

BAB 1

PENDAHULUAN

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Permasalahan

Perusahaan melakukan pendanaan berdasarkan kebutuhan, dan strategi yang diterapkan. Kebutuhan dana dapat dipenuhi dari penerbitan saham, obligasi, dan laba yang ditahan. Dana yang diperoleh akan dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional, serta melakukan investasi yang diperlukan. Penggunaan hutang dapat memberikan manfaat penghematan pajak, namun semakin besar hutang yang digunakan akan meningkatkan resiko keuangan.

Dibandingkan penerbitan saham baru, penggunaan hutang akan meningkatkan *return on equity*. Jika hutang yang digunakan meningkatkan resiko, maka akan menyebabkan keengganan investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Investasi merupakan hal yang penting untuk meningkatkan kompetensi perusahaan yang pada akhirnya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sering terdapat argumentasi bahwa manajer seringkali memiliki informasi yang lebih baik daripada investor luar, sehingga terjadilah informasi asimetris.

Dalam teori keuangan modern ada suatu kekosongan atau jurang pemisah dalam kebijakan penerbitan hutang perusahaan. Teori seharusnya dapat menjelaskan mengapa penghematan pajak yang diakibatkan dari penggunaan hutang tidak mendorong perusahaan untuk meminjam sebanyak mungkin. Teori seharusnya menjelaskan mengapa beberapa perusahaan meminjam lebih banyak

daripada yang lain, mengapa beberapa meminjam dalam jangka pendek, sedangkan lainnya dengan instrumen jangka panjang.

Sejumlah pemikiran telah dikemukakan untuk mengisi kekosongan ini. Modigliani dan Miller telah menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan menjaga kapasitas kemampuan meminjam walaupun kebutuhan akan fleksibilitas tidak jelas dalam pergerakan pasar modal. Mereka menyandarkan pada keuntungan inkremental penghematan pajak dari peminjaman akan semakin menurun seiring dengan makin banyaknya hutang yang diterbitkan dan perlindungan bunga pajak semakin tidak pasti. Mereka dan peneliti lain juga memberikan catatan bahwa pajak individu – khususnya perbedaan antara tingkat pajak dalam *capital gain* dan tingkat pajak untuk pendapatan biasa – mengurangi keuntungan pajak dari peminjaman perusahaan secara teoritis.

Miller (1977) telah merepresentasikan suatu model di mana keuntungan tersebut sepenuhnya hilang. Miller (1977) selain mempertimbangkan unsur pajak penghasilan perusahaan juga mempertimbangkan pajak perseorangan (dengan asumsi pajak perseorangan progresif) yang diperoleh dari hutang dalam kondisi ekuilibrium kembali mendukung studi Modigliani dan Miller pertama kali dikemukakan pada tahun 1958. Teori Modigliani dan Miller yang pertama juga mendapat dukungan empiris dari studi Black dan Scholes pada tahun 1974 (dalam Chang dan Rhee, 1990). Argumentasi ini dikenal dengan *Capital Structure Irrelevance Theory*.

Argumen tersebut menjelaskan keengganan perusahaan untuk meminjam sebanyak mungkin. Durrand (1959) mengemukakan bahwa kebijakan hutang

perusahaan mungkin merefleksikan ketidaksempurnaan pasar modal. Ada kemungkinan manajer-manajer menghindari rasio hutang yang tinggi dalam usaha untuk melindungi pekerjaan dan kemakmuran mereka (Donaldson, 1961).

Jika pendapat Miller (1977) benar, dan pajak tidak relevan pilihan hutang-ekuitas perusahaan, selanjutnya harus dicari alasan lain untuk menjelaskan penggunaan hutang oleh perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) melakukan penelitian tentang biaya keagenan dan struktur modal yang optimal. Kebijakan investasi yang suboptimal merupakan suatu biaya keagenan dengan memasukkan hutang yang beresiko. Bagaimanapun juga, biaya khusus ini tidak diberi perhatian khusus oleh Jensen dan Meckling.

Pecking Order Theory mendasarkan urutan pendanaan dimulai dari laba internal, hutang, dan paling akhir adalah penerbitan ekuitas baru. Penelitian yang dilakukan oleh Donaldson (1961) dengan mengambil sampel dari perusahaan besar menemukan bahwa pihak manajemen sangat menyukai pendanaan internal, kecuali adanya kebutuhan dana yang tidak dapat dihindarkan. Myers (1984a) menyimpulkan bahwa untuk perusahaan non-keuangan pada periode 1973-1982 (di Amerika Serikat) cenderung menggunakan hutang apabila membutuhkan pendanaan eksternal. Saham baru yang dikeluarkan tidak pernah melebihi enam persen dari pendanaan eksternal.

Fisher Separation Theorem secara tegas memisahkan keputusan investasi dengan keputusan pendanaan (Copeland *et al.*, 2005:18). Pada tahap pertama, manajemen mempertimbangkan prospek perusahaan yang akan datang dalam konteks keputusan investasi (penggunaan dana). Pada tahap selanjutnya

manajemen akan memutuskan dari mana sumber pendanaan dapat diperoleh. Hal ini dikarenakan prospek perusahaan tidak secara eksplisit diketahui oleh investor luar, maka mereka berusaha menebak perilaku manajer dalam memilih jenis sumber pendanaan sebagai indikator prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pengetahuan manajemen bahwa kebijakan pendanaan akan mendapat reaksi dari pasar akan mengakibatkan adanya implikasi mengenai kejujuran manajemen dalam menyampaikan sinyal informasi tentang prospek perusahaan.

Myers (1984a) berpendapat bahwa:

1. Perusahaan mempunyai alasan yang tepat untuk menghindari investasi riil dengan menerbitkan saham biasa atau sekuritas lain yang beresiko.
2. Perusahaan menetapkan sasaran rasio pembayaran deviden sehingga tingkat investasi ekuitas yang wajar dapat didanai dari perkembangan dana internal.
3. Perusahaan juga dimungkinkan untuk merencanakan pengeluaran investasi yang wajar dengan melakukan peminjaman baru.
4. Karena sasaran rasio pembayaran dividen tidak mudah berubah, dan peluang investasi berfluktuasi secara relatif terhadap arus kas internal, perusahaan akan meningkatkan kemampuan berhutang untuk menerbitkan hutang yang aman dari waktu ke waktu.

Pasar Modal Indonesia mengalami pertumbuhan yang sangat signifikan dari tahun 2001 – 2004 mengalami pertumbuhan yang sangat signifikan. Indeks Harga Saham Gabungan tumbuh dari 392,03 pada tahun 2001 menjadi 1000,23 pada tahun 2004. Peningkatan stabilitas di bidang politik, keamanan, dan ekonomi telah mendorong peningkatan konduktivitas iklim bisnis, dan investasi di tanah air.

Hal ini secara langsung maupun tidak langsung telah mendorong pertumbuhan industri pasar modal ke tingkat yang diharapkan oleh semua pihak. Hampir seluruh indikator bursa mengalami peningkatan yang sangat berarti. Indeks pada akhir tahun 2004 merupakan indeks perdagangan tertinggi sepanjang sejarah Pasar Modal Indonesia sampai dengan tahun 2004.

Selaras dengan peningkatan indeks tersebut, nilai kapitalisasi pasar di BEJ meningkat dari Rp 239,26 milyar pada tahun 2001 menjadi Rp 679,95 milyar pada tahun 2004. Nilai kapitalisasi pada periode ini terus meningkat pada tahun 2002 sebesar Rp 268,42, dan Rp 460,95 pada tahun 2003. Nilai IPO tertinggi selama periode 2001 – 2004 sebesar Rp 7.508,64 milyar pada tahun 2003. Nilai penerbitan obligasi juga mencapai nilai tertinggi pada tahun 2003 sebesar Rp 26.023,09 milyar. Nilai kapitalisasi pasar pada tahun 2004 mencapai nilai tertinggi selama periode pengamatan yaitu sebesar Rp 679,95 milyar.

Tabel 1.1 Garis Besar Pasar Modal Indonesia Tahun 2001 – 2004

Tahun	IHSG (point)	IPO (milyar Rp)	Obligasi (milyar Rp)	Nilai Kapitalisasi Pasar (milyar Rp)
2001	392,03	1.096,76	2.875,00	239,26
2002	424,94	1.199,24	6.150,00	268,42
2003	691,90	7.508,64	26.023,09	460,37
2004	1.000,23	2.194,04	19.169,82	679,95

sumber: Laporan Tahunan Bapepam

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang permasalahan, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah kebijakan investasi berpengaruh terhadap hutang perusahaan?
2. Apakah kebijakan deviden berpengaruh terhadap hutang perusahaan?
3. Apakah tingkat arus kas perusahaan berpengaruh terhadap hutang perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka tujuan dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis pengaruh kebijakan investasi terhadap hutang perusahaan.
2. Untuk menganalisis pengaruh kebijakan deviden terhadap hutang perusahaan.
3. Untuk menganalisis pengaruh tingkat arus kas perusahaan terhadap hutang perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat akademik:

Memberikan masukan mengenai pengaruh kebijakan investasi, kebijakan dividen, dan tingkat arus kas perusahaan terhadap hutang perusahaan kepada para pembaca.

Manfaat praktis:

Memberi masukan mengenai kondisi perusahaan dari pilihan pendanaan yang digunakan kepada para investor.