

PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

Moh. Rusman Ramli¹, Frans Papilaya²

¹Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah Buton
Email : dwinmaster@gmail.com

²Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Musamus
Email : angkipapilaya@yahoo.co.id

ABSTRACT

Investment opportunity is the heart of the company's growth is that become important expectation which desired by the internal and external parties of company such as management, investors and creditors. The purpose of this study was to analyze the significance of the effect of IOS on the capital structure of the company. Object of this study is automotive and component companies and the research span was 2008-2012. The dependent variable of this study is the firm's capital structure, while the independent variable is IOS which consists of 5 single's proxy. The data used are secondary data from ICMD 2008-2012. The analytical tool used is a simple regression and factor analysis. The results showed that IOS significantly positive effect on capital structure. There are three viable IOS proxy used to form the joint proxy variables IOS that is E / P, MV / BVA and MV / BE. This study confirms that the proxy IOS with combined proxy better than a single proxy. This study also supports the pecking order theory than trade off theory regarding the relationship between IOS corporate capital structure.

Keywords: IOS, capital structur, pecking order theory, trade off theory

ABSTRAK

Kesempatan Investasi merupakan esensi pertumbuhan perusahaan yang menjadi harapan pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis signifikansi pengaruh IOS terhadap struktur modal perusahaan. Obyek penelitian ini adalah perusahaan otomotif dan komponennya dan rentang waktu yang penelitian dari tahun 2008-2012. Variabel dependen penelitian ini adalah struktur modal perusahaan, sedangkan variabel independen penelitian ini adalah IOS yang terdiri dari 5 proksi tunggal. Data yang digunakan adalah data sekunder dari ICMD 2008-2012. Alat analisis yang digunakan adalah analisis faktor dan regresi sederhana. Hasil penelitian menunjukkan bahwa IOS secara signifikan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Proksi IOS yang layak digunakan untuk membentuk proksi gabungan variabel IOS yaitu E/P, MV/BVA dan MV/BE. Proksi IOS berbasis harga lebih baik dibandingkan dengan proksi IOS berbasis investasi. Penelitian ini mengkonfirmasi bahwa proksi IOS dengan proksi IOS gabungan lebih baik daripada proksi IOS tunggal. Penelitian ini lebih mendukung pecking order theory dibandingkan trade off theory terkait hubungan IOS struktur modal perusahaan. Semakin tinggi peluang investasi, maka perusahaan lebih agresif menggunakan hutang dalam struktur modalnya.

Kata kunci : IOS, Struktur Modal, pecking order theory, trade off theory

PENDAHULUAN

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan penting yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan

sehingga meningkatkan kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Bagi investor, pertumbuhan perusahaan merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi di masa yang akan datang (Jaggi dan Gul, 1999).

Menurut Smith dan Watts (1992), peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam nilai set kesempatan investasi (IOS: *Investment Opportunity Set*). Pagalung (2003) juga menyatakan bahwa set kesempatan investasi menunjukkan investasi perusahaan atau opsi pertumbuhan. Esensi pertumbuhan adalah adanya kesempatan investasi di masa datang yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Myers (1977) menggambarkan nilai suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi *assets in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment option* (pilihan investasi di masa depan). Pilihan-pilihan investasi yang dilakukan perusahaan di masa depan tersebut kemudian dikenal dengan set kesempatan investasi (Kallapur dan Trombley, 1999).

Menurut Kallapur dan Trombley (2001), nilai IOS bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal (*cost of equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan. Perusahaan dengan pertumbuhan yang baik akan dipertimbangkan oleh investor dalam berinvestasi yang disebabkan karena return saham yang diharapkan dapat diperoleh di masa mendatang oleh investor.

Di sisi lain, setiap investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan akan membutuhkan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan salah satu hal penting yang harus diperhatikan dalam pencapaian tujuan perusahaan, karena berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik sumber dana dari dalam (*internal/intensive finance*) maupun sumber dana dari luar (*external financing*). Suatu keputusan yang diambil manajer dalam suatu pembelanjaan harus dipertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana tersebut memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Sumber dana dari pihak internal diperoleh dari laba ditahan (*retained earning*) dan depresiasi, sedangkan sumber dari pihak luar diperoleh dari modal saham (*equity*) dan pinjaman atau hutang (Jones dan Sharma, 2001)

Keputusan pendanaan harus dilakukan manajer secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang dilakukan manajer. Jika manajer menggunakan hutang (modal eksternal), maka biaya modal yang timbul adalah sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan dana internal yang berasal dari laba ditahan akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan (Brigham dan Houston, 2001).

Adam dan Ghoyal (2007), menyatakan bahwa peluang investasi (*investment opportunity*) memainkan peran penting di dalam keuangan perusahaan dalam kaitannya dengan pencapaian tujuan perusahaan. kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan memengaruhi pembayaran dividen dan penentuan sumber dana yang akan digunakan untuk merealisasikan atau mendanai peluang investasinya, sehingga keputusan investasi, kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan adalah saling terkait.

Beberapa hasil penelitian yang meneliti pengaruh IOS terhadap struktur modal menunjukkan hasil yang berbeda antara satu dengan yang lainnya. Pagalung (2003), Herdinata (2009), menunjukkan IOS memiliki pengaruh positif terhadap *debt to equity ratio* (DER). Berbeda dengan hasil penelitian Myers (1977), Jones dan Sharma (2001), dan Gaver and Gaver (1993) yang menunjukkan IOS memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan yang profitabel cenderung menggunakan dana internal (laba ditahan) sebagai alternatif pertama untuk membiayai investasi perusahaan. Jika dana yang internal dimiliki tidak mencukupi membiayai investasi, maka perusahaan akan mencari dana eksternal berupa hutang atau penerbitan saham baru. Perusahaan yang lebih profitabel dapat memanfaatkan laba yang dihasilkan untuk dijadikan sebagai laba ditahan dibanding perusahaan yang kurang profitabel. Hal ini menjadikan perusahaan profitabel menjadi lebih konservatif dalam menggunakan hutang untuk operasi perusahaannya.

Di sisi lain, *trade off theory* (Scott, 1977 dalam Mas'ud, 2008) menyatakan bahwa rasio utang perusahaan yang optimal ditentukan oleh *trade-off* antara biaya kepailitan dan keuntungan pajak dari pinjaman. Profitabilitas yang lebih tinggi akan mengurangi biaya yang

ditimbulkan oleh *financial distress* dan perusahaan dapat meningkatkan manfaat pajak dengan menambah hutang.

KAJIAN LITERATUR

Investment Opportunity Set (IOS)

Myers (1977) dalam Smith dan Watts (1992:270), menyatakan bahwa nilai perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi masa depan. Opsi investasi masa depan ini kemudian dikenal sebagai IOS. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi tersebut di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang.

Menurut Smith dan Watts (1992:271), peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam nilai IOS. Berbagai penelitian tentang IOS telah berhasil membuktikan bahwa IOS merupakan proksi realisasi pertumbuhan perusahaan dan berhubungan dengan berbagai variabel kebijakan perusahaan, yaitu antara lain kebijakan pendanaan atau struktur utang, kebijakan dividen, kebijakan leasing, dan kebijakan kompensasi.

Profitabilitas (profitability)

Profitabilitas menurut Saidi (2004:3) adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor. Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang menguntungkan tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan hutang. Tingkat pengembaliannya yang sangat tinggi memungkinkan perusahaan tersebut untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2001:452). Ukuran profitabilitas perusahaan

dapat berbagai macam seperti laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

Financial Leverage

Risiko bisnis (*business risk*) adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis merupakan risiko yang mencakup *intrinsik business risk, financial leverage risk, dan operating leverage risk* (Hamada dalam Saidi, 2004:76).

Menurut Brigham dan Houston (2004:440) serta Husnan (2000:232), setiap perusahaan akan menghadapi risiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan, baik itu risiko bisnis maupun risiko hutang yang harus digunakan oleh perusahaan. Risiko bisnis berhubungan dengan jenis usaha yang dipilih dan kondisi ekonomi yang dihadapi.

Financial leverage merupakan hasil dari adanya biaya keuangan tetap dalam aliran pendapatan perusahaan (Rafique, 2011:4). Tingkat biaya keuangan tetap dalam aliran pendapatan suatu perusahaan diukur dengan *Degree of Financial Leverage* (DFL). Leverage keuangan meningkatkan hasil yang diharapkan dari ekuitas, tetapi juga meningkatkan risiko yang dihadapi oleh pemegang saham. Risiko bisnis bagian dari total risiko dipengaruhi oleh *operating leverage*, sedangkan *financial leverage* memengaruhi risiko keuangan sehingga memengaruhi risiko total perusahaan.

Kerangka Konseptual

Terdapat dua teori sentral dalam struktur modal yang saling bertentangan. Teori pertama adalah *trade off theory* yang menyatakan bahwa struktur modal yang optimum harus menyeimbangkan manfaat dan biaya yang timbul akibat dari penggunaan hutang dalam struktur modal optimal. Teori yang lain adalah *pecking order theory* yang tidak menitikberatkan pada struktur modal optimal tetapi lebih menitikberatkan pada preferensi perusahaan dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan. *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan cenderung memanfaatkan sumber dana internal terlebih dahulu (laba ditahan) daripada sumber dana internal. Jika sumber dana internal tidak mencukupi, selanjutnya perusahaan akan mencari sumber dana eksternal. Sumber dana eksternal yang utama adalah hutang dan jika tidak memungkinkan, barulah diterbitkan saham baru (ekuitas).

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan penting yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan

kreditur. Peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam nilai IOS. Penelitian ini menggunakan lima rasio yang berbasis harga dan investasi. Rasio berbasis harga yang digunakan adalah *market to book value of asset* (MV/BVA), *market to book value of equity* (MV/BVE) dan *rasio earning to share/price* (E/P), sedangkan rasio berbasis investasi yaitu rasio *capital expenditure to book value of asset* (CA/BVA) dan rasio *capital expenditure to market value of assets* (CA/MVA).

Menurut *trade off theory*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk memperkecil tingkat hutangnya, karena berkaitan dengan semakin tinggi hutang perusahaan, maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan dinyatakan bangkrut oleh *debtholders* jika tidak mampu membayar hutang. Hal ini diperkuat oleh asumsi informasi tidak simetris (*asymmetric information*) yang memungkinkan manajer mengutamakan kepentingan sendiri daripada meningkatkan nilai perusahaan. Untuk menghindari perilaku oportunistik tersebut, tentu saja membutuhkan pengawasan yang lebih besar yang berarti pula biaya keagenan (*agency cost*) yang lebih besar.

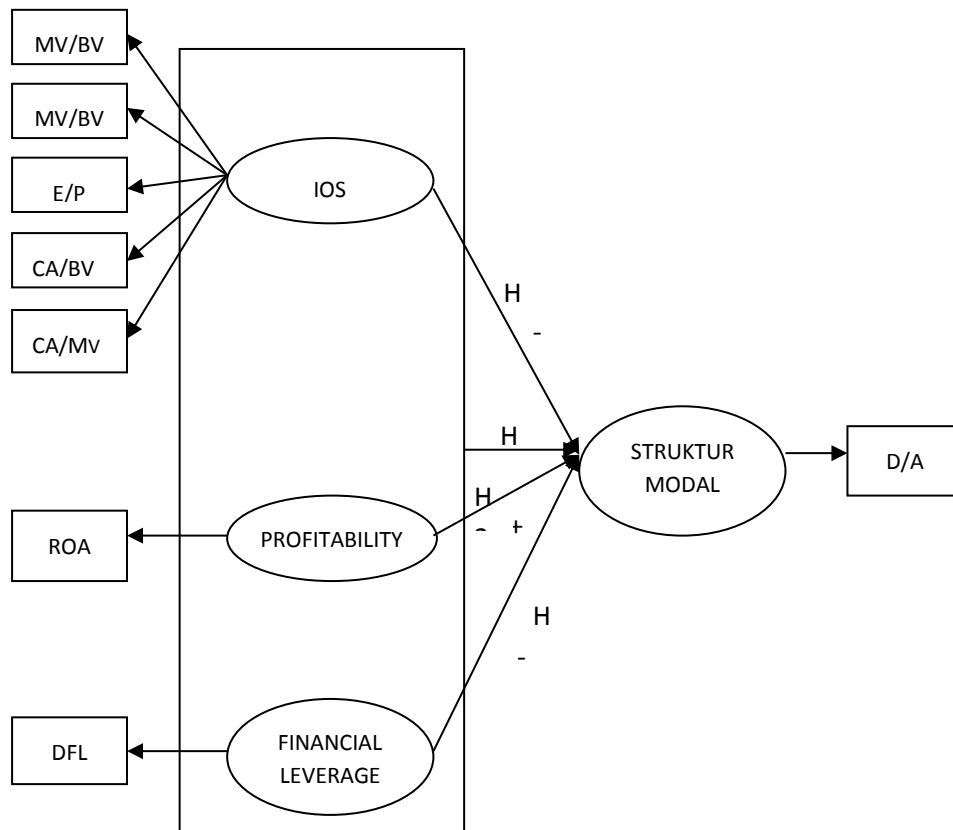
Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi akan lebih konservatif dalam menggunakan hutang karena potensi biaya keagenan yang timbul bisa lebih besar. Di lain pihak, *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan potensi pertumbuhan tinggi akan cenderung menggunakan hutang yang lebih besar. Kebutuhan dana pada perusahaan akan semakin besar seiring dengan semakin tingginya pertumbuhan perusahaan. Ketika kebutuhan dana lebih tinggi daripada tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan, maka akan mendorong perusahaan untuk menggunakan lebih banyak hutang. Penelitian ini, memprediksi bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor. Untuk memprediksi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal bergantung pada teori yang digunakan. Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan dana internal (laba ditahan) sebagai alternatif pertama untuk membiayai investasi perusahaan. Jika dana yang internal dimiliki tidak mencukupi membiayai investasi, maka perusahaan akan mencari dana eksternal berupa hutang atau penerbitan saham baru. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi dapat memanfaatkan laba yang dihasilkan untuk dijadikan sebagai laba ditahan dibanding perusahaan dengan profitabilitas rendah. *Pecking order*

theory memprediksi bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sebaliknya, *trade off theory* menyatakan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi akan mengurangi biaya yang ditimbulkan oleh *financial distress* dan perusahaan dapat meningkatkan manfaat pajak dengan menambah hutang. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi tidak akan memiliki masalah dalam melunasi hutangnya. Meningkatnya profitabilitas perusahaan akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat memungkinkan penggunaan hutang juga semakin meningkat. Dengan demikian, *trade off theory* memprediksi bahwa hubungan profitabilitas dan struktur modal adalah positif. Penelitian ini memprediksikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Risiko bisnis (*business risk*) adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis merupakan risiko yang mencakup *intrinsic business risk*, *financial leverage risk*, dan *operating leverage risk*. Menurut *trade off theory* perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah. Hal ini disebabkan karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. *Financial leverage* merupakan hasil dari adanya biaya keuangan tetap dalam aliran pendapatan perusahaan. Tingkat biaya keuangan tetap dalam aliran pendapatan suatu perusahaan diukur dengan DFL. *Financial leverage* meningkatkan hasil yang diharapkan dan risiko yang dihadapi oleh pemegang saham. Penelitian ini memprediksikan bahwa *financial leverage* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka kerangka konseptual penelitian ini dapat ringkas sesuai dengan gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Perumusan Hipotesis

Berdasarkan Kerangka Konseptual di atas, maka dapat dirumuskan Hipotesis Penelitian sebagai berikut:

- H1 : IOS berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal perusahaan.*
- H2 : Profitabilitas berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal perusahaan.*
- H3 : Financial leverage berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal perusahaan.*
- H4 : IOS, profitabilitas dan financial leverage secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.*

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kausalitas yaitu menganalisis hubungan antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini akan menganalisis hubungan antara variabel independen

yaitu IOS dengan variabel dependen yaitu struktur. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan otomotif dan komponennya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan periode pengamatan adalah sejak Januari 2008 hingga Desember 2012.

Meode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dan semua variabel dinyatakan dalam bentuk rasio. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari data yang dimiliki oleh perusahaan, studi kepustakaan, literatur, jurnal penelitian terdahulu yang berhubungan dengan permasalahan yang sedang diteliti, dan data yang diperoleh melalui fasilitas internet. Data dalam penelitian ini diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2008-2012 dan dari situs resmi Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan otomotif dan komponennya yang terdaftar sejak di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008-2012. Perusahaan yang delisting atau tidak menerbitkan laporan keuangan tidak dimasukkan dalam analisis. Dalam penelitian ini semua perusahaan otomotif dan komponennya yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia diambil sebagai sampel, sehingga sampel ini disebut sebagai sampel jenuh. Dengan demikian terdapat 17 perusahaan yang akan dianalisis.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel dependen penelitian ini adalah struktur modal perusahaan. Variabel Independen penelitian ini adalah IOS yang terdiri dari 5 proksi tunggal. Rasio masing-masing variabel tersaji dalam tabel 1:

Tabel 1. Variabel Penelitian

Variabel	Kode Variabel	Proksi/ Ukuran	Kode Proksi/ Ukuran
Struktur Modal	Y	D/A	Y
		MV/BVA	X1.1
IOS	X1	MV/BE	X1.2
		E/P	X1.3
		CA/BVA	X1.4
		CA/MVA	X1.5

Metode Analisis Data

Analisis Faktor

Analisis faktor digunakan untuk mereduksi lima proksi tunggal IOS menjadi sebuah proksi gabungan. Analisis faktor yang digunakan adalah *confirmatory factor analysis*, Melalui analisis faktor akan diperoleh nilai factor score sebagai indeks umum variabel IOS. Langkah pertama dalam analisis ini adalah menentukan proksi yang layak dimasukkan dalam analisis faktor. Untuk menentukan kelayakan sebuah proksi dapat dilihat dari besarnya nilai Measure of Sampling Adequacy (MSA) atau Barlett's test. Nilai MSA yang berada di bawah angka 0,50 tergolong tidak dapat diterima. Disamping itu, nilai signifikansi Barlett's test harus kurang dari 0,05 sehingga analisis faktor dapat dilanjutkan. Apabila faktor yang telah terbentuk tinggal satu, maka dilanjutkan dengan membuat score faktor berdasarkan variabel yang layak dengan menggunakan pendekatan regresi. Score faktor yang diperoleh selanjutnya akan digunakan sebagai nilai yang mewakili proksi tunggal variabel IOS untuk analisis tahap selanjutnya.

Analisis Regresi

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan model analisis regresi sederhana. Analisis regresi sederhana bertujuan untuk menguji hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat. Proses pengolahan data dilakukan dengan bantuan program SPSS 19.0 for windows.

HASIL PENELITIAN

Analisis Faktor

Hasil perhitungan MSA dan Bartlett's test menggunakan SPSS versi 19 terangkum dalam tabel 2.

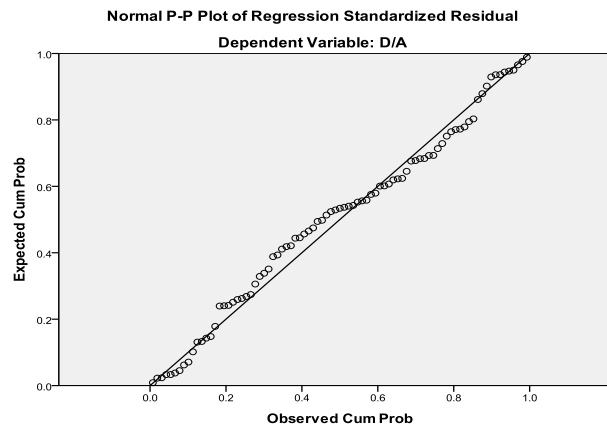
Tabel 2. Hasil Perhitungan MSA dan Bartlett's test Analisis Faktor

Anti-image Matrices						
		CA/MVA	CA/BVA	MV/BE	E/P	MV/BVA
Anti-image Correlation	CA/MVA	.483 ^a	-.918	.160	.102	.003
	CA/BVA	-.918	.496 ^a	-.223	-.089	.046
	MV/BVE	.160	-.223	.503 ^a	.037	-.914
	E/P	.102	-.089	.037	.586 ^a	.020
	MV/BVA	.003	.046	-.914	.020	.517 ^a
a. Measures of Sampling Adequacy (MSA)						
KMO and Bartlett's Test						
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.					.500	
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square				318.740	
	Df				10	
	Sig.				.000	

Berdasarkan Tabel 2, hasil uji Bartlett yang menunjukkan nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,00. Hal ini berarti bahwa analisis faktor dapat dilanjutkan. Berdasarkan Tabel 5.9 juga dapat diketahui bahwa terdapat dua proksi yang memiliki MSA kurang dari 0,5 yaitu CA/MVA dan CA/MVA masing-masing sebesar 0,483 dan 0,496. Berdasarkan ketentuan dalam analisis faktor, kedua faktor ini dianggap tidak layak untuk dimasukkan dalam perhitungan *score factor* untuk proksi gabungan IOS. Sedangkan proksi E/P, MV/BVA dan MV/BVE memiliki nilai MSA lebih besar dari 0,5. Dengan demikian hanya tiga proksi yang akan digunakan untuk membentuk proksi gabungan variabel IOS. Selanjutnya dilakukan pengulangan dengan menggunakan tiga proksi tunggal yang dianggap layak yaitu E/P, MV/BVA dan MV/BVE.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji heterokedasitas, uji autokorelasi dan uji multikolinearitas.



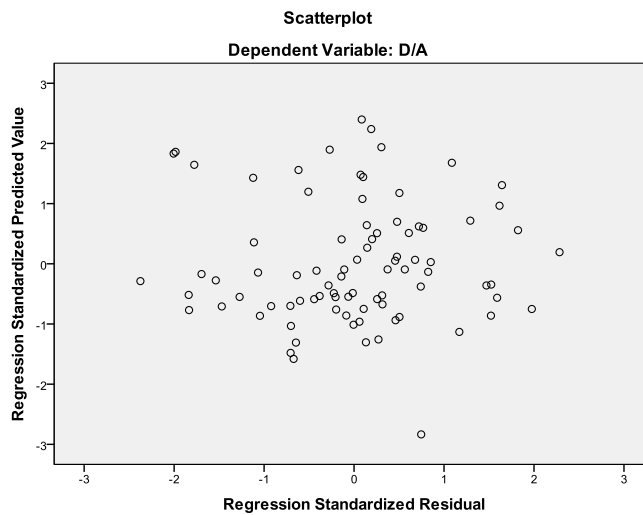
Gambar 2. Normal Probability Plot

Berdasarkan Gambar 2 dapat dikatakan bahwa model regresi dalam penelitian ini memenuhi asumsi normalitas karena data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal.

Tabel 3. Hasil uji Multikolinearitas berdasarkan Nilai *Tolerance* dan VIF

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
REGR factor score IOS	.792	1.263

Berdasarkan Tabel 3, dapat diketahui bahwa nilai tolerance IOS sebesar 1,263. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa gejala multikolinearitas tidak terdapat dalam model regresi karena nilai VIF dari variabel memiliki nilai di bawah 10 dan angka *tolerance* diatas 0,1. Nilai Durbin-Watson sebesar 1,533. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa model regresi tidak mengandung gejala autokorelasi karena angka Durbin-Watson berada diantara -2 sampai +2.



Gambar 3. Scatterplot Diagram Uji Heterokedasitas

Berdasarkan Gambar 3, tampak bahwa titik-titik menyebar secara acak diatas maupun di bawah angka 0 pada sumbu y. Sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam model penelitian ini.

Analisis Regresi

Hasil ringkasan dari uji regresi dapat dilihat dalam Tabel 4.

Tabel 4. Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.622 ^a	.386	.364		.1420283	1.533

a. Predictors: (Constant), REGR factor score IOS

b. Dependent Variable: D/A

ANOVA

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.029	3	.343	17.008	.000 ^a
	Residual	1.634	81	.020		
	Total	2.663	84			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.793	.057		13.799	.000
	REGR factor score IOS	-.031	.017	-.173	-1.772	.080

a. Dependent Variable: D/A

Berdasarkan Tabel 4, nilai R² model sebesar 0,386 menunjukkan bahwa model yang persamaan regresi yang disusun mampu menjelaskan variabilitas struktur modal perusahaan otomotif dan komponennya di bursa efek Indonesia sebesar 38,6%. Sedangkan sisanya sebesar 61,4% dijelaskan oleh variabel lain atau variabel pengganggu (e).

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t satu sisi (one-tailed test). Derajat kepercayaan yang digunakan adalah 95% atau $\alpha = 5\%$ dengan degree of freedom (df) = 81 (df = n-k = 85 - 4).

Berdasarkan perhitungan analisis regresi diperoleh t hitung sebesar 1.772. Nilai ini lebih besar dari t tabel, yang berarti bahwa secara signifikan IOS berpengaruh positif terhadap struktur modal. hal ini juga didukung dengan nilai signifikansi sebesar 0,08. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Akan tetapi, variabel IOS tandanya berbeda dengan hipotesis penelitian ini, sehingga hipotesis ditolak.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa H1 yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal perusahaan ditolak. Sebaliknya, Hasil penelitian justru membuktikan bahwa IOS secara signifikan berpengaruh signifikan dan

positif terhadap struktur modal. Hal ini berarti bahwa semakin besar IOS atau kesempatan investasi perusahaan, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang lebih banyak dalam struktur modalnya. Sebaliknya, jika memiliki kesempatan investasi yang rendah maka perusahaan cenderung menggunakan hutang yang lebih sedikit dalam struktur modalnya.

Hasil penelitian ini tidak mendukung *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi yang diasumsikan memiliki kesempatan investasi tinggi akan memperkecil tingkat hutangnya terkait risiko kebangkrutan. Sebaliknya, hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi cenderung membutuhkan dana yang lebih besar. Kebutuhan dana yang lebih besar tidak dapat dipenuhi dari sumber internal saja. Kondisi ini akan mendorong perusahaan untuk menggunakan lebih banyak hutang.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (2001:3) dan Herdinata (2009:237) yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap struktur modal. Kallapur dan Trombley (2001:7) menggunakan proksi gabungan IOS. Konsistensi ini juga didukung oleh penggunaan proksi IOS gabungan untuk mengukur peluang tumbuh dan kesempatan investasi.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Amjad et al (2013:2), Jaggi dan Gul (1999:371), Fitriyah dan Hidayat (2011:31) yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Amjad et al (2013:5) menggunakan proksi tunggal IOS (growth opportunity) sedangkan penelitian ini menggunakan proksi gabungan IOS. Disamping itu, obyek penelitian Amjad et al (2013:2) adalah sektor perbankan, sedangkan obyek penelitian ini adalah sektor otomotif dan komponennya. Fitriyah dan Hidayat (2011:33) juga masih menggunakan proksi tunggal IOS (growth opportunity). Sedangkan Jaggi dan Gul (1999:380) telah menggunakan analisis faktor untuk menentukan nilai proksi IOS gabungan. Perbedaan metodologi Jaggi dan Gul (1999:382) dengan penelitian ini adalah penggunaan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel moderating hubungan IOS dan struktur modal.

PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa IOS secara signifikan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi tinggi cenderung

menggunakan hutang lebih besar dalam struktur modalnya. Sebaliknya, Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi rendah cenderung menggunakan hutang lebih kecil dalam struktur modalnya.

Penelitian ini memiliki implikasi, yaitu: (1) Penelitian ini mengkonfirmasi bahwa proksi IOS dengan proksi IOS gabungan lebih baik daripada proksi IOS tunggal. (2) Penelitian ini lebih mendukung pecking order theory dibandingkan trade off theory .terkait hubungan IOS struktur modal perusahaan.

Keterbatasan penelitian ini, yaitu secara metodologi, penelitian menggunakan analisis faktor dan analisis regresi berganda. Hal ini dilakukan karena jumlah variabel yang dimasukkan masih sedikit sehingga proses analisis dapat dilakukan. Dengan penambahan sejumlah variabel, metode ini kurang efisien karena membutuhkan proses analisis berulang dan membutuhkan waktu lebih lama. Variabel IOS dalam penelitian ini menggunakan gabungan dari proksi IOS berbasis harga dan berbasis investasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proksi IOS gabungan dalam penelitian ini untuk analisis hanya menggunakan proksi berbasis harga. Sedangkan proksi berbasis investasi tidak layak dimasukkan dalam analisis. Penelitian ini juga tidak menggunakan proksi IOS berbasis varian.

Saran untuk pihak terkait adalah perusahaan dalam membuat kebijakan struktur modal sebaiknya memperhatikan variabel IOS, profitabilitas dan financial leverage karena temuan menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Model komposit IOS masih dapat dikembangkan dengan menambah proksi IOS berbasis investasi lainnya dan proksi IOS berbasis varian. Bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk menambah variabel lain dan atau menggunakan metode analisis lainnya, seperti analisis jalur atau SEM.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim, dan Goyal, Vidhan K. 2007. The Investment Opportunity Set and It's Proxy Variables: Theory and Evidence, *Finance Workshop Hongkong University of Science and Technology*. (online), (www.ssrn.com, diakses tanggal 3 Maret 2013).
- Amjad Sidra, Bilal, and Tufail Sumaira,. 2013. *Determinants Of Capital Structure, What can be the Determinants of Capital Structure of Banking Sector of Pakistan?* 3rd International Conference of Business Management 27-28 February 2013, (online), (<http://cgr.umt.edu.pk/icobm2013/html>, diakses tanggal 2 Maret 2013).

- Brigham, E.F., dan J. Houston. 2004. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Penerjemah Ali Akbar Yulianto. Edisi Kesepuluh. Jakarta: Salemba Empat.
- Fitriyah dan Hidayat, 2011, Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang, *Media Riset Akutansi*, Vol.1 Nomor 1. Hal 31-75.
- Dewayana, T.S, Sugiarto D., dan Hetharia D., 2012, Peluang dan Tantangan Industri Komponen Otomotif Indonesia, *Jurnal Online Unipdu*, Vol 1 (2) tahun 2012 (online), (www.journal.unipdu.ac.id., diakses 17 February 2013).
- Gaver, J.J., and K.M. Gaver,. 1993. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, V.16, pp.125-160.
- Herdinata, Christian. 2009. Kebijakan Pendanaan dan Dividen dengan Pendekatan Investment Opportunity Set. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, hal. 237-248.
- Jaggi, Bikki, dan Gul, F.D., 1999, An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol 12: pp. 371-381.
- KADIN, 2010, Roadmap 2010-2015, (online) (<http://www.ristek.go.id/file/upload/Pengumuman/2010/rakornas/KADIN.pdf>, diakses tanggal 2 Maret 2013)
- Kallapur, S., dan Trombley, M.K. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences, and Measurement, *Managerial Finance*, V.27, pp. 3-15.
- Myers, S.C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing, *JFE*, V.5. pp. 147-175
- Pagalung, Gagaring. 2003. Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS), *Jurnal Riset Akutansi Indonesia*, Vol. 6 Nomor 3, Hal. 249-263.
- Sartono, R.A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPF.
- Smith dan Watts. 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Polices, *JFE*, December., pp 263-292.