

BAB 1

PENGANTAR

Bagian pengantar menyajikan latar belakang, permasalahan penelitian, keaslian dan motivasi penelitian, manfaat dan tujuan penelitian. Subbahasan dalam latar belakang ini menyajikan dua persoalan yang saling terkait. Pertama, asumsi informasi asimetri dalam teori urutan pematukan modal dan kontrol manajemen dalam teori keagenan tentang aliran kas bebas yang berlawanan dalam menjelaskan kepekaan keputusan investasi dan *leverage* terhadap pemilihan modal internal dan utang. Kedua, perbedaan pandangan teori-teori struktur modal dalam menjelaskan saling keterkaitan antara keputusan investasi dan *leverage*.

1.1. Latar Belakang

Perilaku manajer dalam memanfaatkan sumber-sumber pendanaan untuk membiayai investasi merupakan isu penting dari sudut pandang praktik maupun teori. Penentuan sumber pendanaan untuk membiaya investasi dari sudut pandang praktik melibatkan kepentingan pemilik, kreditor, investor potensial dan manajer perusahaan. Hubungan keputusan pendanaan dengan keputusan investasi dari sudut pandang teori masih menjadi perdebatan dalam literatur keuangan. Terdapat dua isu yang menjadi perdebatan teori keuangan dalam menjelaskan hubungan tersebut. Pertama, apakah terdapat saling keterkaitan antara keputusan investasi dan *leverage*. Kedua, perbedaan prediksi mengenai arah dan bentuk hubungan

keputusan pendanaan (dalam memilih modal internal dan eksternal)¹ dan keputusan investasi yang terkait pula dengan tingkat *leverage*.

Isu perdebatan teori tersebut mulai berkembang setelah Modigliani dan Miller (MM) (1958) mengajukan proposisi bahwa struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan. Perkembangan studi pada perioda awal lebih menekankan pada isu tentang proposisi 1 bahwa *leverage* tidak relevan dengan nilai perusahaan, serta proposisi 2 bahwa *leverage* tidak relevan dengan keuntungan yang diharapkan (*expected rate of return*). Perkembangan studi pada perioda sekarang mengarah pada perdebatan proposisi 3 dalam studi MM (1958) bahwa keputusan investasi tidak ditentukan oleh pemilihan bentuk-bentuk sekuritas atau sumber pendanaan yang digunakan membiayai investasi. Dua teori yang memperdebatkan isu proposisi 3 bermula dari studi Myers (1984) tentang urutan pendanaan atau disebut urutan pematukan modal (*pecking order*) dan studi Jensen (1986) mengenai persoalan keagenan tentang aliran kas bebas (*free cash flow*). Kedua teori mengangkat isu yang sama bahwa manajer lebih menyukai menggunakan modal internal untuk membiayai investasi, tetapi kedua teori memiliki penjelasan yang berlawanan.

Teori urutan pematukan modal (UPM) atau hierarki pendanaan didasarkan pada asumsi bahwa “informasi asimetri” dalam pasar menyebabkan biaya modal eksternal semakin mahal (Myers, 1984; serta Myers dan Majluf, 1984). Oleh karena itu manajer lebih memilih menggunakan modal internal sebagai sumber

¹ Modal internal memiliki makna yang sama dengan aliran kas yang diperoleh dari operasi atau sumber pendanaan internal. Ketiga istilah (i) modal internal, (ii) aliran kas, (iii) sumber pendanaan internal dalam penelitian dipakai secara bergantian sesuai dengan konteks kalimat. Modal eksternal adalah modal yang diperoleh dari utang atau penerbitan ekuitas baru. Modal eksternal yang dimaksud dalam penelitian ini lebih banyak mengacu pada modal utang.

pendanaan utama, bila modal eksternal dibutuhkan, mereka akan memilih modal eksternal yang lebih rendah risikonya, yaitu modal utang, sedangkan penerbitan ekuitas baru merupakan urutan terakhir dari pematukan modal.

Konsep informasi asimetri diadopsi dari studi Akerlof (1970). Myers dan Majluf (1984) mengembangkannya dalam konteks penentuan urutan pendanaan bahwa informasi asimetri terjadi bila kreditor tidak dapat membedakan “peminjam yang baik” dan “peminjam yang buruk” dalam pasar sehingga kreditor membebankan premi risiko yang sama kepada keduanya. Akibatnya, peminjam yang baik menanggung premi risiko lebih tinggi sehingga mereka cenderung memilih mengurangi investasi walaupun masih ada investasi yang memberikan nilai sekarang bersih (*net present value*, NPV) positif bila tidak tersedia modal internal yang cukup sehingga terjadi investasi-kurang (*under-investment*), untuk selanjutnya disebut IK.

Informasi asimetri² juga merupakan asumsi dalam teori keagenan tentang aliran kas bebas (AKB) bahwa perilaku manajer dalam memanfaatkan modal internal sulit diawasi oleh pemilik atau investor luar (Jensen, 1986). Oleh karena itu pemilik berupaya mengontrol perilaku manajer. Upaya pemilik mengendalikan manajemen untuk selanjutnya disebut sebagai “kontrol manajemen.”³

² Informasi asimetri merupakan asumsi kondisi perlu (*necessary condition*) dalam teori berbasis keagenan (termasuk teori AKB). Asumsi kondisi cukup (*sufficient condition*) yaitu perilaku mementingkan diri sendiri (*self interest behavior*) menciptakan konflik keagenan sehingga mendorong pemilik melakukan “kontrol manajemen.” Hal ini berbeda dengan upaya manajer untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik yang merupakan asumsi kondisi cukup (*sufficient condition*) dalam teori UPM. Oleh karena itu, asumsi informasi asimetri dalam penelitian ini lebih mengacu pada teori UPM daripada teori AKB.

³ Istilah kontrol manajemen diadopsi dari Jensen (1986) yang memperkenalkan “*control hypothesis*” for debt creation.

Argumentasi Jensen mengacu pada studi Murphy (1985) yang secara empiris menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berhubungan positif dengan tingkat kompensasi manajemen. Hal ini mendorong manajer memanfaatkan modal internal untuk investasi perusahaan atau untuk memperbesar pertumbuhan perusahaan walaupun sudah tidak terdapat proyek investasi dengan NPV positif sehingga terjadi investasi-lebih (*over-investment*), untuk selanjutnya disebut IL.

Teori UPM dan teori AKB memiliki penjelasan yang berbeda tentang mengapa manajer lebih menyukai modal internal daripada modal utang untuk membiayai investasi. Perbedaan tersebut terletak pada apakah asumsi “informasi asimetri” atau “kontrol manajemen” yang berlaku dalam menjelaskan fenomena yang terjadi.

Fazzari, Hubbard, dan Petersen (1988) mendukung argumentasi Myers dan Majluf (1984) bahwa perbedaan informasi asimetri dalam pasar menyebabkan terdapat perusahaan yang menghadapi kendala pendanaan (*financing constraint*) eksternal lebih tinggi dari perusahaan lainnya. Perusahaan yang mengalami persoalan informasi asimetri tersebut disebut sebagai perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT), sedangkan perusahaan yang tidak mengalami persoalan informasi asimetri disebut perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR). Selanjutnya Fazzari, Hubbard, dan Petersen (1988) menggunakan proksi rasio pembayaran dividen sebagai indikator informasi asimetri. Perusahaan KPT yang mengalami kesulitan dalam mendapatkan modal utang akan lebih mengandalkan modal internal daripada modal utang. Dengan asumsi hal lain konstan, makin tinggi modal internal yang ditahan dalam perusahaan makin

rendah rasio pembayaran dividen. Oleh karena itu investasi perusahaan KPT menjadi lebih sensitif terhadap modal internal daripada perusahaan KPR. Sebaliknya, perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR) untuk mendapat modal eksternal utang menjadikan perusahaan lebih leluasa dalam mempertahankan atau meningkatkan pembayaran dividen. Dengan demikian, investasi perusahaan KPR menjadi lebih sensitif terhadap modal utang daripada perusahaan KPT.

Teori AKB memiliki penjelasan yang berlawanan bahwa kendala pendanaan lebih bersifat internal daripada eksternal. Dividen dan utang merupakan alat bagi pemilik untuk mengontrol perilaku manajer dalam memanfaatkan modal internal untuk membiayai investasi. Perusahaan dengan modal internal tinggi perlu dikontrol melalui rasio pembayaran dividen tinggi. Istilah kendala pendanaan rendah (KPR) dalam teori keagenan AKB bukan timbul karena informasi asimetri dalam pasar modal melainkan oleh persoalan keagenan dalam modal internal atau secara lebih spesifik dalam hal aliran kas bebas (*free cash flow*). Perusahaan KPR dianggap memiliki modal internal tinggi sehingga bila tidak dikontrol melalui peningkatan pembayaran dividen, manajer akan memanfaatkan modal internal untuk investasi lebih. Oleh karena itu, pemilik melakukan kontrol manajemen melalui dividen. Sebaliknya, perusahaan KPT dianggap memiliki modal internal rendah sehingga tidak ada insentif bagi pemilik mengontrol modal internal perusahaan melalui peningkatan dividen. Dalam hal ini pemilik akan menggunakan kebijakan utang sebagai substitusi dividen untuk

mengontrol manajemen dalam membuat keputusan pendanaan dan keputusan investasi.

Penelitian empiris mengenai pengaruh modal internal terhadap investasi mengungkapkan hasil yang tidak konsisten. Fazzari, Hubbard, dan Petersen (1988) serta Carpenter (1994) membuktikan bahwa investasi perusahaan KPT lebih sensitif terhadap modal internal daripada perusahaan KPR sesuai prediksi teori UPM. Studi empiris oleh Griner dan Gordon (1995) juga lebih mendukung teori UPM daripada teori AKB. Pada penelitian lain, Kaplan dan Zingales (1997) serta Cleary (1999) menemukan bahwa investasi KPR lebih sensitif terhadap modal internal daripada KPT. Penelitian yang dilakukan oleh Vogt (1994) serta Degryse dan De Jong (2001) membuktikan secara empiris bahwa teori UPM berlaku pada perusahaan kecil dan teori AKB berlaku pada perusahaan besar. Hasil-hasil yang tidak konsisten tersebut memerlukan studi lebih lanjut untuk mendapatkan klarifikasi pembuktian teori secara konseptual maupun empiris.

Studi empiris dampak modal utang terhadap investasi belum banyak dilakukan. Carpenter (1994) menguji dampak modal utang terhadap investasi dan menemukan bahwa pengaruh modal utang terhadap investasi pada perusahaan KPT lebih besar daripada perusahaan KPR.

Pemilihan sumber pendanaan tidak hanya berpengaruh terhadap investasi tetapi juga terhadap *leverage*. *Leverage* berkurang bila perusahaan menggunakan modal internal, dan meningkat bila perusahaan menggunakan modal utang untuk membiayai investasi. Studi-studi empiris yang telah dilakukan menunjukkan

bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Baskin, 1989; Chang dan Rhee, 1990; Wald, 1999).

Permasalahan menjadi kompleks karena peningkatan *leverage* mencerminkan peningkatan risiko keuangan (peningkatan biaya modal) sehingga mengurangi alternatif peluang investasi yang menyediakan NPV positif yang dapat direalisasi oleh perusahaan. Dengan demikian, *leverage* mempengaruhi investasi aktual perusahaan. Beberapa penelitian empiris menyelidiki pengaruh *leverage* terhadap investasi menyediakan hasil yang berbeda. Beberapa studi empiris menemukan bahwa *leverage* berdampak negatif terhadap investasi (Bond dan Meghir, 1994a; Lang, Ofek, dan Stulz, 1996; serta Cleary, 1999), sedangkan Kaaro (2002) menemukan bahwa *leverage* mempengaruhi nilai perusahaan dengan bentuk hubungan nonlinear. Hasil-hasil tersebut baik berdasarkan model linear maupun model nonlinear menarik untuk dikaji lebih lanjut baik. Selain itu, studi sebelumnya yang membahas tentang hubungan modal internal dan investasi kurang menekankan isu interdependen antara investasi dan *leverage* dalam penelitian mereka.

Isu lain yang juga terkait dengan ketiga proposisi yang dikemukakan MM (1958) adalah menyangkut saling keterkaitan antara keputusan investasi dan *leverage*. Dengan asumsi hal lain konstan, Setiap keputusan investasi membawa konsekuensi pada perubahan modal internal atau utang⁴ yang secara langsung juga

⁴ Miller dan Rock (1985) mengemukakan persamaan bahwa $I + D = X + B$, I adalah investasi, D adalah dividen, X adalah aliran kas, dan B adalah utang (*bond*). Agar kondisi keseimbangan tetap tercapai, maka perubahan pada I akan direspon oleh perubahan pada X atau B dengan asumsi hal lain tetap.

menentukan tingkat *leverage* perusahaan, dengan demikian terdapat saling keterkaitan antara keputusan investasi dan *leverage*.

Studi empiris yang dilakukan oleh Adedeji (1998) di Inggris, Wibowo dan Erkaningrum (2002), serta Kaaro (2003) di Indonesia dengan menggunakan persamaan simultan (termasuk dividen sebagai variabel endogenus) menunjukkan hasil yang sama bahwa investasi berpengaruh positif terhadap *leverage* tetapi *leverage* tidak berpengaruh terhadap investasi.

Pembuktian empiris dari penelitian sebelumnya mengungkap hasil yang tidak konsisten. Terdapat beberapa kemungkinan penjelasan mengenai perbedaan hasil penelitian yang diungkapkan oleh penelitian-penelitian sebelumnya. Pertama, perbedaan metoda dalam mengklasifikasi perusahaan KPR dan KPT. Studi yang mendukung teori UPM menggunakan indikator tunggal (bersifat subjektif) seperti rasio pembayaran dividen (Fazzari, Hubbard, dan Petersen, 1988; dan Carpenter, 1994) atau rasio penahanan laba (Calomiris dan Hubbard, 1995). Kaplan dan Zingales (1997) dan Cleary (1999) menggunakan indeks klasifikasi multivariat objektif (*objective multivariate classification index*)⁵ dengan menggunakan model logit dan analisis diskriminan. Hasil empiris berdasarkan klasifikasi objektif tersebut terbukti mendukung teori keagenan AKB.

⁵ Klasifikasi multivariat objektif adalah suatu metoda klasifikasi yang mempertimbangkan beberapa variabel indikator. Prosedur klasifikasi dilakukan dengan tiga tahap. Tahap pertama adalah klasifikasi secara subjektif berdasarkan proksi utama (dalam konteks penelitian ini adalah dividen rendah dan dividen tinggi). Tahap kedua mengidentifikasi variabel-variabel relevan lainnya (dalam konteks penelitian ini adalah profitabilitas dan likuiditas). Tahap ketiga menerapkan model prediksi klasifikasi (analisis diskriminan atau model logit) untuk mendapatkan klasifikasi secara lebih objektif. Dengan demikian, variabel-variabel relevan lain digunakan sebagai koreksi terhadap kesalahan klasifikasi pada tahap pertama.

Kedua, penggunaan Tobin's Q (nilai pasar aset dibagi biaya pengganti aset) sebagai indikator IL atau IK bergantung pada ketersediaan dan keakuratan data. Peluang investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi secara langsung. Gaver dan Gaver (1993) menggunakan analisis faktor untuk mendapatkan nilai komposit peluang investasi. Kallapur dan Trombley (1999) menyelidiki hubungan 13 variabel proksi peluang investasi dengan realisasi investasi dengan menggunakan selisih waktu 1 hingga 3 tahun. Mereka menemukan bahwa kemampuan Tobins Q masih di bawah tiga variabel lain sebagai proksi peluang investasi.

Ketiga, model penelitian sebelumnya tidak menyelidiki hubungan keputusan pendanaan dan keputusan investasi secara integratif. Adedeji (1998), Wibowo dan Erkaningrum (2002), serta Kaaro (2003) telah mempertimbangkan kedua keputusan secara simultan, namun model yang digunakan tidak secara spesifik menguji informasi asimetri lawan kontrol manajemen.

Keempat, kedua teori belum memberikan klarifikasi kemungkinan kondisi yang terjadi sebaliknya. Bilamana terjadi investasi lebih (IL) belum ter jelaskan dengan baik oleh teori UPM. Demikian pula sebaliknya, bilamana terjadi investasi kurang juga belum ter jelaskan dengan baik oleh teori keagenan AKB. Penjelasan yang rasional tentang kemungkinan terjadi IL dalam konteks teori UPM dan IK dalam konteks teori keagenan AKB perlu dkaji lebih lanjut untuk mendapatkan simpulan yang lebih akurat membuat analisis.

Keempat faktor yang memungkinkan terjadi perbedaan hasil penelitian digunakan sebagai dasar dalam mengembangkan model konseptual penelitian.

Pengembangan model membutuhkan beberapa modifikasi dalam pengklasifikasian bentuk-bentuk perusahaan yang berbeda dari penelitian sebelumnya.

Pertama, teknik klasifikasi objektif digunakan untuk membedakan KPR dan KPT. Kedua, model *Koyck* dan persamaan *Euler* diterapkan dalam penelitian untuk mengatasi kelemahan Tobins' Q dalam mengidentifikasi perusahaan IL dan IK. Ketiga, konsep klasifikasi peluang investasi (IL dan IK) dan kendala pendanaan (KPT dan KPR) dikombinasikan sehingga terdapat empat kondisi:

1. Investasi lebih dan kendala pendanaan rendah (ILKPR).
2. Investasi lebih dan kendala pendanaan tinggi (ILKPT).
3. Investasi kurang dan kendala pendanaan rendah (IKKPR).
4. Investasi kurang dan kendala pendanaan tinggi (IKKPT).

Karakteristik dari masing-masing bentuk perusahaan dibahas secara lebih terperinci pada sub bahasan Landasan Teori. Penjelasan karakteristik tersebut dilihat dari dua sisi yang berbeda berdasarkan sisi informasi asimetri *versus* sisi kontrol manajemen. Pengujian kepekaan investasi dan *leverage* terhadap pemilihan modal internal dan utang dilakukan dengan cara membandingkan hasil analisis pada keempat bentuk perusahaan tersebut.

Keempat, model integratif dikembangkan untuk menyelidiki perilaku manajer perusahaan nonkeuangan di Indonesia dalam memanfaatkan sumber-sumber pendanaan untuk membiaya investasi yang juga berdampak pada *leverage*. Perusahaan di Indonesia memiliki karakteristik yang unik dan relevan sebagai sampel penelitian. Perlakuan pajak pendapatan di Indonesia relatif berbeda dengan negara-negara lain. Misalnya peraturan perpajakan di Amerika yang membedakan pajak pendapatan dividen dan keuntungan kapital (*capital*

gain) sehingga aspek pajak mempengaruhi preferensi investor terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, tingkat pajak pendapatan tidak relevan dalam menjelaskan kebijakan dividen di Indonesia karena peraturan perpajakan tidak membedakan tingkat pajak pendapatan dividen dengan keuntungan kapital. Pembagian sampel perusahaan di Indonesia berdasarkan tingkat dividen diharapkan memberikan hasil yang lebih jelas untuk menjawab apakah informasi asimetri atau kontrol manajemen yang mempengaruhi manajer dalam membuat keputusan pemilihan pendanaan yang selanjutnya mempengaruhi tingkat investasi dan *leverage*.

1.2. Permasalahan Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah, terdapat 5 permasalahan penelitian yang dapat dirangkum dalam pertanyaan sebagai berikut:

1. Apakah perbedaan status investasi (IL dan IK) dan perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) mempengaruhi kepekaan keputusan investasi terhadap modal internal?
2. Apakah perbedaan status investasi (IL dan IK) dan perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) mempengaruhi kepekaan keputusan investasi terhadap modal utang?
3. Apakah perbedaan status investasi (IL dan IK) dan perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) mempengaruhi kepekaan *leverage* terhadap modal internal?
4. Apakah perbedaan status investasi (IL dan IK) dan perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) mempengaruhi kepekaan *leverage* terhadap modal utang?
5. Apakah ada saling keterkaitan antara *leverage* dengan keputusan investasi?

1.3. Keaslian Penelitian

Pada bagian latar belakang telah dijelaskan beberapa kemungkinan perbedaan hasil penelitian empiris serta kelemahan dari penelitian sebelumnya sehingga perlu dikembangkan suatu konsep atau model untuk menyelidiki hubungan keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Terdapat tiga gagasan yang akan dikembangkan. Masing-masing gagasan pengembangan bukan merupakan sesuatu yang baru, melainkan telah diawali atau diperkenalkan oleh penelitian sebelumnya. Akan tetapi, penggabungan dari ketiga gagasan merupakan keunikan dan keaslian penelitian ini.

Pertama, pengembangan konsep pengukuran peluang investasi untuk mendeteksi perusahaan IL dan IK dengan mengadopsi Model Koyck (Mueller, 1967) yang selanjutnya dirasionalisasi dengan model ekspektasi adaptif (*adaptive expectation model*) (Gujarati, 2003) dan persamaan Euler (Bond dan Meghir, 1994a; 1994b). Kombinasi model ekspektasi adaptif dan model Euler memiliki tiga keunggulan dalam mengestimasi pertumbuhan aset (\hat{PA}_t) yaitu: (a) mengeliminasi persoalan tunggak waktu (*time lag*) yang terlalu panjang, (b) memungkinkan menggunakan lebih dari satu variabel proksi peluang investasi.⁶ dan (c) mengatasi kelemahan teknik analisis lain.⁷

⁶ Bila setiap variabel proksi peluang investasi membutuhkan distribusi tunggak waktu 5 tahun, maka 4 variabel proksi peluang investasi dalam model regresi tradisional akan tercipta 20 variabel independen sehingga model regresi menjadi tidak efisien.

⁷ Peluang investasi tidak bisa diobservasi secara langsung sehingga beberapa penelitian berusaha mencari nilai komposit melalui analisis faktor (Gaver dan Gaver, 1993; Pagalung, 2002). dan pemodelan persamaan struktural (Saputro, 2002). Teknik analisis faktor tidak dikaitkan dengan pertumbuhan aset aktual, sedangkan teknik persamaan struktural terkendala oleh persoalan tunggak waktu antara pertumbuhan aset aktual dengan variabel proksi peluang investasi.

Terdapat dua perbedaan antara model estimasi peluang investasi yang dikemukakan dalam penelitian ini dengan model peluang investasi yang digunakan dalam penelitian sebelumnya yaitu;

1. Estimasi model (peluang) investasi yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan variabel bebas (prediktor) yang mencerminkan proksi peluang investasi (penelitian ini menemukan tiga proksi yang relevan dengan pertumbuhan aset yaitu nilai Q yang dihitung dengan metoda Chung dan Pruitt, rasio nilai pasar terhadap nilai buku aset, dan rasio penambahan modal terhadap nilai pasar aset), sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan profitabilitas dan pertumbuhan penjualan sebagai variabel bebas. Keunggulan dari modifikasi model ini adalah bahwa peluang investasi merupakan implikasi dari investasi aktual di masa datang (pertumbuhan di masa datang). Namun metoda ini memiliki kelemahan yaitu perlu seleksi proksi peluang investasi yang relevan untuk membuat estimasi model secara akurat.
2. Penelitian sebelumnya menekankan analisis pada estimasi model, sedangkan dalam penelitian ini, hasil estimasi model (peluang) investasi digunakan untuk meramalkan status investasi. Bila investasi aktual lebih dari ramalan peluang investasi maka perusahaan melakukan investasi-lebih (IL). Bila investasi aktual kurang dari ramalan peluang investasi maka perusahaan melakukan investasi-kurang (IK). Identifikasi perbedaan status investasi ini berguna untuk menyelidiki kepekaan keputusan investasi dan *leverage* perusahaan IL dan IK terhadap penggunaan modal internal dan modal utang.

Kedua, pengembangan model klasifikasi sampel dengan mengkombinasikan peluang investasi dan kendala pendanaan sehingga tercipta empat bentuk perusahaan ILKPR, ILKPT, IKKPR, dan IKKPT. Fazzari, Hubbard, dan Petersen (1988) mengawali gagasan menyelidiki hubungan aliran kas dan investasi pada perusahaan KPR dan KPT dengan mengontrol Tobin's Q (peluang investasi). Selanjutnya Carpenter (1994) memisahkan sampel menjadi empat area (1) Tobin's Q tinggi dan dividen tinggi; (2) Tobin's Q rendah dan dividen rendah; (3) Tobin's Q rendah dan dividen tinggi; dan (4) Tobin's Q rendah dan dividen rendah (Q tinggi adalah Tobin's $Q > 1$ diidentifikasi sebagai IK dan Tobin's Q rendah adalah Tobin's $Q < 1$ sebagai IL). Carpenter telah menyediakan kerangka

klasifikasi sampel, tetapi bagaimana perbedaan prediksi pada masing-masing area sampel berdasarkan pandangan informasi asimetri versus kontrol manajemen belum dibahas secara eksplisit dalam penelitiannya. Konsep Carpenter (1994) dan Vogt (1994) dalam pembagian sampel diadopsi dalam penelitian ini untuk membedakan kondisi perusahaan ILKPR, ILKPT, IKKPR, dan IKKPT.

Ketiga, pengembangan model dengan mempertimbangkan *leverage* dan investasi sebagai variabel endogenus secara simultan. Peneliti sebelumnya telah menerapkan persamaan simultan untuk menyelidiki saling keterkaitan *leverage* dan investasi tetapi belum secara spesifik mempertimbangkan persoalan kendala pendanaan dan peluang investasi sebagai suatu kondisi yang tercipta karena informasi asimetri atau kontrol manajemen.

1.4. Motivasi Penelitian

Hasil yang tidak konsisten dari penelitian sebelumnya dalam upaya menyelidiki hubungan keputusan pendanaan dan keputusan investasi menjadi motivasi penelitian. Beberapa pengembangan gagasan baru dalam penelitian pada area ini masih dimungkinkan untuk menyelidiki perilaku manajer dalam memanfaatkan sumber pendanaan internal dan utang untuk membiayai investasi apakah mengikuti pola informasi asimetri sesuai prediksi teori UPM atau kontrol manajemen sesuai prediksi teori AKB.

Perdebatan informasi asimetri dan kontrol manajemen belum diteliti secara mendalam di Indonesia. Beberapa penelitian empiris yang menyelidiki hubungan investasi dan *leverage* telah dilakukan oleh Wibowo dan Erkaningrum (2002),

serta Kaaro (2003) belum menekankan isu perdebatan informasi asimetri dan kontrol manajemen. Sartono (2001) melakukan *survey* mengenai persepsi manajer dalam membuat keputusan pendanaan dan menemukan bahwa perilaku manajer mengikuti konsep informasi asimetri sesuai teori urutan pematukan modal. Sartono (2002) juga meneliti pengaruh aliran kas terhadap investasi dan menemukan pula bahwa teori urutan pematukan modal lebih mampu menjelaskan fenomena yang terjadi di Indonesia daripada kontrol manajemen dalam teori aliran kas.

Beberapa penelitian lain menemukan fenomena keagenan yang terkait dengan kebijakan dividen (Tandelilin dan Wilberforce, 2002; serta Ismiyanti, 2003), serta dividen dan struktur modal pada perusahaan pertumbuhan rendah (Setiawan dan Hartono, 2002). Oleh karena studi empiris di Indonesia menunjukkan hasil yang masih tercampur, model konseptual dan hipotesis yang dikembangkan tidak mengacu pada salah satu teori melainkan disusun dalam dua bentuk yang berlawanan antara teori berbasis informasi asimetri di pasar modal (teori UPM) lawan teori berbasis kontrol manajemen (teori AKB).

1.5. Kontribusi Penelitian

Tiga kontribusi penelitian yang diharapkan dari hasil penelitian ini. Pertama, kontribusi metodologi meliputi penerapan Model *Koyck* dalam persamaan *Euler* dan model persamaan simultan. Model *Koyck* dalam persamaan *Euler* bukan model baru, tetapi pengembangan dan penerapan hasil estimasi dari

kedua model belum diterapkan dalam penelitian sebelumnya. Hasil penelitian menyediakan metoda alternatif untuk mengidentifikasi perusahaan IL dan IK.

Persamaan simultan dalam studi keuangan juga bukan teknik baru. Model penelitian sebelumnya lebih difokuskan pada hubungan *leverage* dengan investasi, atau hubungan aliran kas dengan investasi. Model penelitian ini mengintegrasikan keputusan pendanaan modal internal dan utang, *leverage* dan keputusan investasi dengan mempertimbangkan kendala pendanaan dan peluang investasi.

Kedua, kontribusi teoretis dan empiris. Penelitian ini menyediakan tambahan kerangka teori melalui pengembangan model analisis untuk membedakan prediksi teori UPM dan teori keagenan AKB secara lebih tepat. Kerangka teori mengacu pada analisis kombinasi peluang investasi dan kendala pendanaan yang dapat membedakan status perusahaan kedalam empat kelompok status yaitu: ILKPR, ILKPT, IKKPR, dan IKKPT. Tabel 1.1 menyajikan dasar klasifikasi perusahaan yang memungkinkan terjadi perbedaan perilaku manajer dalam membuat keputusan investasi dan pendanaan dari sudut pandang teori UPM dan teori keagenan AKB.

Vogt (1994) dan Carpenter (1994) telah menguji secara empiris dampak modal internal terhadap investasi dengan mengklasifikasi sampel berdasarkan keempat area tersebut. Namun demikian, kedua studi kurang menyediakan landasan teori yang cukup untuk membedakan kepekaan keputusan investasi terhadap keputusan pemilihan sumber pendanaan pada masing-masing bentuk status perusahaan. Penelitian ini mengembangkan kedua studi tersebut dengan

menambahkan penjelasan rasional dari masing-masing teori berdasarkan asumsi-asumsi masing-masing teori.

Tabel 1.1. Matriks Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Status Investasi dan Status Kendala Pendanaan

Tabel ini menyajikan kombinasi status investasi dan status kendala pendanaan perusahaan sehingga tercipta empat bentuk status perusahaan. Keempat bentuk status perusahaan meliputi investasi lebih dan kendala pendanaan rendah (ILKPR), investasi lebih dan kendala pendanaan tinggi (ILKPT), investasi kurang dan kendala pendanaan rendah (IKKPR), serta Investasi kurang dan kendala pendanaan tinggi (IKKPT).

Kombinasi Status Investasi dan Status Kendala Pendanaan		Status Kendala Pendanaan	
		Kendala Pendanaan Rendah (KPR)	Kendala Pendanaan Tinggi (KPT)
Status Investasi	Investasi-lebih (IL)	ILKPR	ILKPT
	Investasi-kurang (IK)	IKKPR	IKKPT

Klasifikasi karakteristik perusahaan berdasarkan status investasi dan status kendala pendanaan menyediakan landasan teori dalam pengembangan hipotesis penelitian. Pengembangan model yang mengintegrasikan klasifikasi bentuk status perusahaan dalam suatu persamaan simultan antara investasi dan leverage dapat memetakan secara lebih akurat dan tidak ambigu dalam pengujian secara empiris yang membedakan prediksi teori UPM dan teori keagenan AKB. Secara lebih spesifik, kontribusi empiris mengacu pada penyelidikan apakah teori UPM atau teori keagenan AKB yang lebih relevan untuk menjelaskan perilaku manajer perusahaan nonkeuangan di Indonesia dalam membuat keputusan pendanaan dan investasi.

Ketiga, kontribusi kebijakan perusahaan. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan implikasi praktis bagi manajer perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Kedua kebijakan merupakan

bagian penting dari tanggungjawab manajer keuangan yang membawa dampak langsung pada kelangsungan hidup perusahaan, kepentingan pihak-pihak lain seperti kemakmuran pemilik, dan kepentingan kreditor terhadap utang perusahaan. Hasil penelitian menyediakan informasi mengenai bagaimana urutan pendanaan yang sebaiknya digunakan dalam membiayai investasi sebagai dasar dalam menyusun penganggaran modal (*capital budgeting*).

1.6. Tujuan Penelitian

Tujuan secara umum penelitian adalah untuk menyelidiki apakah informasi asimetri dalam teori UPM atau kontrol manajemen dalam teori AKB yang dapat menjelaskan perilaku manajer dalam membuat keputusan pendanaan dan keputusan investasi bila terdapat perbedaan peluang investasi dan kendala pendanaan. Tujuan secara khusus penelitian meliputi:

1. Menguji kepekaan keputusan investasi terhadap modal internal yang disebabkan oleh perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) dan perbedaan status peluang investasi (IL dan IK).
2. Menguji kepekaan keputusan investasi terhadap modal utang yang disebabkan oleh perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) dan perbedaan status peluang investasi (IL dan IK).
3. Menguji kepekaan *leverage* terhadap modal internal yang disebabkan oleh perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) dan perbedaan status peluang investasi (IL dan IK).
4. Menguji kepekaan *leverage* terhadap modal utang yang disebabkan oleh perbedaan status kendala pendanaan (KPT dan KPR) dan perbedaan status peluang investasi (IL dan IK).
5. Menguji saling keterkaitan antara keputusan investasi dan *leverage*.

1.7. Lingkup Penelitian

Penelitian mengenai hubungan keputusan pendanaan dan keputusan investasi memiliki lingkup (*scope*) pembahasan yang luas. Oleh karena itu diperlukan pembatasan lingkup pembahasan. Pertama, selain teori UPM dan teori AKB, terdapat teori lain yang berbasis informasi asimetri yaitu teori *signaling*. Dividen dan utang bisa digunakan sebagai alat bagi manajer untuk menginformasikan kepada publik mengenai prospek perusahaan. Persoalan ini dapat menyebabkan klasifikasi KPT dan KPR berdasarkan dividen menjadi bias. Teori pensignalan (*signaling*) lebih tepat dikaji dalam konteks studi peristiwa (*event study*) sehingga kurang sesuai dengan metoda penelitian yang digunakan dalam penelitian ini.

Kedua, konsep peluang investasi yang dijadikan sebagai dasar dalam menentukan perusahaan IL dan IK dalam penelitian ini relatif baru sehingga belum diadopsi atau diketahui secara umum oleh pelaku bisnis (terutama pemilik perusahaan) di Indonesia. Terdapat kemungkinan bahwa pemilik memiliki persepsi atau penilaian yang berbeda mengenai perusahaan IL dan IK. Berbeda dengan Tobin's Q yang banyak dipakai dalam penelitian di Amerika karena telah dipublikasi secara luas dan secara umum juga digunakan sebagai indikator IL atau IK oleh para pelaku pasar.

Ketiga, persoalan-persoalan lain yang terkait dengan alokasi dan sumber pendanaan lain seperti pembelian kembali saham (*stock repurchase*) dan penerbitan ekuitas baru juga tidak menjadi bagian kajian penelitian. Atribut penerbitan ekuitas baru hanya dikontrol dalam model tetapi tidak dikaji efeknya

dalam model konseptual. Sedangkan pembelian kembali saham tidak dimasukkan dalam model karena tidak tersedia cukup data untuk dianalisis lebih lanjut.

Keempat, kepemilikan manajerial juga dapat mempengaruhi keefektifan kontrol manajemen melalui utang dan dividen karena terdapat mekanisme substitusi. Atribut ini juga tidak menjadi bagian kajian penelitian tetapi dikontrol efeknya dalam model analisis.