

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Seiring dengan perkembangan globalisasi, setiap perusahaan melakukan pengembangan usahanya untuk menghadapi persaingan yang semakin ketat dalam pasar ekonomi global. Dalam hal ini perusahaan diwajibkan memiliki kemampuan dan sumber daya manusia yang memadai agar mampu bersaing pada kompetisi bisnis yang semakin ketat. Menurut Brigham & Gapenski (1996) setiap perusahaan memiliki tujuan utama untuk memaksimalkan kemakmuran para pemilik atau pemegang saham. Kemakmuran dapat ditingkatkan melalui kinerja perusahaan, akan tetapi dalam kenyataannya dunia usaha masih mengalami beberapa hambatan dalam meningkatkan kinerja perusahaan salah satunya masalah pendanaan. Dalam kegiatan peningkatan nilai perusahaan pengaturan manajemen keuangan dinilai sangat penting untuk dilakukan, salah satunya melalui kegiatan pendanaan.

Menurut Mamduh (2012) kegiatan pendanaan dibagi menjadi dua kegiatan utama, yaitu mencari sumber dana dan penggunaan dana. Perusahaan seringkali menghadapi berbagai macam permasalahan dalam pengambilan keputusan pendanaan seperti keputusan investasi, kebijakan pendanaan, dan kebijakan dalam menentukan berapa besar dividen yang harus dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham. Kebijakan pendanaan merupakan salah satu kebijakan yang

sangat berpengaruh dalam perusahaan, karena menyangkut peroleh sumber dana sebagai operasional perusahaan.

Pendanaan pada perusahaan terdiri atas pendanaan dari dalam dan pendanaan dari luar. Pendanaan dari dalam (*internal*) terdiri atas modal sendiri (*equity*) dan laba ditahan yakni laba yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham namun digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Seiring dengan perkembangan ekonomi dan teknologi yang berkembang pesat maka pendanaan dari dalam perusahaan tidaklah cukup untuk memenuhi perkembangan kebutuhan perusahaan, sedangkan pendanaan dari luar (*eksternal*) berasal dari para kreditur yang biasa disebut hutang dan dari pemilik yang disebut sebagai modal. Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan perusahaan yang bersumber dari *eksternal* (Nabela, 2012).

Manajemen perusahaan yang dituntut untuk memenuhi pendanaan perusahaan mendapat tambahan dana yang dibutuhkan dari luar perusahaan (*eksternal*) yaitu dari para kreditur atau yang disebut dengan hutang. Menurut Jensen & Meckling (1976) dengan menggunakan hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal, sehingga dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* dalam membiayai kegiatan yang dirasa tak optimal.

Hutang memiliki dua keunggulan penting dalam membiayai investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pertama, bunga yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan menurunkan biaya efektif

utang tersebut. Kedua, kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan baik (Solikahan & Helmy D., 2013).

Hutang juga meningkatkan resiko bagi perusahaan, sehingga seorang manajer harus berhati-hati dalam penggunaannya karena, semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan (Gusti, 2013).

Kedua hal tersebut membuat kebijakan hutang tidak mudah untuk dilakukan dalam perusahaan, perusahaan yang memiliki hutang akan terdapat lebih banyak pihak yang memiliki kepentingan individu yang berbeda-beda sehingga dalam pembuatan keputusan pendanaan tidak akan terlepas dari konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik keagenan timbul akibat perbedaan kepentingan antara para pemegang saham (*principal*) dengan manajemen (*agent*). Dalam perusahaan pemegang saham (*principal*) dengan manajemen (*agent*) memiliki hubungan yang disebut dengan teori keagenan (*Agency Theory*).

Konflik antara pemegang saham dengan manajemen ini dapat diminimumkan dengan kebijakan hutang maupun peningkatan struktur manajerial. Dengan melakukan kebijakan hutang manajer akan lebih mengurangi penggunaan arus kas perusahaan karena harus membayar hutang, dan dengan peningkatan struktur manajerial maka manajer juga berperan sebagai pemegang saham, sehingga apapun yang dilakukan oleh manajer akan berpengaruh ke dirinya sendiri.

Manajer perusahaan harus hati-hati dalam pengambilan keputusan pendanaan terutama ketika berhutang. Karena hutang juga meningkatkan resiko pada perusahaan, semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan (Gusti, 2013). Perusahaan yang tidak mampu untuk membayar hutang tersebut maka likuiditas perusahaan akan terancam, dan pada akhirnya akan mengancam manajer itu sendiri, bahkan menyebabkan perusahaan pailit.

Seperti halnya yang terjadi pada PT Nyonya Meneer, perusahaan jamu yang berdiri sejak tahun 1919 akhirnya dinyatakan pailit oleh Pengadilan Niaga Semarang pada 3 Agustus 2017. Sebelumnya PT Nyonya Meneer mengalami krisis operasional yang cukup panjang dari tahun 1984 hingga 2000, internal perusahaan tersebut tidak stabil akibat sengketa perebutan kekuasaan perusahaan oleh sejumlah pihak. Pengadilan Niaga Semarang sempat menyetujui permintaan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) dari Nyonya Meneer di tahun 2015, namun perusahaan tidak sanggup membayar hutang kepada 35 kreditur yang mencapai Rp 89 miliar, hingga akhirnya dinyatakan pailit 2017.

Kekhawatiran akan terjadinya kebangkrutan menuntut manajer agar efisien, sehingga akan memperbaiki biaya agensi (*agency cost*) perusahaan. Hutang akan memaksa perusahaan untuk membayar biaya pokok dan bunga sehingga akan mengurangi *free cash flow* dan akan mengurangi perilaku manajer untuk memuaskan diri sendiri.

Free cash flow atau aliran kas dalam merupakan kas perusahaan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham dan tidak lagi diperlukan untuk operasional maupun investasi perusahaan (Azis, 2010). *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, pembelian saham kembali, pembayaran deviden, atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang. *Free cash flow* sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, ketika *free cash flow* tersedia, manajer diduga akan menggunakan *free cash flow* tersebut tidak efisien sehingga akan terjadi inefisiensi pada perusahaan, hal ini juga memunculkan konflik keagenan.

Penelitian *free cash flow* oleh Sibagaring (2013) menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, apabila *free cash flow* mengalami peningkatan maka kebijakan hutang perusahaan juga akan mengalami penambahan nilai untuk kegiatan pendanaan perusahaan dan begitu juga sebaliknya. Dengan meingkatkan hutang manajer dapat mengurangi control terhadap aliran kas perusahaan sehingga menurunkan biaya agensi yang timbul akibat konflik keagenan. Hal tersebut didukung oleh penelitian Ni Made & I Putu (2017), Sibagaring (2013) serta Deni & Ruzikna (2017) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan berbeda halnya dengan Suryani & Khafid (2015) yang menyatakan bahwa perusahaan akan mengutamakan pendanaan dari dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan memiliki dana internal yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan

pendanaan eksternal untuk mencukupi kebutuhannya. Hal tersebut didukung oleh penelitian Suryani & Khafid (2015) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Selain itu juga terdapat faktor lain yaitu kepemilikan institusional (*institutional ownership*). Menurut Jensen & Meckling (1976) kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Kepemilikan institusional dianggap mampu menjadi *monitoring* terhadap keputusan manajer termasuk dalam kebijakan penggunaan hutang.

Peneliti (Yuli, 2014) menyatakan bahwa adanya kepemilikan Institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang optimal. Bila institusional tidak puas atas kinerja manajerial maka mereka akan menjual sahamnya. Hal tersebut akan mendorong manajer untuk menstabilkan pembayaran deviden dengan cara berhutang. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Saiful Anwar (2019) dan Salehi, Lotfi, & Farhangdoust (2017) dalam penelitian “*The Effects of Financial Distress Cost on Ownership Structure and Debt Policy, An Application of Simultaneous Equations In Iran*” yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda diperoleh pada penelitian Adita & Atim (2009) yang menyatakan bahwa keputusan hutang menjadi kewenangan manajerial dalam memutuskan penggunaan dana untuk operasional perusahaan, sehingga dalam hal ini seorang prinsipat tidak berwenang dalam pengambilan keputusan penggunaan dana eksternal berupa hutang. Penelitian ini diperkuat oleh penelitian Deni & Ruzikna (2017) serta

penelitian Taufik Akhbar (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Variabel selanjutnya yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang yaitu kepemilikan manajerial. Menurut Sujoko dan Subiantoro (2007) dalam Yuli (2014) kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan yang diukur dengan menggunakan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen.

Pada dasarnya tugas seorang manajer adalah untuk memaksimalkan keuntungan kepada para pemegang saham perusahaan (Yong H. Kim, Jong C. Rhim, & Daniel L. Friesner, 2007). Kepemilikan manajerial menyatakan bahwa manajer memiliki peran ganda yakni sebagai manajer dan pemegang saham dengan hal tersebut dapat memicu konflik keagenan karena konflik tersebut menuntut adanya keseimbangan antara pemegang saham dengan manajer.

Salehi et al. (2017) menyatakan cara untuk meminimalisasi konflik tersebut adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio* dan kepemilikan saham oleh manajemen, sehingga dibutuhkan dana yang lebih besar untuk perusahaan yang salah satunya berasal dari kebijakan hutang. Penelitian ini didukung oleh Yong H. Kim, Jong C. Rhim, & Daniel L. Friesner (2007), Taufik Akhbar (2017), serta (Rohmah, Andini, & Pranaditya (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian berbeda dilakukan pada penelitian Adita & Atim (2009) menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer akan merasakan langsung

manfaat dari keputusan yang diambil dan akan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil itu salah, dengan demikian manajer tidak mungkin bertindak *opportunistic* dikemudian hari dan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang. Penelitian ini memperkuat Sheisarvian, Sudjana, & Saifi (2015) dan Deni & Ruzikna, (2017) yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berbeda halnya dengan Sibagaring (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Variabel berikutnya yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah profitabilitas (*profitability*). Tingkat profitabilitas merupakan informasi penting untuk menilai status sebuah perusahaan (Korkmaz, 2016). Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba yang digunakan untuk kegiatan operasinya Myers (1984) dalam Astuti (2015) menyatakan perusahaan dalam melakukan pendanaan kegiatan investasi harus memperhatikan *pecking order* yaitu urutan penggunaan dana yang dimulai dari laba ditahan yang kemudian diikuti oleh hutang dan ekuitas.

Penelitian Ni Made & I Putu (2017) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan memiliki tingkat hutang yang tinggi didukung dengan teori keagenan dimana karena profit yang tinggi, maka profit tersebut akan dibagikan dalam bentuk deviden, selanjutnya pendanaan perusahaan akan menggunakan hutang agar tidak terjadi penyalagunaan dan oleh manajemen. Hasil tersebut diperkuat oleh penelitian Astuti (2015) dan Waluyo (2018) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berbeda halnya dengan penelitian Anindhita (2017) yang menyatakan perusahaan

dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan menggunakan laba ditahan sebagai pendanaan karena dianggap cukup, hal tersebut didukung oleh *pecking order theory* yang menjelaskan penggunaan laba ditahan sebagai pilihan pertama kemudian baru menggunakan hutang. Penelitian ini diperkuat oleh Adita & Atim (2009), Sheisarvian et al. (2015), Agus & Salsabila (2019) serta Nurhalis et al. (2019) dalam penelitian yang berjudul “*Analysis of Factors Affecting the Company's Debt Policy with Pecking Order Theory in Wholesale and Retail Companies in Indonesia*” yang menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER).

Variabel lain yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu kebijakan deviden. Menurut Brigham & Houston F (2013) kebijakan deviden adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan diberikan kepada pemegang saham, yang akan diinvestasikan kembali atau ditahan dalam perusahaan. Pembagian alokasi antara laba ditahan dengan laba yang dibagikan merupakan aspek penting dalam kebijakan deviden, sehingga perusahaan memiliki kewajiban untuk menyiapkan dana untuk pembayaran deviden.

Dalam penelitian Suryani & Khafid (2015) menyatakan bahwa semakin tinggi kebijakan deviden maka semakin tinggi kebijakan hutang, karena pertama kalinya perusahaan akan memanfaatkan pendanaan dari laba ditahan apabila laba ditahan apabila laba ditahan tidak mencukupi maka baru akan digunakan pendanaan dengan hutang. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran deviden maka persediaan laba ditahan akan semakin kecil yang menimbulkan penggunaan

hutang. Penelitian tersebut didukung Yuli (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pada penelitian Sheisarvian, Sudjana, & Saifi (2015) menyatakan bahwa penggunaan kebijakan untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan guna mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal sehingga dapat mengurangi perilaku manajer untuk menggunakan kelebihan itu untuk kepentingan pribadi, hal tersebut dapat terjadi pada perusahaan yang *low growth* dan *profitable*. Dengan demikian perusahaan dapat membayar deviden yang tinggi dan untuk kesempatan investasi yang ada tanpa adanya tambahan dana berupa hutang. Penelitian ini diperkuat oleh penelitian Deni & Ruzikna (2017), penelitian Siti Nur & Agus (2017) dengan berjudul "*The Analysis of Financial Performance in Moderating Determinant of Company Debt Policy*" serta penelitian Yong H. Kim et al. (2007) yang menyatakan bahwa kebijakan deviden memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan latar belakang uraian dan tidak konsistennya hasil penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang maka penulis tertarik untuk menguji kembali variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur dengan judul "Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas dan Kebijakan Deviden terhadap Kebijakan Hutang". Penelitian ini merupakan replikasi ekstensi dengan metode reduksi dari penelitian Sheisarvian et al. (2015) dan Adita & Atim (2009) yang membahas tentang variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan di Indonesia. Penulis membedakan penelitian ini dengan pengurangan

variabel yang digunakan yaitu ukuran perusahaan (*firm size*) dan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunity*). Selain itu penelitian ini dilakukan pada kondisi periode waktu saat ini dan lebih focus pada sector manufaktur karena sector tersebut memiliki daya saing yang tinggi, peluang pertumbuhan yang besar, dan berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi.

B. Batasan Penelitian

Batasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Periode yang digunakan dalam penelitian ini periode 2014-2017
2. Obyek penelitian menggunakan perusahaan subsektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Free Cash Flow* Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Profitabilita, dan Kebijakan Dividen.

C. Rumusan Masalah

1. Apakah *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2017?
2. Apakah Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2017?

3. Apakah Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2017?
4. Apakah Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2017?
5. Apakah Kebijakan Deviden berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2017?

D. Tujuan Penelitian

1. Menguji dan menganalisis pengaruh positif signifikan *Free Cash Flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2017.
2. Menguji dan menganalisis pengaruh positif signifikan Kepemilikan Institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2017.
3. Menguji dan menganalisis pengaruh negatif signifikan Kepemilikan Manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2017.
4. Menguji dan menganalisis pengaruh negatif signifikan Profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2017.

5. Menguji dan menganalisis pengaruh positif signifikan Kebijakan Deviden terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2017.

E. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat secara teoritis maupun praktik sebagai berikut :

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan mampu menjadi referensi, informasi, pengetahuan dan pengembangan pembelajaran terutama yang berhubungan dengan manajemen keuangan, khususnya mengenai keputusan pendanaan pada perusahaan.

2. Manfaat Praktis

Penelitian ini bagi manajer diharapkan dapat memberikan pertimbangan dalam menentukan keputusan pendanaan yang akan diambil oleh perusahaan dalam memanfaatkan keuangannya baik untuk operasional perusahaan maupun investasi. Sementara bagi investor penelitian ini mampu menjadi daya tarik untuk melakukan investasi berdasarkan pengelolaan pendanaan yang benar.