

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Semua perusahaan bertujuan untuk memberikan kekayaan maksimal kepada pemegang sahamnya. Pencapaian pada tujuan itu dilakukan dengan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Ada tiga bentuk keputusan keuangan untuk mencapai tujuan itu, yaitu keputusan investasi, pembiayaan dan dividen. Pembiayaan merupakan keputusan keuangan yang kompleks jika dibandingkan dengan keputusan investasi dan dividen karena keterkaitannya dengan banyak variabel keputusan lainnya (Ramadan & Ramadan, 2015).

Keputusan pembiayaan menyangkut bagaimana memperoleh dana dan mengalokasikannya pada tiap proyek perusahaan. Dana dapat diperoleh dari berbagai sumber baik dari internal maupun eksternal. Berbagai sumber dana internal meliputi modal sendiri, arus kas dan laba ditahan. Sumber dana yang berasal dari eksternal perusahaan diperoleh dari utang dan ekuitas. Kombinasi dari berbagai sumber pembiayaan perusahaan ini membentuk yang dinamakan struktur modal.

Teori struktur modal perusahaan yang populer adalah *pecking order* (Myers & Majluf, 1984). Teori ini menjelaskan tentang urutan pembiayaan perusahaan yang dimulai dengan dana internal yaitu laba ditahan, diikuti oleh dana eksternal yaitu utang, dan sebagai opsi terakhir adalah ekuitas. Teori *pecking order* mendasarkan pada argumen bahwa adanya informasi asimetris mempengaruhi struktur modal perusahaan. Teori ini memprediksi bahwa informasi asimetris antara investor dengan manajer menciptakan tingkatan preferensi pada sumber pembiayaan. Informasi asimetris ini

terjadi karena kondisi perusahaan selengkapnya hanya diketahui oleh manajer dibandingkan dengan apa yang diketahui investor.

Teori *pecking order* menciptakan urutan preferensi pembiayaan perusahaan berdasarkan sensitivitas informasi dari sekuritas. Perusahaan lebih suka memperoleh modal dengan biaya informasi asimetris yang lebih rendah. Berdasarkan teori ini penggunaan sumber-sumber internal perusahaan lebih disukai sebelum menggunakan pembiayaan eksternal. Sumber eksternal dimulai dari yang berisiko rendah yaitu sekuritas utang selanjutnya beralih ke biaya informasi asimetris yang lebih tinggi yaitu penerbitan ekuitas (Komera & Lukose, 2015).

Tingkat informasi asimetris terhadap risiko investasi akan mendorong preferensi atas jenis pembiayaan. Hal ini dibuktikan oleh hasil penelitian Baxamusa *et al.*, (2015). Mereka mengklasifikasikan investasi kedalam hirarki berdasar risiko informasi asimetris yang mendasarinya yaitu penambahan likuiditas yang berisiko rendah dan *capital expenditure (CAPEX)* berisiko sedang, serta investasi R&D yang termasuk berisiko tinggi.

Pandangan bahwa pengukuran informasi asimetris terkait dengan pola pembiayaan didukung oleh penelitian Leary & Roberts (2010) yang menyatakan bahwa asimetri informasi berhubungan dengan investasi masa depan perusahaan khususnya yang berukuran kecil, berusia muda, dan memiliki tingkat aset berwujud tinggi. Hasil penelitian Halov & Heider (2012) juga mendukung pandangan ini dimana saat terjadi informasi asimetris yang besar antara perusahaan dan pihak eksternal tentang risiko investasi proyek maka pendanaan ekuitas lebih disukai dibandingkan dengan utang.

Seiring pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi maka menuntut pembiayaan atas peluang investasi yang optimal. Peluang investasi yang dipilih perusahaan meliputi investasi pada aktiva lancar, aktiva tetap dan aktiva tidak berwujud. Investasi pada aktiva lancar biasanya memerlukan dana yang lebih sedikit karena terbatas untuk jangka waktu maksimal satu tahun sedangkan aktiva tetap memerlukan dana lebih besar karena jangka waktu penggunaannya lebih dari satu tahun (Ross *et al.*, 2013). Investasi pada aktiva tidak berwujud biasanya dilakukan untuk melakukan inovasi pada proses produksi atau mengembangkan produk baru yang imbal hasilnya belum diketahui pasti sehingga berisiko tinggi bagi perusahaan (Aboody & Lev., 2000)

Perusahaan yang mengalokasikan dananya pada aktiva lancar bertujuan menjamin keberlangsungan kegiatan operasionalnya. Hal ini tercermin pada tingkat modal kerja perusahaan. Modal kerja diformulasikan sebagai selisih antara aktiva lancar dengan kewajiban lancar dan menjadi indikator ukuran efisiensi operasional perusahaan dan kesehatan keuangan jangka pendek (Banos-Caballero *et al.*, 2010). Investasi pada modal kerja akan meningkatkan kelancaran pada proses produksi karena menjamin ketersediaan bahan baku. Departemen penjualan dapat berfungsi maksimal untuk memasarkan produk memenuhi kebutuhan konsumen, dan pengiriman produk tidak terganggu oleh keterlambatan proses produksi (Sudiyatno *et al.*, 2017).

Capital expenditure merupakan pengeluaran kas atau setara kas pada aset yang digunakan selama periode waktu lebih dari satu tahun seperti bangunan, pabrik dan peralatan (Buffett & Clark, 2008). CAPEX merupakan pembelian aset fisik atau berwujud yang melibatkan investasi dalam jumlah besar sehingga ketersediaan dana yang memadai sangatlah diperlukan. Selain itu, CAPEX terdiri dari pembelian aset

tetap yang dirancang untuk meningkatkan pendapatan bagi perusahaan dalam jangka panjang dan dapat juga mencakup peningkatan ke aset yang sudah dimiliki perusahaan.

Pengeluaran R&D merupakan kegiatan pendanaan yang tidak dimaksudkan untuk menghasilkan keuntungan langsung. Pendanaan R&D berperan penting untuk mengembangkan produk baru agar perusahaan dapat meningkatkan penjualannya dan mendapatkan pangsa pasar yang lebih besar (Usman *et al.*, 2017). Pendanaan R&D ini disisi lain membawa risiko lebih besar dan pengembalian investasi yang tidak pasti. Hal ini terjadi karena hasil utama investasi R&D adalah pengetahuan tentang cara membuat produk baru dan pengetahuan ini tidak saling bersaing antar perusahaan. Penggunaan pada satu perusahaan tidak menghalangi penggunaannya oleh perusahaan yang lain. Oleh karena pengetahuan ini tidak dapat terus dirahasiakan, imbal hasil investasi didalamnya juga tidak dapat disamakan oleh perusahaan lain. Oleh karena itu perusahaan tersebut akan enggan untuk berinvestasi sehingga mengarah pada kurangnya investasi R&D dalam perekonomian (Else, 2014).

Persaingan dan tantangan yang besar pembiayaan modal kerja, *capital expenditure* dan pengeluaran *R&D* terlebih dirasakan oleh perusahaan yang bergerak di industri manufaktur. Perusahaan manufaktur cenderung padat modal artinya dibutuhkan banyak pembiayaan untuk alat-alat berat atau aset tetap. Perusahaan di industri ini dituntut untuk melakukan inovasi proses produksi atau mampu menciptakan produk baru agar sukses memperoleh penjualan (Acaravci, 2015). Pembiayaan dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia menjadi faktor penting yang menentukan pertumbuhan industri ini dibanding sektor lainnya. Ada perbedaan karakter antara industri manufaktur dengan industri lain seperti ritel atau

jasa. Perbedaan utamanya adalah penggunaan mesin dan peralatan sebagai faktor produksi utama yang menentukan daya saing perusahaan. Oleh karena itu pelaku usaha industri manufaktur membutuhkan pola pembiayaan yang berbeda agar lebih kompetitif (Ginting, et al., 2019).

Perusahaan manufaktur yang beroperasi di Indonesia memiliki kebijakan yang mengandalkan pembiayaan dari utang. Survey yang dilakukan Sutomo (2019) pada 150 perusahaan manufaktur di Indonesia menemukan fakta bahwa mereka memiliki tingkat utang yang tinggi. Temuan ini menyiratkan bahwa pilihan sumber pendanaan yang berasal dari utang masih memberikan pengembalian yang lebih besar dibandingkan dengan biaya modal yang dibutuhkan. Hal ini juga didukung oleh Haron (2018) yang menyelidiki 365 perusahaan publik dan menyimpulkan bahwa pembiayaan internal lebih disukai dibandingkan pembiayaan dari bank dalam pembiayaan investasi dan proyek. Dengan demikian hal ini memberikan asumsi berlakunya teori *pecking order* pada struktur modal perusahaan di Indonesia.

Pembiayaan investasi perusahaan dikelompokkan kedalam hierarki berdasarkan risiko asimetri informasinya. Menurut penelitian Baxamusa *et al.*, (2015) investasi yang bertujuan menjaga likuiditas perusahaan misalnya menambah kas atau mencukupi kebutuhan modal kerja terkait dengan risiko asimetri informasi yang rendah sedangkan pengeluaran R&D terkait dengan risiko asimetri informasi yang tinggi. Disisi lain, *capital expenditure* cenderung difokuskan pada investasi dalam aktiva tetap sehingga diasumsikan berada diantara investasi yang menjaga likuiditas dengan pengeluaran R&D.

Penelitian di Indonesia mengenai kebijakan pembiayaan telah banyak dilakukan khususnya terkait dengan determinan pembiayaan dan pengaruhnya terhadap kinerja

keuangan atau nilai perusahaan sedangkan penelitian yang mempertimbangkan asimetri informasi atas investasi yang dilakukan di Indonesia masih sedikit. Literatur mencatat penelitian yang berfokus pada keputusan pembiayaan sudah banyak dilakukan di negara-negara yang maju. Negara berkembang seperti Indonesia sejauh yang penulis ketahui masih sangat sedikit menjadi obyek penelitian terkait pembiayaan perusahaan padahal Indonesia mengalami pertumbuhan ekonomi yang pesat dan menjadi yang tertinggi di Asia Tenggara (The World Bank, 2018) dan dibuktikan dengan menjadi anggota dalam G20 bahkan lembaga pemeringkat Moody mengelompokkan ekonomi Indonesia pada tingkat *investment grade* (The Jakarta Globe, 2012). Dari sisi pasar modal tercatat bahwa Indonesia memiliki kapitalisasi pasar terbesar kedua setelah Singapura dengan nilai US\$ 483,1 milyar di tahun 2017 (Kontan, 2017).

Penelitian ini mencoba mengungkap fakta tentang pengaruh pembiayaan dari arus kas, utang dan ekuitas terhadap investasi modal kerja, *capital expenditure* dan pengeluaran R&D. Hasil penelitian ini dapat memberikan bukti terkait pola pembiayaan investasi perusahaan dan mengetahui tentang berlakunya teori *pecking order* pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini juga dapat memperkaya literatur bisnis dan keuangan karena banyak penelitian sebelumnya yang hanya mengukur determinan keputusan pembiayaan namun belum memasukkan asimetri informasi terkait investasi yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan pembiayaan.

Secara khusus industri manufaktur dipilih karena investasi modal kerja, *capital expenditure* dan pengeluaran R&D dapat diamati dengan jelas pada keputusan pembiayaan investasi dibandingkan dengan industri jasa. Penelitian perlu mengambil data pada rentang mulai tahun 2012 sampai dengan 2018 untuk melihat dampak

diberlakukannya Surat Keputusan Kepala BAPEPAM tentang penyajian dan pengungkapan laporan keuangan emiten sejak tanggal 25 Juni 2012 pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

- 1) Apakah pembiayaan arus kas, utang, dan ekuitas eksternal berpengaruh positif terhadap investasi modal kerja?
- 2) Apakah pembiayaan arus kas, utang, dan ekuitas eksternal berpengaruh positif terhadap *capital expenditure*?
- 3) Apakah pembiayaan arus kas, utang, dan ekuitas eksternal berpengaruh positif terhadap *R&D expenditure*?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan diatas maka tujuan yang ingin dicapai pada penelitian ini adalah:

- 1) Untuk mengetahui pengaruh pembiayaan melalui arus kas, utang dan ekuitas terhadap investasi pada modal kerja
- 2) Untuk mengetahui pengaruh pembiayaan melalui arus kas, utang dan ekuitas terhadap *capital expenditure*
- 3) Untuk mengetahui pengaruh pembiayaan melalui arus kas, utang dan ekuitas terhadap *R&D expenditure*

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah, rumusan masalah, dan tujuan penelitian, diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan. Adapun manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai tambahan bukti empiris yang menjelaskan hubungan antara penggunaan dana dengan sumber dana perusahaan.
- 2) Penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan bagi manajer keuangan atau pengambil keputusan perusahaan dalam menentukan strategi pemanfaatan sumber dana yang tepat dari arus kas, utang, dan ekuitas untuk alokasi pembiayaan investasi modal kerja, *capital expenditure*, dan pengeluaran R&D di masa yang akan datang.
- 3) Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris dan informasi keuangan bagi para praktisi di bidang keuangan sebagai bahan perbandingan atau para akademisi yang akan melakukan penelitian lebih lanjut.

1.5 Lingkup Penelitian

Penelitian ini akan menguji pengaruh antara sumber dana terhadap penggunaan dana perusahaan. Isu penting dalam penelitian ini adalah perusahaan harus menyesuaikan preferensi sumber dana internal dan eksternalnya untuk mendanai investasi berdasarkan informasi asimetris yang mendasarinya. Pemilihan sumber dana yang tepat akan menentukan jenis-jenis penggunaan dana untuk investasi perusahaan berdasarkan sensitivitas risikonya.

Variabel dependen pada penelitian ini adalah penggunaan dana yaitu *capital expenditure*, pengeluaran *R&D* dan investasi modal kerja. Variabel independen dalam penelitian ini adalah sumber dana yaitu utang (*debt*), ekuitas (*equity*), dan arus kas (*cashflow*). Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah pertumbuhan penjualan (*sales growth*), aset berwujud (*tangibility*), cadangan kas (*cash*), profitabilitas (*profit*), ukuran perusahaan (*size*), dan usia perusahaan (*age*). Periode dalam penelitian ini berlangsung selama 6 tahun yaitu antara tahun 2012 - 2018 dengan menggunakan metode studi pustaka dan pendekatan kuantitatif.

1.6 Sistematika Tesis

Penulisan tesis ini disusun sesuai dengan sistematika sebagai berikut:

BAB 1 : PENDAHULUAN

Bab ini menyajikan latar belakang permasalahan, rumusan permasalahan, tujuan penelitian, manfaat penelitian, lingkup penelitian dan sistematika tesis.

BAB 2 : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini memaparkan landasan teori struktur modal, *pecking order*, pembiayaan arus kas, utang dan ekuitas, penggunaan dana untuk investasi modal kerja, *capital expenditure* dan pengeluaran *R&D*. Selain itu bab ini juga menyajikan penelitian terdahulu, pengaruh variabel pembiayaan terhadap penggunaan dana, dan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi variabel penggunaan dana perusahaan serta menyajikan kerangka konseptual, pengembangan hipotesis dan model analisis.

BAB 3 : METODE PENELITIAN

Bab ini berisi tentang penjelasan mengenai pendekatan jenis penelitian kuantitatif, definisi operasional dan pengukuran variabel dependen, independen dan

kontrol termasuk identifikasi dan formulasi pengukurannya. Di dalam bab ini juga memuat informasi mengenai jenis dan sumber data, populasi penelitian, kriteria pengambilan sampel, metode pengumpulan data, dan teknik analisis data yang digunakan termasuk langkah-langkah uji asumsi klasik dan pengujian hipotesis.

BAB 4 : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi tentang gambaran umum obyek penelitian pada konteks perusahaan manufaktur publik di Indonesia, analisis deskriptif sampel penelitian, analisis model dan pengujian hipotesis, dan pembahasan hasil penelitian berupa pengaruh variabel pembiayaan terhadap variabel pendanaan. Hasil penelitian juga diperiksa keakuratannya melalui uji ketahanan (*robustness*).

BAB 5 : PENUTUP

Bab ini berisi tentang simpulan, implikasi penelitian dan keterbatasan penelitian beserta arah bagi peneliti selanjutnya. Simpulan berisi tentang hal-hal yang pokok dan penting guna menjawab rumusan masalah dalam penelitian. Implikasi penelitian berisi pertimbangan dan rekomendasi bagi para praktisi untuk mengambil keputusan tentang pembiayaan perusahaan. Keterbatasan penelitian mengungkapkan kendala yang dihadapi penulis selama melakukan penelitian. Penulis juga memberikan arah yang dapat digunakan para akademisi yang tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut.