

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Tugas manajer keuangan adalah mengambil keputusan investasi, pendanaan, dan likuiditas (Hanafi, 2011). Keputusan terpenting yang dibuat perusahaan adalah keputusan investasi (Van Horne & Wachowicz, 1997). Keputusan investasi mencakup usulan kesempatan investasi dan pemilihan investasi. Di seluruh dunia, perusahaan yang sukses adalah perusahaan yang dapat mengembangkan program yang efektif dalam mengusulkan kesempatan investasi dan memilih proyek investasi yang paling menjanjikan dari kesempatan investasi yang tersedia (Megginson, 1997). Oleh karena itu, maka keputusan investasi merupakan keputusan yang sangat penting. Tujuan keputusan investasi sendiri adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, dengan tingkat risiko tertentu (Hanafi, 2011). Keputusan investasi berguna dalam memenuhi kepentingan pemegang saham, yakni memaksimalkan nilai pasar kekayaan pemegang saham (Fama & Jensen, 1985).

Oleh karena adanya kebutuhan akan investasi, maka perusahaan harus menentukan kebutuhan dana (Hanafi, 2011). Kebutuhan dana dapat dipenuhi dengan pendanaan internal maupun pendanaan eksternal (utang dan saham). Menurut teori *pecking order*, perusahaan lebih memilih pendanaan internal (laba ditahan dan depresiasi) dibandingkan pendanaan eksternal yang berupa utang atau saham (Megginson, 1997). Hal ini dikarenakan dana internal bebas dari biaya asimetri informasi seperti layaknya pendanaan utang dan saham (Hanafi, 2011).

Asimetri informasi terjadi antara manajer dengan investor, dimana manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibanding

investor (Myers & Majluf, 1984). Jika pendanaan eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan lebih memilih pendanaan utang dibandingkan pendanaan saham (Myers & Majluf, 1984). Hal ini disebabkan asimetri informasi utang lebih kecil dibandingkan saham, karena utang mempunyai pendapatan tetap (bunga utang), maka ketidakpastian pendapatan utang lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian pendapatan saham (Hanafi, 2011).

Pendanaan internal yang dibiayai oleh laba ditahan erat kaitannya dengan kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan kebijakan dividen menyangkut keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembayaran investasi dimasa yang akan datang (Sartono, 2001). Menurut Sartono (2001), apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Sementara pendanaan utang berkaitan dengan kebijakan utang/*leverage*, dengan kata lain sejauh mana utang digunakan untuk membiayai investasi. Oleh karena itu, bagi perusahaan publik, keputusan investasi memiliki konsekuensi pada keputusan pendanaan yang termasuk didalamnya kebijakan dividen dan kebijakan utang.

Sementara bagi investor, keputusan investasi yang dilakukan perusahaan mencerminkan prospek bertumbuh. Keputusan investasi berhubungan dengan seberapa besar kesempatan investasi (*investment opportunity*) yang terdapat dalam proyek-proyek investasi dan kemudian menganalisis pilihan investasi. Tetapi dikarenakan adanya asimetri informasi antara investor dan manajer, sehingga investor tidak mengetahui seberapa baik perusahaan memiliki kesempatan investasi. Oleh karena itu, menurut teori *signaling*, perusahaan harus memberikan sinyal

kepada investor perusahaannya dipercaya memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Manajer dapat menggunakan utang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih *credible* (Hanafi, 2011). Perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang (Hanafi, 2011). Sama halnya dengan utang, dalam teori *signaling*, dividen digunakan sebagai sinyal bagi prospek perusahaan di masa datang (Sartono, 2001). Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat tersebut bisa dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen (Hanafi, 2011).

Selain teori *pecking order* dan *signaling*, teori struktur modal lainnya yang terkait kesempatan investasi dan struktur modal adalah teori agensi. Menurut teori agensi, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan (Hanafi, 2011). Menurut Hanafi (2011), terdapat beberapa konflik agensi yang dapat terjadi, konflik tersebut yaitu konflik antara pemegang saham dengan manajer, konflik antara pemegang saham dengan pemegang utang, dan konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.

Salah satu sumber konflik agensi yang terjadi antara pemegang utang dan pemegang saham yaitu *underinvestment* dan aset substitusi (Sugiarto, 2009). *Underinvestment* terjadi ketika perusahaan dengan sejumlah obligasi yang ada memiliki insentif untuk menolak proyek yang mempunyai *net present value* (NPV) positif karena manfaat dari diterimanya proyek tersebut akan menjadi kewajiban yang harus dibayarkan pada pemegang utang di masa yang akan datang (Smith & Warner, 1979). Oleh karena itu, menurut teori agensi, jika kesempatan investasi yang

dimiliki perusahaan meningkat, maka seharusnya tidak menggunakan utang sebagai sumber pendanaan.

Menurut Hanafi (2011), konflik antara pemegang saham dengan manajer erat kaitannya dengan konsep *free-cash flow* yang dikembangkan oleh Jensen (1985). *Free-cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan *net present value* (NPV) positif didanai (Hanafi, 2011). *Cash-flow* (aliran kas) perusahaan berhubungan dengan investasi dan dividen (Smith & Watts, 1992). Dalam Smith & Watts (1992) diterangkan menurut Jensen (1986), perusahaan dengan kesempatan bertumbuh yang besar mempunyai *free-cash flow* (aliran kas bebas) yang rendah dan akan membayar dividen lebih rendah.

Mengingat pentingnya hubungan antara kesempatan investasi dan struktur modal terutama kebijakan dividen dan kebijakan utang, maka banyak penelitian yang menghubungkan kesempatan investasi dengan struktur modal. Beberapa penelitian berusaha menghubungkan kesempatan investasi dengan kebijakan utang dan juga menghubungkan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. Tabel I menunjukkan ketidak-konsistenan penelitian terdahulu mengenai arah pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan utang dan dividen.

Tabel I
Ketidak-konsistenan Hasil Temuan Terdahulu Mengenai Pengaruh
Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen

No	Nama Peneliti	Tahun	Kebijakan Utang	Kebijakan Dividen
1	Long & Malitz	1985	Negatif	n.a.
2	Smith & Watts	1992	Negatif	Negatif
3	Skinner	1993	Negatif	n.a.
4	Lang et al	1996	Negatif	n.a.
5	Gul & Kealey	1999	Negatif	Negatif
6	Jaggi & Gul	1999	Negatif	n.a.
7	Kallapur & Trombley	1999	Positif	Negatif
8	Abbott	2001	n.a.	Negatif
9	Jones & Sharma	2001	Positif	Negatif
10	Ahn et al	2006	Negatif	n.a.
11	Al-Malkawi	2008	n.a.	Negatif
12	Antoniou et al	2008	Negatif	n.a.
13	Bae	2009	Negatif	n.a.
14	Abor & Bokpin	2010	n.a.	Negatif
15	Subramaniam & Shaiban	2011	n.a.	Negatif
16	Subramaniam et al	2011	n.a.	Negatif
17	Basiddiq & Hussainey	2012	n.a.	Positif
18	Chow et al	2012	n.a.	Negatif
19	Ardestani et al	2013	n.a.	Positif

1.2. Rumusan Masalah

Mengacu pada Kallapur & Trombley (1999), maka terdapat tiga proksi atas kesempatan investasi, yaitu *price-based proxy*, *investment-based proxy*, dan *variance measure*. Berangkat dari ketidakkonsistenan hasil riset, maka penelitian berusaha untuk mengidentifikasi proksi yang paling baik mencerminkan kesempatan investasi. Berdasarkan uraian latar belakang, maka ada beberapa pokok yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Dimensi mana yang paling baik menggambarkan kesempatan investasi?
2. Apakah dimensi yang paling baik menggambarkan kesempatan investasi tersebut berpengaruh terhadap kebijakan utang?

3. Apakah dimensi yang paling baik menggambarkan kesempatan investasi tersebut berpengaruh terhadap kebijakan dividen?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka tujuan yang ingin dicapai adalah:

1. Untuk menguji dan menganalisis dimensi mana yang paling baik menggambarkan kesempatan investasi.
2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh dimensi yang paling baik menggambarkan kesempatan investasi tersebut terhadap kebijakan utang.
3. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh dimensi yang paling baik menggambarkan kesempatan investasi tersebut terhadap kebijakan dividen.

1.4. Kegunaan Penelitian

Setelah mengetahui tujuan dari penelitian seperti yang sudah diuraikan di atas maka diharapkan penelitian ini akan berguna, bagi kalangan sebagai berikut:

1. Bagi akademisi: Penelitian ini dapat menambah kepustakaan yang diharapkan mampu menjadi bahan masukan bagi penelitian selanjutnya. Penelitian ini diharapkan dapat memacu para peneliti untuk terus mengembangkan penelitian dalam bidang kesempatan investasi, kebijakan dividen dan kebijakan utang mengingat masih sedikitnya penelitian di Indonesia yang membahas tentang kesempatan investasi dan proksi yang menggambarkannya serta hubungannya dengan kebijakan dividen dan kebijakan utang.

2. Bagi investor: Penelitian ini dapat menjadi masukan bagi investor dalam pertimbangan berinvestasi dalam suatu perusahaan. Adanya asimetri informasi antara investor dengan manajer perusahaan membuat perlunya investor mengamati bagaimanakah perilaku perusahaan ditinjau dari kebijakan utang dan kebijakan dividennya yang didasarkan pada kesempatan investasi yang berlaku pada perusahaan di Indonesia. Dengan mengamati perilaku perusahaan, diharapkan menjadi masukan bagi investor untuk dapat berinvestasi pada perusahaan yang tepat sehingga dapat memberikan keuntungan yang maksimal bagi investor.