

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kinerja perusahaan dapat diukur dari sejauh mana perusahaan mampu meningkatkan nilainya sehingga dapat meningkatkan kemakmuran baik bagi para *stockholders* maupun *stakeholders* lainnya. Untuk mencapai tujuan tersebut ada tiga keputusan keuangan penting yang harus dilakukan oleh manajer keuangan perusahaan, yaitu kebijakan investasi, kebijakan struktur modal, dan kebijakan dividen. Keputusan investasi adalah keputusan perusahaan untuk mengakuisisi aset-aset real guna menghasilkan barang atau jasa. Kebijakan struktur modal adalah kebijakan perusahaan yang dilakukan untuk memenuhi kebutuhan modal guna mendanai proyek investasi. Sedangkan kebijakan dividen adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk membagikan keuntungan kepada para pemegang saham.

Menurut Modigliani dan Miller (1958), dari tiga keputusan keuangan tersebut, hanya keputusan investasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara langsung. Sebab hanya dengan melakukan investasi pada aset-aset real untuk meningkatkan produksi dan pangsa pasar maka perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas yang pada gilirannya akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Meskipun gagasan ini tidak sepenuhnya diterima oleh kalangan akademisi maupun praktisi, namun tidak dapat disangkal bahwa keputusan investasi merupakan salah satu keputusan yang sangat krusial untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan sering disebut *capital investment* atau *capital expenditure*. Tujuan utamanya adalah untuk

mengakuisisi aset-aset modal atau aktiva tetap (*fixed assets*) seperti menambah mesin produksi atau memperluas gedung pabrik untuk meningkatkan kapasitas produksi atau meningkatkan produktivitas dalam jangka panjang. Sumber pendanaan untuk investasi ini bisa berasal dari berbagai pihak seperti investor saham, bank, lembaga keuangan, *venture capital*, dan *angel investors*. Meskipun kebijakan investasi modal lebih merujuk pada investasi pada barang-barang modal atau aset jangka panjang, namun sebagian juga ditujukan untuk investasi pada modal kerja (*working capital*).

Salah satu isu sentral dalam pengambilan keputusan investasi adalah apa saja determinan dari keputusan investasi? Menurut teori q yang dikembangkan oleh James Tobin (1969), permintaan akan investasi dapat diprediksi dengan menggunakan rasio nilai pasar dari biaya modal yang dimiliki oleh perusahaan terhadap biaya penggantian (*replacement cost*) dari biaya modal tersebut. Sedangkan nilai pasar dari stok modal perusahaan dapat menjelaskan peluang investasi (*investment opportunities*) perusahaan tersebut di masa mendatang. Namun menurut Arkeof (1970), teori tersebut hanya dapat diaplikasikan dalam dunia di mana terdapat pasar modal yang sempurna. Di samping itu, teori ini juga tidak dapat diterapkan pada level mikro perusahaan jika terdapat asymmetric information di pasaran. Secara lebih spesifik, *imperfect market* pada umumnya terjadi di negara-negara berkembang di mana perusahaan biasanya memiliki informasi yang lebih akurat mengenai profitabilitas dan resiko investasi pada proyek-proyek investasinya dibanding para penyandang dana.

Di samping itu, teori keuangan korporasi menyatakan bahwa ketidaksempurnaan pasar dapat menghambat kapasitas perusahaan untuk mendanai investasi dan pada akhirnya dapat mempengaruhi keputusan

investasinya. Karena itu Arkeof (1970) membuktikan bahwa bagaimana sebuah perusahaan bisa saja gagal melakukan investasi jika para investor mempunyai informasi yang lebih sedikit dibandingkan dengan para manajer sehingga terjadilah *adverse selection*, *moral hazard*, atau keduanya. Di samping itu, masih ada konsekuensi lain dari *asymmetry information*. Jika terdapat *adverse selection* dan *moral hazard* maka probabilitas kegagalan sebuah proyek investasi juga akan meningkat.

Fazzari, dkk. (1988) menginvestigasi efek dari *financing constraints* terhadap sensitivitas investasi terhadap aliran kas perusahaan. Setelah melakukan kontrol terhadap variabel peluang investasi yang diproxykan dengan *Tobin's q*, mereka menggunakan rasio dividen untuk membedakan perusahaan yang mengalami *financing constraints* dan yang tidak mengalami *financing constraints*. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa aliran kas dapat mempengaruhi keputusan investasi akibat ketidaksempurnaan pasar modal dan adanya *asymmetry information*. Namun di sisi lain, dampak dari keputusan investasi terhadap aliran kas perusahaan dapat dipandang sebagai masalah penurunan kesejahteraan pemegang saham, kegagalan pasar modal atau juga karena inefisiensi penggunaan modal. Di samping itu mereka juga menemukan bahwa pendanaan untuk investasi yang berasal dari sumber internal lebih murah dari sumber pendanaan eksternal.

Di samping itu, masih terdapat dua isu utama yang berkaitan dengan keputusan investasi yaitu *agency problem* dan *transaction cost*. Pertama, *agency problem* muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer, pemegang saham dan kreditor. Konflik ini dapat juga berimbas pada keputusan investasi, terutama berkaitan dengan sumber pendanaan investasi. Kedua, biaya transaksi yang berkaitan dengan sumber

pendanaan investasi, terutama pendanaan dengan menggunakan hutang atau ekuitas (saham) yang dapat meningkatkan biaya pendanaan dari sumber eksternal. Pendanaan dengan menggunakan hutang dengan sendirinya memberikan hak kepada kreditur untuk memperoleh bunga dan pokok pinjaman. Jika waktu pembayaran atau pelunasan tiba maka perusahaan harus menjual asetnya. Hal ini akan sangat tergantung pada kemampuan perusahaan untuk “memindahkan” atau realokasi asetnya. Kesulitan dalam melakukan realokasi aset akan mengurangi likuiditas perusahaan dalam mengembalikan hutangnya.

Hall, dkk. (1998) menggunakan metode VAR (*value at risk*) untuk meneliti determinan keputusan investasi perusahaan-perusahaan di AS, Jepang dan Perancis. Hasil penelitian mereka menunjukkan adanya korelasi yang erat antara keputusan investasi dan profitabilitas, penjualan, dan aliran kas. Di samping itu mereka juga menemukan bahwa derajat hubungan antara variabel-variabel tersebut ternyata berbeda antar negara. Sementara Hubbard, dkk. (1998) meneliti hubungan antara aliran kas dengan keputusan investasi di AS. Dalam hal ini keputusan investasi dibedakan berdasarkan keputusan investasi pada persediaan, penelitian dan pengembangan, tenaga kerja (sumber daya manusia atau *human investment*), formasi bisnis, *pricing*, dan manajemen resiko korporasi. Hasilnya menunjukkan adanya korelasi yang kuat antara aliran kas dan keputusan investasi.

Di samping itu Carpenter dan Guagrilia (2008) menganalisis faktor-faktor finansial yang mempengaruhi keputusan investasi oleh perusahaan-perusahaan di Inggris pada periode 1983–2000. Mereka menemukan bahwa aliran kas tidak mempengaruhi sensitivitas keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan besar. Sebaliknya

keputusan investasi perusahaan kecil sangat sensitif terhadap aliran kas. Temuan ini semakin memperkuat adanya *asymmetry information* antara pihak internal perusahaan dan pihak eksternal perusahaan.

Pada tingkatan mikro, faktor-faktor seperti investasi masa lalu (*time lag*), ukuran perusahaan (*size*), profitabilitas, aliran kas dan peluang pertumbuhan masih memberikan dampak yang ambigu terhadap keputusan investasi karena sebagian peneliti menemukan adanya pengaruh yang signifikan dan sebagian menemukan dampak yang tidak signifikan terhadap keputusan investasi.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Nguyen dan Dong (2013). Mereka menggunakan tujuh variabel sebagai determinan keputusan investasi yaitu (1) *cash flow*, (2) *Tobins' q* sebagai *proxy* dari peluang investasi, (3) *fixed capital intensity*, (4) *leverage*, (5) *firm growth*, (6) *firm size*, dan (7) *business risk*. Selanjutnya mereka menggunakan regresi data panel dan *general moment method* (GMM) dengan sampel perusahaan yang terdaftar di bursa Vietnam untuk menguji pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap keputusan investasi. Hasilnya menunjukkan adanya perbedaan pengaruh berdasarkan metode statistika yang digunakan.

Berdasarkan regresi data panel dengan *fixed model (with robust)* mereka menemukan determinan keputusan investasi yang signifikan adalah (1) *cash flow*, (2) *fixed asset intensity*, (3) *business risk*, (4) *firm size*, dan (5) interaksi antara *ownership* dan *leverage*. Sedangkan dengan menggunakan GMM ditemukan determinan keputusan investasi yang signifikan adalah (1) *cash flow*, (2) *fixed asset intensity*, (3) *firm size*, (4) *leverage*, (5) interaksi *leverage* dan *ownership*, dan (6) *first lag of investment*.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas maka permasalahan dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah *Cash flow*, *Tobins' q*, *Fixed capital intensity*, *Leverage*, *Firm growth*, *Firm size*, dan *Business risk* berpengaruh terhadap keputusan investasi ?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- a. Menguji dan mengidentifikasi *Cash flow*, *Tobins' q*, *Fixed capital intensity*, *Leverage*, *Firm growth*, *Firm size*, dan *Business risk* tersebut, berpengaruh terhadap keputusan investasi.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini termasuk jenis *basic research* atau *pure research* untuk menguji teori mengenai determinan keputusan investasi. Dengan demikian hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terutama bagi kalangan akademisi mengenai determinan keputusan investasi yang secara empiris biasa digunakan oleh para manajer.

1.5. Sistematika Penulisan Skripsi

Sistematika penulisan skripsi ini selanjutnya akan dibagi dalam lima bab yang dapat dideskripsikan sebagai berikut.

BAB 1. PENDAHULUAN

Bab ini akan memaparkan latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian.

BAB 2. TINJAUAN KEPUSTAKAAN

Pada bab ini akan diuraikan mengenai hasil-hail penelitian terdahulu yang terkait dengan topik skripsi ini, kajian teori yang meliputi *capital structure*, *investment decision*, *stock return*, dan variabel-variabel kontrol yang mempengaruhi ketiga variabel endogen tersebut. Di samping itu akan digambarkan pula model penelitian dan perumusan hipotesis penelitian.

BAB 3. METODE PENELITIAN

Bab ini akan menjelaskan mengenai jenis penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, pengukuran variabel, jenis data, metode dan alat pengumpulan data, populasi, sampel, dan teknik pengambilan sampel serta teknik analisis data.

BAB 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi penjelasan mengenai proses seleksi sampel penelitian, deskripsi data variabel dari variabel penelitian, pengujian hipotesis penelitian dan pembahasan.

BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN

Bab terakhir berisi simpulan atas hasil penelitian dan saran bagi peneliti selanjutnya.