

## **REAKSI PASAR MODAL ATAS KEBIJAKAN INVESTASI DAN KEBIJAKAN PENDANAAN PADA PERUSAHAAN BERTUMBUH DAN TIDAK BERTUMBUH**

**I Wayan Budi Satriya**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

Email : budisatriya86@yahoo.com

### **ABSTRAK**

Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris adanya perbedaan pengaruh informasi pengeluaran modal dan perubahan *debt equity ratio* (DER) terhadap *cumulative abnormal return* pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007 sampai dengan 2011. Sampel penelitian dipilih menggunakan teknik purposive sampling. Analisis data dilakukan dengan model regresi. Hasil penelitian menunjukkan pengeluaran modal berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return* pada perusahaan bertumbuh, sebaliknya pada perusahaan tidak bertumbuh pengeluaran modal tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return*. Perubahan DER tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* baik pada perusahaan bertumbuh maupun tidak bertumbuh.

**Kata kunci :** pengeluaran modal, *debt to equity ratio*, *cumulative abnormal return*

### **ABSTRACT**

This research target is to obtain empirical evidence of difference influence information capital expenditure and debt equity ratio (DER) changes related to cumulative abnormal return on growing and non growing companies. Population in this research is the companies which are listed at the Indonesian Stock Exchange year 2007-2011. Sample selection use the technique of purposive sampling. Data were analyzed using regression analysis. Result of research show the capital expenditure have positifely influence to the cumulative abnormal return on growing companies, on the other hand capital expenditure does not influence to cumulative abnormal return on non growing companies. Debt equity ratio changes does not influence to cumulative abnormal return on non growing and growing companies.

**Keywords :** capital expenditure, debt to equity ratio, cumulative abnormal return

### **PENDAHULUAN**

Penelitian ini berangkat dari temuan Fama (1970) dalam hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat menyimpulkan bahwa investor akan bereaksi terhadap informasi yang tersedia di pasar khususnya informasi akuntansi. Reaksi investor terhadap informasi akuntansi disebabkan karena informasi akuntansi khususnya laporan keuangan mengandung informasi mengenai strategi dan hasil penerapan

kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam rangka mengelola sumber daya yang dipercayakan kepadanya. Manajemen dalam upaya menghasilkan laba dan memaksimalkan nilai perusahaan melakukan dua kebijakan dalam bidang keuangan yaitu kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan.

Penelitian-penelitian sebelumnya menemukan hasil yang tidak konsisten terkait reaksi investor terhadap kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan. Jones (2000) menemukan bahwa informasi pengeluaran modal sebagai ukuran kebijakan investasi direaksi positif oleh pasar modal. Sebaliknya Szewczyk (1996) menemukan bukti bahwa informasi pengeluaran modal direaksi negatif oleh pasar modal. Sementara itu Penelitian oleh Chai dan Zhang (2011) dan Shubiri (2010) menemukan bahwa perubahan DER sebagai ukuran kebijakan pendanaan suatu perusahaan direaksi negatif oleh pasar modal. Susilowati dan Turyanto (2011) menemukan bukti yang berlawanan bahwa perubahan DER direaksi positif oleh pasar modal.

Perbedaan hasil penelitian reaksi pasar modal terhadap kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan memotivasi peneliti untuk meneliti lebih jauh mengenai faktor yang mempengaruhi hubungan *abnormal return* dengan kebijakan investasi dan pendanaan. Anthony dan Ramesh (1992) yang meneliti teori tahapan siklus perusahaan dalam kaitannya dengan reaksi pasar terhadap kebijakan yang diambil perusahaan menyatakan bahwa keefektivan sebuah kebijakan merupakan fungsi dari tahapan siklus kehidupan perusahaan. Anthony Ramesh menyatakan bahwa reaksi pasar terhadap kebijakan perusahaan dipengaruhi oleh posisi perusahaan itu sendiri dalam siklus hidup, yang menghasilkan respon yang berbeda untuk setiap tahapan siklus hidup perusahaan.

## **KAJIAN PUSTAKA**

### **Teori Siklus Hidup (*Life Cycle Theory*)**

Teori siklus hidup perusahaan sebagaimana dinyatakan oleh Anthony dan Rames (1992) menyatakan bahwa keefektivan dari sebuah kebijakan atau strategi

perusahaan merupakan fungsi dari tahap siklus hidup perusahaan. Teori siklus hidup selanjutnya menjelaskan bahwa pasar memiliki penilaian berbeda terhadap kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan, dimana reaksi pasar yang terjadi tergantung pada tahapan siklus hidup perusahaan tersebut. Anthony dan Rames (1992) membagi siklus hidup perusahaan menjadi tiga yaitu *growth* (bertumbuh), *mature* (dewasa) dan *stagnan*.

### **Kebijakan Investasi (*Investing Decision*)**

Kebijakan investasi adalah kebijakan yang terkait bagaimana perusahaan mengalokasikan dananya pada berbagai bentuk investasi. Investasi merupakan suatu tindakan mengeluarkan dana pada periode saat ini yang diharapkan untuk memperoleh arus kas masuk pada waktu-waktu yang akan datang. Menurut jangka waktunya investasi dibedakan menjadi dua yaitu investasi jangka pendek (investasi lancar) dan investasi jangka panjang (pengeluaran modal).

Investasi jangka pendek dapat terlihat dalam aktiva lancar sedangkan investasi jangka panjang atau pengeluaran modal dapat terlihat dari jenis-jenis aktiva tetap yang dimiliki perusahaan. Penelitian ini menggunakan investasi jangka panjang atau pengeluaran modal sebagai proksi kebijakan investasi. Pengeluaran modal dihitung dengan mengurangi aktiva tetap pada tahun sekarang dengan aktiva tetap tahun sebelumnya dibagi dengan aktiva tetap tahun sebelumnya (Uyara dan Tuasikal, 2003).

### **Kebijakan Pendanaan (*Financing Decision*)**

Pendanaan adalah upaya penyediaan dana yang akan digunakan perusahaan untuk membiayai investasinya. Kebijakan pendanaan adalah kebijakan tentang bagaimana sebuah perusahaan mendanai kegiatan operasional maupun investasinya. Pendanaan suatu perusahaan berdasarkan jenisnya dibagi menjadi dua yaitu modal asing, dan modal sendiri (Riyanto, 1995). Modal asing / utang, adalah modal yang bersumber dari luar perusahaan yang bersifat sementara didalam perusahaan, dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut harus dibayar kembali tanpa atau disertai bunga.

Modal Sendiri, merupakan modal yang bersumber dari dalam perusahaan yang dapat berasal dari pemilik perusahaan maupun laba ditahan. Penelitian ini menggunakan *debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi kebijakan pendanaan. DER atau sering disebut *leverage* dihitung dengan membandingkan antara hutang yang dimiliki perusahaan dengan modalnya. DER menggambarkan pilihan manajemen tentang sumber pendanaan yang akan digunakan untuk melakukan investasi. Semakin besar DER menandakan semakin besar proporsi hutang terhadap modalnya dan sebaliknya.

#### ***Investment Oportunity Set (IOS)***

*Investment oportunity set* adalah proksi dari kesempatan bertumbuh perusahaan. Myers (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan sebagai nilai total dari asset in place dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* (NPV) positif. Nilai perusahaan merupakan gabungan antara aktiva riil dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki potensi tumbuh tinggi diidentifikasi sebagai perusahaan yang mengalami peningkatan pada aktiva riilnya dan peningkatan pada peluang investasi yang ada. Gagasan dari Myers yang dikembangkan oleh Smith dan Wats (1992) mengimplikasikan nilai aset dan nilai kesempatan perusahaan untuk bertumbuh dimasa yang akan datang yang disebut dengan *the investment opportunity set (IOS)*.

Oleh karena IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, maka diperlukan suatu proksi untuk mewakilinya (Hartono, 1999). Berdasarkan faktor yang digunakan untuk mengukur nilai IOS maka proksi IOS dibagi menjadi tiga yaitu proksi berdasarkan harga, proksi berdasarkan investasi dan proksi berdasarkan varian. Penelitian ini hanya menggunakan satu proksi gabungan IOS yaitu proksi IOS berdasarkan investasi. Beberapa proksi IOS berdasarkan investasi yaitu rasio *investment to net sales*, rasio *capital expenditure to book value asset*, rasio *capital expenditure to market market value of asset*. Julianto (2003) yang meneliti IOS di Pasar Modal Indonesia menemukan bukti empiris

bahwa proksi gabungan IOS berdasarkan investasi memiliki korelasi yang paling kuat dengan realisasi pertumbuhan suatu perusahaan dibandingkan proksi gabungan IOS lainnya.

**Hipotesis Pengaruh Pengeluaran Modal Perusahaan Terhadap *Cumulative Abnormal Return* Pada Perusahaan Bertumbuh dan Tidak bertumbuh**

Reaksi investor terhadap informasi pengeluaran modal suatu perusahaan tergantung pada kualitas kesempatan investasi yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Investasi yang berkualitas adalah investasi yang dipandang oleh investor dapat memberikan keuntungan dimasa yang akan datang. Perusahaan bertumbuh memiliki lebih banyak kesempatan investasi menguntungkan dimasa depan, sehingga pengeluaran modal pada perusahaan bertumbuh akan direaksi positif oleh investor. Jones (2000) dan Chung *et all* menemukan bukti empiris bahwa pengeluaran investasi berpengaruh positif terhadap *abnormal return* suatu perusahaan. Berdasarkan bukti empiris tersebut maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut

H1a : Pengeluaran modal berpengaruh positif pada *Cumulative Abnormal Return* untuk perusahaan bertumbuh

Perusahaan tidak bertumbuh memiliki lebih sedikit peluang investasi yang menguntungkan dimasa depan. Investasi pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan akan mempengaruhi penilaian investor terhadap tingkat keuntungan yang diharapkan diperoleh dimasa yang akan datang. Investor memiliki persepsi bahwa investasi pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan adalah bentuk inefisiensi yang dilakukan oleh manajer, dan merupakan penundaan terhadap kesejahteraan mereka. Szewczyk (1996) dan Chung *et all* (1998) menemukan bukti bahwa pengeluaran modal berpengaruh negatif terhadap *return* saham suatu perusahaan. Berdasarkan bukti empiris tersebut maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut

H1b : Pengeluaran modal berpengaruh negatif pada *Cumulative Abnormal Return* untuk perusahaan tidak bertumbuh

**Hipotesis Pengaruh Perubahan Tingkat DER Terhadap *Cumulative Abnormal Return* Pada Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh**

Perusahaan bertumbuh membutuhkan dana yang lebih banyak untuk mengambil peluang investasi yang ada dimasa depan. Tingkat keuntungan dari investasi pada perusahaan bertumbuh dipandang investor lebih tinggi dibanding biaya hutang yang timbul akibat perusahaan memanfaatkan hutang sebagai sumber dana investasinya. Investor memandang membiayai investasi yang menguntungkan dengan hutang memiliki beberapa keunggulan yaitu kreditur memperoleh *return* yang terbatas sehingga tidak perlu berbagi dengan pemegang saham ketika kondisi bisnis sedang maju, disamping itu kontrol pemegang saham terhadap perusahaan tidak akan berkurang dibanding jika perusahaan menerbitkan saham baru. Susilowati dan Turyanto (2011) menemukan bukti empiris tingkat DER berpengaruh positif terhadap *return* saham Berdasarkan bukti empiris tersebut maka dapat dibuat hipotesis penelitian sebagai berikut :

H2a : Perubahan DER berpengaruh positif pada *Cumulative Abnormal Return* untuk perusahaan bertumbuh

Peningkatan DER akan menyebabkan tingkat keuntungan yang diharapkan investor dimasa depan dari investasi yang dilakukan semakin tinggi. Salah satu ciri perusahaan tidak bertumbuh adalah tingkat keuntungan yang rendah. Kenaikan tingkat keuntungan yang diharapkan investor tanpa diimbangi dengan kemungkinan untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi dimasa depan membuat perusahaan menjadi tidak bernilai bagi investor, akibatnya kenaikan DER akan membuat harga saham perusahaan tidak bertumbuh akan jatuh. Chai dan Zhang (2011), Shubiri (2010) menemukan bukti empiris bahwa DER berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* suatu perusahaan. Berdasarkan bukti empiris tersebut maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut

H2b : Perubahan DER berpengaruh negatif pada *Cumulative Abnormal Return* untuk perusahaan tidak bertumbuh

## METODE PENELITIAN

Populasi penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode tahun 2007-2011. Sampel penelitian dipilih menggunakan teknik non random sampling dengan kriteria perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang tergolong sebagai perusahaan manufaktur untuk periode tahun 2007-2011, mempublikasikan laporan keuangan auditan dan harga penutupan saham secara lengkap dan konsisten dan perusahaan manufaktur yang laporan keuangannya tidak mengalami kerugian dan equitas negatif.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini, dapat diidentifikasi sebagai berikut.

### 1) Variabel dependen yaitu *Cumulative abnormal return*

*Cumulative abnormal return* (CAR) adalah penjumlahan *abnormal return* suatu perusahaan selama periode amatan. *Abnormal return* terjadi ketika investor bereaksi terhadap suatu informasi atau peristiwa, akibat dari kenaikan atau penurunan harga saham. CAR dihitung menggunakan model sesuaian pasar (*market-adjusted model*) seperti dibawah ini

$$CAR_{i(-5,+5)} = \sum_{t=-5}^{+5} AR_{it} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan :

$CAR_{it}$  Adalah *abnormal return* komulatif perusahaan i selama periode amatan  $\pm 5$  hari dari publikasian laporan keuangan.

$AR_{it}$  Adalah *abnormal return* perusahaan i pada hari t, yang dihitung dengan menggunakan persamaan  $AR_{it} = R_{it} - R_{m_{it}}$ .

$R_{it}$  Adalah *return* harian yang dihitung dengan mengurangkan harga penutupan saham i pada hari ke t dengan harga penutupan saham i hari ke t-1

2) Variabel independen yaitu pengeluaran modal dan perubahan *debt equity ratio*

a. Pengeluaran Modal (PM<sub>it</sub>)

Pengeluaran modal merupakan proksi dari kebijakan investasi perusahaan, yang ditunjukkan dengan perubahan jumlah aktiva tetap perusahaan dibandingkan dengan periode sebelumnya. Pengeluaran modal dihitung menggunakan formulasi sebagai berikut.

$$PM_{it} = \frac{Aktiva\ Tetap_{it} - Aktiva\ Tetap_{it-1}}{Aktiva\ Tetap_{it-1}} \dots\dots\dots(2)$$

b. Perubahan *Debt to Equity Ratio* (DER<sub>it</sub>)

*Debt to equity ratio* (DER) merupakan proksi dari kebijakan pendanaan yang dihitung dengan membandingkan total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total equitasnya. Perubahan DER dihitung menggunakan formulasi sebagai berikut.

$$\Delta DER_{it} = \frac{DER_{it} - DER_{it-1}}{DER_{it-1}} \dots\dots\dots(3)$$

Sampel data yang telah dipilih menggunakan teknik purposive dipisahkan terlebih dahulu antara sampel perusahaan bertumbuh dan sampel perusahaan tidak bertumbuh. Pengelompokan sampel perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh didasarkan pada nilai proksi IOS berdasarkan investasi dengan formulasi seperti dibawah ini.

1) Rasio *investment to net sales* (IONS)

$$\frac{Investasi_{it}}{Penjualan\ Bersih_{it}} \dots\dots\dots(4)$$

2) Rasio *capital expenditure to book value assets* (CAPBVA)



$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}} \dots\dots\dots(5)$$

3) Rasio *capital expenditure to market value of assets* (CAPMVA)

$$\frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Tot Assets} - \text{Tot Ekuitas} + (\text{Saham Beredar} \times \text{H arga Saham})} \dots\dots\dots(6)$$

Langkah pertama adalah menghitung nilai masing-masing proksi IOS berbasis investasi untuk tiap sampel selama lima tahun (2007-2011), rata-rata masing-masing proksi ios berbasis investasi selanjutnya dianalisis dengan analisis faktor untuk memperoleh nilai skor faktor dari proksi gabungan IOS berbasis investasi. Dua puluh persen dari nilai skor faktor tertinggi yaitu 20% dari total sampel perusahaan dikelompokkan ke dalam perusahaan bertumbuh, dan dua puluh persen dari nilai skor faktor terendah yaitu 20% dari total sampel perusahaan akan dikelompokkan sebagai perusahaan tidak bertumbuh.

Dalam penelitian ini analisis linear berganda dilakukan pada masing-masing kelompok perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh untuk memperoleh bukti pengaruh kebijakan investasi, pendanaan terhadap *cumulative abnormal return* dalam setiap kelompok sampel. Persamaan regresi linear berganda dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{CAR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PM}_{it} + \beta_2 \Delta \text{DER}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(7)$$

Keterangan :

$\text{CAR}_{it}$  = *Cumulative abnormal return* perusahaan i pada periode t

$\text{PM}_{it}$  = Pengeluaran modal perusahaan i pada periode t

$\Delta \text{DER}_{it}$  = *Debt to equity ratio* perusahaan i pada periode t

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Nilai skor faktor yang dihasilkan dalam proses analisis faktor kemudian diberi peringkat, 20% sampel atau 13 perusahaan yang memiliki skor faktor tertinggi digolongkan dalam perusahaan bertumbuh, sedangkan 20% sampel atau 13 perusahaan yang memiliki skor faktor terendah digolongkan dalam perusahaan tidak bertumbuh. 13 perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh diamati selama 5 tahun (2007-2011) menghasilkan masing-masing 65 sampel perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran tentang karakteristik nilai suatu variabel yang diteliti.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

|                   | Perusahaan Bertumbuh |          | Perusahaan Tdk Bertumbuh |          |
|-------------------|----------------------|----------|--------------------------|----------|
|                   | Mean                 | Std Dev. | Mean                     | Std Dev. |
| CAR               | -0,121               | 148,661  | -5,592                   | 120,148  |
| Pengeluaran Modal | 0,438                | 1,281    | 0,089                    | 1,028    |
| ΔDER              | 0,138                | 0,494    | 0,055                    | 0,535    |

Tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata *cumulative abnormal return* (CAR) pada perusahaan bertumbuh yaitu sebesar -0,121 lebih tinggi daripada perusahaan tidak bertumbuh yaitu sebesar -5,592. Rata-rata pengeluaran modal (PM) pada perusahaan bertumbuh yaitu 0,438 lebih besar daripada perusahaan tidak bertumbuh yaitu sebesar 0,089. Rata-rata perubahan *debt equity ratio* pada perusahaan bertumbuh sebesar 0,138 lebih besar daripada perusahaan tidak bertumbuh sebesar 0,055.

### Uji Asumsi Klasik dan Analisis Regresi Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh

Untuk memenuhi asumsi klasik yaitu normalitas residual, dilakukan reduksi sampel yang memiliki nilai residual ekstrim sehingga menyisakan 59 sampel untuk diuji dengan analisis regresi berganda. Uji asumsi klasik dilakukan agar analisis regresi berganda menghasilkan hasil yang tidak bias, hasil uji asumsi klasik pada kelompok sampel perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh menunjukkan bahwa residual telah berdistribusi normal, tidak terdapat multikoleniaritas, tidak terjadi

autokolerasi, dan bebas dari heteroskedastisitas. Selanjutnya dilakukan analisis regresi linier berganda untuk masing-masing kelompok sampel, yang hasilnya dapat dilihat dalam tabel 2.

**Tabel 2. Hasil Uji Hipotesis Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh**

|     | Perusahaan Bertumbuh |        |       | Perusahaan Tidak Bertumbuh |        |       |
|-----|----------------------|--------|-------|----------------------------|--------|-------|
|     | Koef Regresi         | t      | Sig   | Koef Regresi               | t      | Sig   |
| PM  | 64,926               | 5,048  | 0,000 | -14,619                    | -0,945 | 0,349 |
| DER | -3,644               | -0,109 | 0,913 | -13,605                    | 0,458  | 0,649 |

Hipotesis H1a menyatakan bahwa pengeluaran modal (PM) berpengaruh positif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan bertumbuh. Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel pengeluaran modal (PM) memiliki t hitung sebesar 5,048 lebih besar daripada t tabel dengan derajat bebas (df) 57 pada tingkat signifikansi 5% yaitu 1,673. Oleh karena itu dapat disimpulkan hipotesis H1a diterima, artinya pengeluaran modal (PM) berpengaruh positif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan bertumbuh pada tingkat kepercayaan 95%. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Jones (2000) dan Chung et all (1998).

Hipotesis H1b menyatakan bahwa pengeluaran modal (PM) berpengaruh negatif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan tidak bertumbuh. Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel pengeluaran modal (PM) memiliki t hitung sebesar -0,945 lebih besar daripada t tabel dengan derajat bebas (df) 57 pada tingkat signifikansi 5% yaitu -1,673. Oleh karena itu dapat disimpulkan hipotesis H1b ditolak, artinya pengeluaran modal (PM) tidak berpengaruh negatif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan tidak bertumbuh pada tingkat kepercayaan 95%. Hasil penelitian ini bertentangan dengan temuan Szewczyk (1996) dan Chung et all (1998).

Hipotesis H2a menyatakan bahwa *debt equity ratio* (DER) berpengaruh positif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan bertumbuh. Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel *debt equity ratio* (DER) memiliki t hitung

sebesar -0,109 lebih kecil daripada t table dengan derajat bebas (df) 57 pada tingkat signifikansi 5% yaitu 1,673. Oleh karena itu dapat disimpulkan hipotesis H2a ditolak, artinya perubahan *debt equity ratio* (DER) tidak berpengaruh positif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan bertumbuh pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini bertentangan dengan temuan Susilowati dan Turyanto (2011).

Hipotesis H2b menyatakan bahwa perubahan *debt equity ratio* (DER) berpengaruh negatif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan tidak bertumbuh. Tabel 2 menunjukkan bahwa variable *debt equity ratio* (DER) memiliki t hitung sebesar 0,458 lebih besar daripada t table dengan derajat bebas (df) 57 pada tingkat signifikansi 5% yaitu -1,673. Oleh karena itu dapat disimpulkan hipotesis H2b ditolak, artinya perubahan *debt equity ratio* (DER) tidak berpengaruh negatif pada *cumulative abnormal return* (CAR) untuk perusahaan tidak bertumbuh pada tingkat kepercayaan 95%. Hasil penelitian ini bertentangan dengan temuan Chai dan Zhang (2011), Shubiri (2010).

### Uji Chow

Uji chow dilakukan untuk membuktikan apakah pengaruh pengeluaran modal pada *Cumulative abnormal return* (CAR) berbeda untuk perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hasil Uji chow dapat dilihat dalam tabel berikut ini.

**Tabel 3. Hasil Uji Chow**

| Kelompok Sampel                      | RSS1        | RSS2        | RSSr          | n   |
|--------------------------------------|-------------|-------------|---------------|-----|
| Bertumbuh                            | 879.697,917 |             |               | 59  |
| Tidak Bertumbuh                      |             | 824.383,920 |               | 59  |
| <b>Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh</b> |             |             | 1.949.467,546 | 118 |

Berdasarkan data yang diperoleh menggunakan program SPSS diatas, diperoleh nilai RSSur = 1.704.081,837 (RSS1 + RSS2) dan nilai F hitung dengan jumlah parameter (k) = 2, dan df = 114 (59+59-(2 x 2)) sebagai berikut.

$$F \text{ hitung} = (1.949.467,546 - (1.704.081,837) / 2$$

$$\frac{(1.704.081,837)}{(59 + 59 - (2 \times 2))}$$
$$= 5,472$$

Oleh karena nilai F hitung sebesar 5,472 lebih besar dari F tabel dengan  $k=2$ , dan  $df=114$  yaitu sebesar 3,08 maka dapat disimpulkan bahwa pengaruh pengeluaran modal pada *cumulative abnormal return* berbeda untuk perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

Hasil uji chow menunjukkan bahwa pengaruh pengeluaran modal pada *cummulative abnormal return* berbeda pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hasil ini sesuai dengan temuan Anthony dan Rames (1992) yang menyatakan bahwa investor akan memberikan apresiasi yang lebih tinggi terhadap pengeluaran modal pada perusahaan yang berada dalam tahap pertumbuhan. Hal ini didasarkan pada rasionalisasi ekonomi yang menyatakan bahwa perusahaan yang memaksimalkan pengeluaran modal pada tahap pertumbuhan akan menciptakan biaya tetap atau keunggulan permintaan dibandingkan pesaing, sehingga menciptakan *barier* kepada pesaing untuk masuk ke dalam pasar yang sama.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya maka dapat dirumuskan beberapa kesimpulan diantaranya :

1. Pengaruh pengeluaran modal pada *cumulative abnormal return* berbeda untuk perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Pengeluaran modal berpengaruh positif pada *comulativ abnormal return* untuk perusahaan bertumbuh, sedangkan untuk perusahaan tidak bertumbuh pengeluaran modal tidak berpengaruh pada *comulativ abnormal return*. Investor akan memberikan apresiasi yang lebih tinggi terhadap pengeluaran modal pada perusahaan yang berada dalam tahap pertumbuhan. Hal ini didasarkan pada rasionalisasi ekonomi yang menyatakan bahwa perusahaan yang memaksimalkan pengeluaran modal pada tahap pertumbuhan akan menciptakan biaya tetap atau keunggulan permintaan dibandingkan pesaing,

sehingga menciptakan *barier* kepada pesaing untuk masuk ke dalam pasar yang sama.

2. Perubahan *debt equity ratio* tidak berpengaruh pada *cumulative abnormal return* untuk perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Perubahan DER pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh kurang dipertimbangkan oleh investor dalam membuat keputusan investasi diduga disebabkan oleh rata-rata perubahan DER pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh yang relatif kecil sehingga kurang dipertimbangkan oleh investor dalam membuat keputusan investasi.

### **Saran**

Sebagai implikasi dari penelitian ini, peneliti memberikan saran sebagai berikut :

1. Bagi emiten dan manajemen perusahaan yang ingin memaksimalkan nilai perusahaan sebaiknya mempertimbangkan posisi perusahaan dalam siklus hidupnya ketika membuat kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan.
2. Bagi para akademisi yang ingin melakukan penelitian lebih lanjut mengenai topik yang sejenis dapat menggunakan variabel lain yang diduga bervariasi pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh seperti kebijakan dividen.
3. Penelitian ini hanya menggunakan satu proksi gabungan yaitu proksi gabungan ios berbasis investasi, penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi ios berbasis harga, proksi ios berbasis varian ataupun gabungan dari ketiganya, sebagai variabel untuk mengelompokkan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

### **REFERENSI**

- Anthony, J.H dan Ramesh, K. 1992. Association Between Accounting Performance Measures and Stock Price. *Journal of Accounting and Economics*. Volume 15 (1992): 203-227
- Ball, R dan Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Numbers. *Journal of Accounting Research*. volume 6 (Autum 1968): 159-178

- Bohl, M.T dan Korczak, 2003. Return Performance and Liquidity of Cross-Listed Central European Stocks. *Social Science Research Network*. May 30, 2003.
- Chai, J dan Zhang, Z. 2011. Leverage Change, Debt Overhang, and Stock Prices. *Journal of Corporate Finance*. Volume 17 (2011): 391-402
- Chung, Kee H., Wright, P., dan Charoenwong, C. 1998. Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions. *Journal of Banking & Finance*. Volume 22 (1998): 41-60
- Cooper, Donald R. 2006. *Business Research Methods*. 9th Edition. McGraw-Hill New York.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review Of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Volume 25 (May 1970): 383-417
- Fracassi, Cesare. 2008. Stock Price Sensitivity to Dividend Changes. *Social Science Research Network*. July 29, 2008
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi keempat. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Grullon, Gustavo., Michaely, Roni., dan Swaminathan, Bhaskaran. 2002. Are Dividend Change a Sign of Firm Maturity?. *Journal of Business*, volume 75 (2002).
- Hartono, J. 1999. Bias dari Penggunaan Model di MBAR. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Volume 14, No. 1: 28-36.
- Hartono, J. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Keenam. BPFE Yogyakarta.
- Jones, C.P. 1999. *Investment: Analysis and Management*. John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Jones, Edward A.E. 2000. Company Investment Announcements and The Market Value of The Firm. *Social Science Research Network*. 2000.
- Julianto, Agung Saputro. 2003. Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analysis. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.6 (Januari 2003): 69-92
- Kieso, Donald E., Weygandt, J.J., dan Warfield, T.D. 2002. *Akuntansi Intermediate*. Erlangga. Jakarta.
- Lai, S.C., Lin, Cecilia., Lee, Hung Chih., dan Frederick, H. Wu . 2007. An Empirical Study of the Impact of Internet Financial Reporting on Stock Prices. *Social Science Research Network*. September 13, 2007.
- Linck, James., Lopez, S. Thomas J., dan Rees, Lynn. 2006. The Valuation Consequences of Voluntary Accounting Changes. *Social Science Research Network*. Agustus 2006.
- Mishra, Asim. 2005. An Empirical Analysis of Market Reaction Around the Bonus Issues in India. *Social Science Research Network*. June 1, 2005.
- Morellec, E dan Hackbarth, D. 2006. Stock Returns in Mergers and Acquisitions. *Social Science Research Network*. March 3, 2006.

- Murtini, Umi. 2008. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*. Volume 4 (Februari 2008): 32-47
- Myers, S.C. 1997. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economic*. Vol.5 PP. 147-175
- Ongena, Viorel Roscovan., dan Werker, Bas J.M. 2007. Banks and Bonds: The Impact of Bank Loan Announcements on Bond and Equity Prices. *Social Science Research Network*. February 15, 2007.
- Park, C.W dan Pincus, Morton. 2001. Internal versus Eksternal Equity Funding Sources and Earnings Response Coefficients. *Review of Quantitative Finance and Accounting* (January 2001): 33-52
- Riyanto, B. 1995. *Dasar-Dasar pembelanjaan Perusahaan*. Edisi ke 4. BPFE Yogyakarta.
- Scott, J. Whisenant., Sankaraguruswamy, Srinivasan., dan Raghunandan, K. 2001. Market Reactions to Disclosure of Reportable Events. *Social Science Research Network*. December 14, 2001.
- Scott, W.R. 1997. *Financial Accounting Theory*. Prentice-Hall international, Inc. New Jersey.
- Setiati, Fita dan Kusuma, Indra Wijaya. 2004. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Koefisien Rspn Laba Pada Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh. *Simposium Nasional Akuntansi IV*. Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Shubiri, Faris N.A. 2010. Capital Structure and Value Firm: an emperical amalysis of abnormal returns. *Economia, Seria Management*. Vol.13, Nr. 2/2010.
- Sugiyono. 2007. *Metode Penelitian Bisnis*, Cetakan ke-10. Alfabeta: Bandung.
- Susilowati, Yeye dan Turyanto, Tri. 2011. Reaksi Signal rasio Profitabilitas dan Rasio Solvabilitas Terhadap Return Saham Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Mei 2011: 17-37
- Suwardjono. 2005. *Teori Akuntansi: Perencanaan Laporan Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.
- Szewczyk, Samuel H., Tsetsekos, George P., dan Zantout, Zaher. 1996. The Evaluation of Corporate R&D Expenditure: Evidence from Investment Oppotunities and Free Cash Flow. *Financial Management* : pp. 105-10