

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar belakang

Suatu perusahaan selalu membutuhkan modal baik untuk pembukaan bisnis maupun dalam pengembangan bisnisnya. Dalam menjalankan bisnisnya harus memperhatikan dua unsur keputusan, yaitu keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Keputusan investasi adalah keputusan yang diambil perusahaan dalam kegiatan operasionalnya untuk mendapatkan keuntungan yang optimal. Perusahaan biasanya menanamkan investasi pada proyek dengan prospek yang menjanjikan. Perusahaan juga harus mengamati periode investasi tersebut agar tingkat likuiditas perusahaan berada pada tingkat yang optimal. Sedangkan keputusan pendanaan adalah keputusan yang dibuat perusahaan dalam mendapatkan pendanaannya yang berkaitan dengan komposisi hutang, saham preferen dan saham biasa, dengan mempertimbangkan biaya dan jangka waktu dari pendanaan tersebut (Husnan, 1998); (Arief, 2011).

Perusahaan harus membuat keputusan pendanaan. Tujuannya adalah merencanakan investasi dengan pembentukkan struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal sehingga dapat memaksimalkan tujuan perusahaan yaitu kemakmuran dan kesejahteraan pemegang saham. Namun perbedaan karakteristik antar perusahaan menyulitkan perusahaan untuk menetapkan struktur modal yang ideal bagi perusahaan tersebut. Struktur modal menjadi masalah yang sangat penting bagi perusahaan karena baik buruknya struktur modal akan dapat

mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan yang pada akhirnya juga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan penting untuk mendukung keputusan investasi terutama dalam menentukan sumber-sumber dana yang akan dipilih dan dimanfaatkan oleh perusahaan. Dalam menentukan sumber dana mana yang akan di pilih, perusahaan harus memperhitungkan dengan matang agar di peroleh kombinasi struktur modal yang optimal. Perusahaan yang mempunyai struktur modal yang optimal, sesuai dengan target dan karakter perusahaan akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal pula. Sumber dana meliputi sumber dana internal dan eksternal. Sumber dana internal berasal dari laba yang ditahan sedangkan sumber dana eksternal berupa hutang dan penerbitan saham. Terlalu banyak hutang akan dapat menghambat perkembangan perusahaan yang juga akan membuat pemegang saham berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya.

Pecking order theory (Donaldson, 1961) yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984 mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal apabila sumber pendanaan internal tidak mencukupi. Urutan sumber pendanaan menurut teori ini yaitu laba ditahan, hutang, hutang obligasi, saham preferen, serta yang terakhir adalah penerbitan saham biasa. Urutan pendanaan ini didasarkan pada tingkat resiko atas keputusan penggunaan dana tersebut. Pemilihan ini juga dikaitkan dengan biaya atas sumber pendanaan mulai dari yang termurah hingga termahal (Sartono, 2010).

Ada dua alasan mengapa dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri. Pertama, adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun. Hal ini kemungkinan terjadi karena adanya asimetri informasi antara pihak manajer dengan pihak modal.

Teori ini kemudian diperkuat lagi dengan penelitian yang dilakukan oleh Shyam-Sunder, Lakshmi dan Stewart C. Myers (1999); (Hardiningsih & Oktaviani, 2012). Mereka secara sederhana menjelaskan *pecking order model* sebagai berikut: ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup untuk mendanai investasi riil dan membayar dividen, perusahaan akan menerbitkan hutang.

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya hutang dalam sumber pendanaannya yang berguna untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan (Gusti, 2013). Hutang merupakan salah satu sumber pendanaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk mendanai kegiatan perusahaan. Hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi. Hutang merupakan sumber dana yang berasal dari kreditur. Hutang akan memberikan dampak pendisiplinan bagi manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang tersedia. Kebijakan hutang berfungsi mengontrol manajer dalam mengelola perusahaan (Munawir, 2004).

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil perusahaan apakah akan membagikan laba yang diperoleh kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau menyimpannya dalam bentuk laba ditahan. Kebijakan pembayaran dividen akan mempunyai konsekuensi pada periode-periode berikutnya. Pembayaran dividen kepada pemegang saham akan meningkatkan kebutuhan dana periode berikutnya. Menurut Modigliani-Miller, manajemen perusahaan akan berusaha mempertahankan atau meningkatkan tingkat dividen yang telah dibayarkan untuk mempertahankan nilai perusahaan di mata para pemegang saham. Manajer cenderung enggan mengurangi dividen karena khawatir hal ini dianggap sebagai sinyal negatif oleh pasar, yaitu sebagai tanda bahwa prospek perusahaan menurun (Sartono, 2010).

Pembayaran dividen akan menimbulkan biaya yang mana arus kas yang berasal dari sumber internal tidak layak lagi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan. Hal ini mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan dari pihak eksternal untuk mengisi kembali dana yang sudah digunakan untuk pembayaran dividen (Holder *et al.*, (1998); (Karsana, 2004). Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar akan memerlukan tambahan dana maka untuk membiayai investasinya perusahaan menggunakan hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi hutang. Ini sesuai dengan *pecking order theory* yang mengatakan bahwa ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup untuk mendanai investasi riil, perusahaan akan menerbitkan hutang.

Penelitian-penelitian terdahulu juga melihat hubungan antara kebijakan dividen dengan hutang. Nuraini, Adibah (2016) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Masruroh, dkk (2011) dan Laksono, Handi (2014) dalam penelitian menemukan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun Sheisarvian, dkk (2015) dan Larasati, Eva (2011) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Aliran kas bebas adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas merupakan salah satu sumber konflik antara manager dan pemegang saham. Pemegang saham menginginkan agar sisa dana dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Sedangkan manager lebih menyukai untuk menginvestasikan dana yang tersedia pada proyek-proyek yang menguntungkan dengan harapan dapat menambah insentif bagi manager di masa yang akan datang (Fitriyah dan Dina, 2011). Salah satu mekanisme untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan antara manager dengan pemegang saham terkait aliran kas bebas adalah hutang.

Menurut Jensen (1986) bahwa dengan adanya hutang, manager perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas pokok dan bunga pinjaman. Hal ini bisa mengurangi keinginan manager untuk menggunakan aliran kas bebas untuk kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Dengan adanya perjanjian hutang, manager akan merasa aktivitasnya diawasi atau dibatasi, sehingga mereka akan cenderung lebih hati-hati menggunakan aliran kas bebas yang berada di bawah tanggung

jawabnya. Hutang digunakan sebagai alternatif dalam penyelesaian konflik keagenanan ini didasarkan pada *pecking order theory* yang menyatakan bahwa biaya emisi yang paling murah adalah hutang. Oleh karena itu hutang berfungsi sebagai alat untuk mengontrol manajer dalam mengelola aliran kas bebas.

Penelitian tentang hubungan antara aliran kas bebas dengan tingkat hutang pernah dilakukan oleh Agarwal dan Jayaraman (1994) menemukan bahwa aliran kas bebas berhubungan positif dengan kebijakan hutang (Karsana, 2004). Hasan (2014) dan Gusti (2013) dalam penelitiannya menemukan bahwa aliran kas bebas mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, hasil yang sama juga disimpulkan oleh Indahningrum dan Ratih (2009). Wirjono, Endang (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa aliran kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun Nasrizal & Tika (2011) dan Nunun, Rizqiyah (2011) menemukan hasil berbeda di mana aliran kas bebas mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu, yang mana berhubungan dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menahan labanya lebih besar. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan lebih senang menggunakan laba ditahan sebelum menggunakan hutang (Sartono, 2010). Tingkat profitabilitas yang tinggi akan mendorong para manajer untuk memberikan informasi yang lebih terinci, sebab mereka ingin meyakinkan para investor, bahwa perusahaan mampu menghasilkan profitabilitas yang baik, yang pada akhirnya akan meningkatkan kompensasi terhadap manajemen. Profit yang

diperoleh perusahaan bisa merupakan dana yang tersedia untuk melakukan investasi ataupun dibagi kepada para pemegang saham.

Myers (1984) menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order theory* untuk keputusan pendanaan. *Pecking order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan utama kemudian diikuti dengan hutang dan ekuitas. *Pecking order theory* menjelaskan perusahaan yang memiliki keuntungan tinggi justru memiliki tingkat hutang rendah. Hal ini karena perusahaan tidak membutuhkan pendanaan eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi. Penelitian-penelitian terdahulu juga melihat hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang. Hardiningsih dan Rachmawati (2012) dalam penelitian menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Namun Indahningrum dan Ratih (2009), Beny (2013) dan Junaidi (2013) dalam penelitian menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian latar belakang dan adanya ketidakkonsistenan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu, peneliti hendak menguji kembali hubungan variabel-variabel tersebut dengan menambahkan variabel moderasi. Variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah set kesempatan investasi (SKI). Pemilihan variabel set kesempatan investasi dalam penelitian ini mengutip pernyataan Kallapur dan Trombly (1999) bahwa set kesempatan investasi merupakan karakteristik penting perusahaan dan sangat mempengaruhi cara pandang manager, pemilik, investor dan kreditor terhadap perusahaan. Adam dan

Goyal (2006) juga mengatakan bahwa set kesempatan investasi mempunyai peranan yang penting dalam kebijakan keuangan perusahaan. Berbagai riset juga telah membuktikan bahwa nilai perusahaan yang tinggi yang dinyatakan dengan set kesempatan investasi cenderung mempengaruhi kebijakan perusahaan seperti pendanaan, dividen, akuntansi, kompensasi eksekutif, struktur modal dan sebagainya (Gaver dan Gaver dan Smith and Watts (1993); (Karsana, 2004). Penambahan variabel set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini diharapkan dapat memperkuat hubungan antara kebijakan dividen, aliran kas bebas, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2015. Maka dari itu peneliti mengambil judul: **PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, ALIRAN KAS BEBAS DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN SET KESEMPATAN INVESTASI SEBAGAI VARIABEL MODERATING (STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN MANUFAKTUR PADA BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2011-2015).**

1.2 Rumusan masalah

Berdasarkan latarbelakang yang dijelaskan diatas maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang ?
2. Apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan hutang ?
3. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang ?
4. Apakah set kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang ?
5. Apakah set kesempatan investasi memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang ?
6. Apakah set kesempatan investasi memoderasi hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan hutang ?
7. Apakah set kesempatan investasi memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang ?

1.3 Tujuan dan manfaat penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Dari rumusan masalah di atas, dapat diketahui bahwa tujuan penelitian adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis dan mencari bukti empiris pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang
2. Untuk menganalisis dan mencari bukti empiris pengaruh aliran kas bebas terhadap kebijakan hutang

3. Untuk menganalisis dan mencari bukti empiris pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang
4. Untuk menganalisis dan mencari bukti empiris pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan hutang
5. Untuk menganalisis dan mencari bukti empiris pengaruh set kesempatan investasi sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang
6. Untuk menganalisis dan mencari bukti empiris pengaruh set kesempatan investasi sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan hutang
7. Untuk menganalisis dan mencari bukti empiris pengaruh set kesempatan investasi sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang

1.3.2 Manfaat penelitian

Dengan tujuan diatas penelitian diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut:

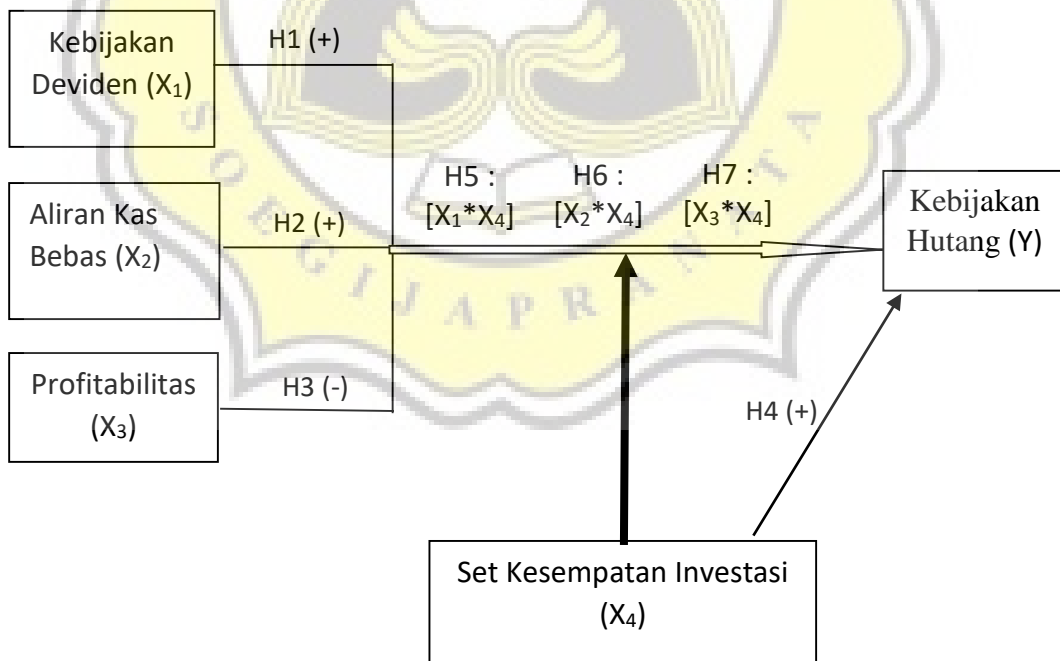
1. Bagi peneliti :
 - a. memperkaya pengetahuan dan wawasan mengenai pengaruh kebijakan deviden, aliran kas bebas, profitabilitas dan set kesempatan investasi terhadap kebijakan hutang.
 - b. memperkaya pengetahuan dan wawasan terkhususnya mengenai pengaruh kebijakan deviden, aliran kas bebas dan profitabilitas

terhadap kebijakan hutang dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderating.

2. Bagi investor, dengan penelitian ini dapat menambah informasi bagi para investor di pasar modal dalam pertimbangan untuk mengambil keputusan untuk berinvestasi.
3. Bagi akademis dan peneliti selanjutnya, dengan penelitian ini memberikan informasi dan referensi tambahan untuk penelitian selanjutnya.

1.4 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan landasan teori yang dijelaskan di atas, maka dibuat kerangka pemikiran sebagai berikut :



Gambar 1.1 Kerangka Pikir

Sebuah perusahaan harus membuat keputusan kebijakan pendanaan dan investasi dengan tepat agar dapat memaksimalkan tujuan perusahaan, yaitu kemakmuran dan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan dapat memilih menggunakan sumber pendanaan internal maupun pendanaan eksternal. Menurut *pecking order theory*, ketika pendanaan internal tidak mencukupi perusahaan cenderung memilih pendanaan eksternal berupa hutang karena biayanya lebih murah. Dalam penelitian ini, ada beberapa variabel yang diduga mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yaitu, kebijakan dividen, kondisi aliran kas bebas perusahaan, dan profitabilitas.

Penelitian ini juga menambahkan variabel moderasi, yaitu set kesempatan investasi. Pemilihan variabel set kesempatan investasi dalam penelitian ini mengutip pernyataan Kallapur dan Trombly (1999) bahwa set kesempatan investasi merupakan karakteristik penting perusahaan dan sangat mempengaruhi cara pandang manager, pemilik, investor dan kreditor terhadap perusahaan. Adam dan Goyal (2006) juga mengatakan bahwa set kesempatan investasi mempunyai peranan yang penting dalam kebijakan keuangan perusahaan.

Penelitian diatas menggunakan alat uji regresi linier berganda dan *moderated regression analysis* (MRA). Regresi linier berganda digunakan untuk mengukur pengaruh antara lebih dari satu variabel predictor (variabel bebas) terhadap variabel terikat. Sedangkan MRA menggunakan pendekatan analitik yang mempertahankan integritas sampel dan memberikan dasar untuk mengontrol pengaruh variabel moderator.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini terbagi menjadi 5 bab yaitu:

BAB I: PENDAHULUAN

Bab ini berisikan latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, kerangka pikir penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II: LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bab ini berisikan landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini dan penelitian terdahulu, beserta pengembangan hipotesis yang akan menguraikan berbagai teori, konsep, dan penelitian sebelumnya yang relevan sampai dengan hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini.

BAB III: METODE PENELITIAN

Bab ini berisikan metode penelitian yang mencakup populasi dan sampel penelitian, sumber dan jenis data yang akan digunakan dalam penelitian, metode pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel yang diperlukan dalam penelitian ini, alat analisis data.

BAB IV: HASIL DAN ANALISIS

Bab ini berisikan hasil analisis data dan interpretasi hasil sesuai dengan teknik analisis yang digunakan

BAB V: PENUTUP

Bab ini berisikan penutup yang terdiri dari kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan, keterbatasan penelitian, dan saran bagi penelitian selanjutnya.