga saham. Namun penelitian tersebut berbeda dengan penelitian Dadri (2007), Anugrah (2009) dan Norpratiwi (2007), variabel proksi *investment opportunity set* (IOS) memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Proksi IOS memberikan informasi kepada investor di pasar modal sehingga para investor merespon positif nilai IOS yang tinggi sehingga akan meningkatkan harga pasar saham perusahaan.

2. Pengaruh Struktur Modal terhadap *return* saham

Debt to equity ratio (DER) merupakan rasio *lverage* yang digunakan untuk mengukur *lverage* (penggunaan hutang) terhadap modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi DER menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan buruk, karena tingkat hutang yang semakin tinggi berarti beban bunga akan semakin besar yang berarti akan mengurangi keuntungan, sehingga *return* pun menjadi kecil.

Struktur modal mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia. Hal ini berarti adanya peningkatan hutang yang dimiliki oleh perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Adanya informasi perubahan struktur modal yang bisa diperoleh dari laporan keuangan tidak berpengaruh pada keputusan atas harga saham di pasar modal Indonesia (Dadri, 2011).

Hal tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Natarsyah (2000), yang menunjukkan bahwa DER berpengaruh terhadap harga saham. Maka semakin besar hutang, harga saham cenderung akan bergerak naik yang pada akhirnya akan meningkatkan *return* saham perusahaan. Ratnasari (2003) dan Muhammad (2006) juga menunjukkan bahwa faktor *debt to equity ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

3. Pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham.

Profitabilitas diartikan sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. *Return On Equity* merupakan salah satu rasio profitabilitas yang merupakan laba bersih bagi pemegang saham dibagi

dengan total ekuitas pemegang saham. Pemegang saham pastinya ingin mendapatkan tingkat pengembalian yang tinggi atas modal yang mereka investasikan dan ROE menunjukkan tingkat yang mereka peroleh. Jika ROE tinggi, maka harga saham akan tinggi (Brigham dan Houston, 2010: 182). Meningkatnya harga pasar saham perusahaan di pasar modal, ini juga berarti akan menguntungkan para investor karena mereka akan menerima *capital gain* yang lebih.

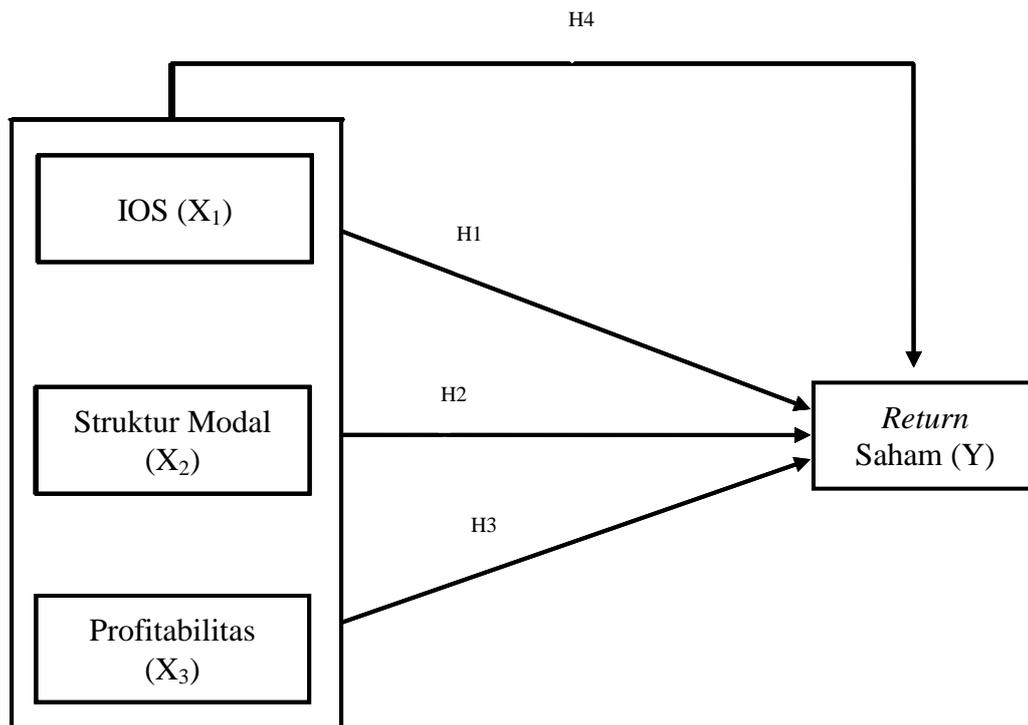
Modigliani dan Miller menyatakan bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi (Murhadi, 2006). Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi kesempatan investasi dan kemampuan untuk menghasilkan *earning* suatu perusahaan akan menarik lebih banyak investor, untuk membeli sahamnya. Semakin tinggi minat investor untuk investasi tentunya akan menaikkan harga saham, yang pada akhirnya berdampak pada *return* yang diterima oleh para pemegang saham.

Penelitian Putri (2011) dan Ulupui (2005) menunjukkan pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham yang positif dan signifikan. Hal ini berbeda dengan penelitian Arlian (2009) profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

2.4 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan tujuan penelitian dan landasan teori kerangka pikir pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Dan variabel *investment opportunity set*, struktur modal dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Untuk mempermudah pemahaman tentang pengaruh IOS dan struktur modal terhadap *return* saham dengan profitabilitas sebagai pemoderasi, maka dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1
Kerangka Konseptual

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, tinjauan teoritis dan kerangka konseptual maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

H₁ : *Investment Opportunity set* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

H₂ : Struktur modal mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

H₃ : Profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham

H₄ : *Investment Opportunity set*, struktur modal dan profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham.