

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Secara nyata pertumbuhan industri properti berkembang pesat sejak awal tahun 2010 hingga kuartal II tahun 2013, namun setelah itu industri properti mengalami masa sulit pada kuartal III tahun 2013 hingga sepanjang tahun 2015. Hal ini dapat dibuktikan dengan penurunan pertumbuhan harga properti residensial pada tahun 2015 di pasar primer baik secara triwulan maupun tahunan. Indeks harga properti residensial pada triwulan III tahun 2015 menunjukkan pertumbuhan sebesar 0,99% (*qtd*) atau 5,46% (*yoy*) yang lebih rendah dibandingkan dengan triwulan sebelumnya yaitu sebesar 1,38% (*qtd*) atau 5,95% (*yoy*). Selain itu juga dapat dibuktikan dengan pertumbuhan penjualan properti residensial yang terjadi pada triwulan III 2015 sebesar 7,66% (*qtd*) menurun dibandingkan dengan triwulan sebelumnya yaitu sebesar 10,84% (*qtd*).

Perlambatan penjualan ini disebabkan oleh adanya perlambatan pertumbuhan ekonomi global, laju suku bunga yang tinggi, perlemahan daya beli masyarakat, dan devaluasi rupiah terhadap dolar AS, namun pada tahun 2016 akan menjadi angin segar bagi industri properti untuk dapat mendongkrak kembali pertumbuhannya dikarenakan adanya beberapa faktor peluang. *Real Estate Indonesia (REI)* memproyeksikan pertumbuhan industri property tahun 2016 tumbuh sebesar 10% hingga 12%, meningkat dibandingkan dengan pertumbuhan realisasi tahun 2015 sebesar 7%. Faktor-faktor peluang ini diantaranya adalah

suku bunga Bank Indonesia (*BI rate*) yang secara konsisten menurun sejak Januari 2016 hingga Juli 2016, *BI rate* pada Januari 2016 menunjukkan nilai sebesar 7,25% dan pada Juli 2016 menurun menjadi sebesar 6,50%. Penurunan *BI rate* berdampak terhadap penurunan suku bunga Kredit Perumahan Rakyat (KPR) dan mendorong terbukanya peluang pembiayaan melalui skema Dana Investasi *Real Estate* (DIRE). Penurunan suku bunga KPR mengakibatkan terjadinya peningkatan permintaan properti oleh masyarakat, karena diketahui berdasarkan data yang diperoleh dari *IndoAnalisis Research* bahwa rata-rata sebesar 75,89% konsumen lebih mengandalkan cara pembiayaan melalui KPR untuk membeli properti residensial tahun 2011-2014. Faktor peluang lainnya adalah BI memperkirakan tingkat pertumbuhan perekonomian Indonesia tahun 2016 mencapai 5%. Hal ini disebabkan oleh pelaksanaan kebijakan yang pro aktif oleh pemerintah. Kebijakan yang dimaksud diantaranya adalah kebijakan moneter yang penuh kehati-hatian, bertambahnya investasi infrastruktur, dan pelaksanaan reformasi kebijakan untuk memperkuat iklim investasi, salah satunya adalah implementasi paket kebijakan ekonomi di bidang properti yang berfokus pada tiga hal yaitu: 1) meningkatkan daya saing industri properti, 2) mempercepat proyek-proyek strategis nasional dan 3) meningkatkan investasi di bidang properti.

Kebijakan di bidang properti yang dilaksanakan oleh pemerintah diantaranya adalah penurunan tarif bea Perolehan Hak Atas Tanah Bangunan (BPHTB) menjadi maksimal 1% yang sebelumnya berlaku tarif maksimal sebesar 5% bagi tanah dan bangunan yang menjadi aset dana investasi *real estate* (paket kebijakan ekonomi XI), pemangkasan jumlah dan waktu perizinan pembangunan hunian

masyarakat berpenghasilan rendah (paket kebijakan ekonomi XIII), relaksasi ketentuan rasio *Loan to Value* (LTV) dan *Financing to Value* (FTV) untuk pembiayaan properti khusus rumah tapak, rumah susun dan ruko yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia memberikan dampak terhadap penurunan *down payment* dan juga penurunan *tiering* untuk rumah pertama, kedua, dan seterusnya serta pembuatan kebijakan baru dalam program rumah bersubsidi bagi Masyarakat Berpenghasilan Rendah (MBR) yaitu MBR dapat memohon permintaan kredit rumah bersubsidi melalui pembiayaan KPR FLPP (Kredit Kepemilikan Rumah melalui Fasilitas Likuidasi Pembiayaan Perumahan) dengan waktu yang lebih singkat, yaitu 3 hari dibandingkan dengan sebelumnya yang memakan waktu selama 7 hari. Pembiayaan melalui KPR FLPP memberikan suku bunga kredit dan cicilan yang ringan kepada MBR.

Kemudian pelaksanaan *tax amnesty* yang mulai dilaksanakan pada Juli 2016 juga diyakini memiliki dampak terhadap peningkatan investasi properti di Indonesia. Faktor lainnya yakni pemberlakuan Masyarakat Ekonomi Asean (MEA). Dengan sudah diberlakukannya MEA, maka berpeluang meningkatkan minat investor asing untuk berinvestasi pada sektor properti di Indonesia, karena pasalnya jumlah nilai investasi Penanaman Modal Asing (PMA) di sektor properti terus meningkat sejak tahun 2011-2015. Tabel I.1 menunjukkan jumlah dan pertumbuhan investasi PMA pada sektor properti di Indonesia tahun 2011-2015 berdasarkan data yang diperoleh dari IndoAnalysis *Research*.

Tabel I.1

**Pertumbuhan Investasi Properti di Indonesia Tahun 2011-2015 Berdasarkan
Investasi PMA**

	2011	2012	2013	2014	2015
Investasi PMA (US Juta Dolar)	198,7	401,78	677,7	1168,4	2433,58
Pertumbuhan Investasi PMA	-81,1%	102,2%	68,7%	72,4%	108,3%

Sumber: *IndoAnalysis Research*, diolah dari Badan Kordinasi Penanaman Modal (BKPM).

Pertumbuhan investasi PMA yang terus meningkat mencerminkan prospek yang cerah bagi negara Indonesia untuk layak dijadikan tempat berinvestasi di bidang *real estate* dan *property* oleh negara asing. Hal ini juga didukung dengan hasil survei “*Emerging Trends in Real Estate Asia Pasific 2013*” yang dilakukan oleh *Price Waterhouse Cooper (PwC)* menunjukkan bahwa Jakarta adalah menjadi kota teratas untuk lokasi tujuan investasi dan pengembangan tahun 2013.

Dengan adanya sentimen-sentimen positif tersebut, maka dapat memicu peningkatan nilai kapitalisasi pasar properti, karena meningkatnya permintaan properti dan membuat perusahaan properti akan lebih gencar untuk meluncurkan proyek-proyek baru. Perusahaan properti dalam melaksanakan proyek-proyek baru dan melakukan ekspansi bisnis tentu berdampak terhadap peningkatan kebutuhan dana tambahan yang berasal dari pihak eksternal. Tambahan dana yang berasal dari pihak eksternal salah satunya dapat diperoleh melalui utang. Kebijakan utang merupakan salah satu bagian dari kebijakan struktur modal yang dilakukan perusahaan guna untuk memperoleh sumber dana dari pihak eksternal

untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Dalam kebijakan utang, manajemen perusahaan membuat keputusan dalam menentukan berapa jumlah utang yang digunakan sebagai sumber pembiayaan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Sumber dana dalam bentuk utang dapat berupa utang kepada bank atau perusahaan lain maupun utang kepada masyarakat dalam bentuk surat utang atau disebut sebagai obligasi.

Berdasarkan data dari 50 perusahaan sektor *Real Estate* dan *Property* menunjukkan rata-rata *debt ratio* pada tahun 2011 sebesar 36% meningkat menjadi 38% pada tahun 2012, kemudian meningkat kembali menjadi 39% pada tahun 2013 dan menunjukkan angka yang stabil pada tahun 2014 sebesar 39%. Dari data tersebut penggunaan utang oleh perusahaan *real estate* dan *property* terjadi peningkatan walaupun tidak terlalu besar, namun karena terdapat banyaknya peluang yang terjadi dimulai tahun 2016 membuat industri properti diperkirakan akan mengalami pertumbuhan bisnis yang pesat, sehingga mendorong perusahaan untuk meningkatkan penggunaan utang sebagai sumber pendanaannya guna untuk melakukan ekspansi atau meningkatkan produktivitas perusahaan, namun perlu diperhatikan bahwa peningkatan jumlah utang yang besar juga akan menghasilkan peningkatan risiko kebangkrutan perusahaan, maka dari itu manajemen perlu memperhatikan kemampuan perusahaan untuk membayarkan beban bunga dan mengembalikan dana pinjamannya.

Kebijakan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan ini sesuai dengan model MM dengan pajak yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963). Kebijakan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga

dari utang yang dibayarkan kepada pemberi pinjaman bersifat *deductible* atau menjadi pengurang atas laba usaha sehingga mengurangi beban pajak perusahaan dan berdampak terhadap kas yang didistribusikan kepada para pemegang saham dan kreditor semakin meningkat, namun kebijakan utang juga dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat kondisi manfaat dari penggunaan utang lebih kecil dari pada biaya kebangkrutan yang dihasilkan.

Peningkatan penggunaan utang juga dapat berperan sebagai salah satu alternatif pengurangan biaya agensi (*agency cost*). Biaya agensi digunakan untuk membiayai kegiatan monitoring perilaku manajer dari konflik yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham. Konflik ini terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan perusahaan dengan pihak manajer, dimana pihak manajer yang bertugas untuk mengelola dan mengendalikan sebuah perusahaan cenderung bertindak untuk kepentingan diri sendiri dibandingkan kepentingan para pemegang saham. Adanya penggunaan sumber modal dalam bentuk utang dapat mengendalikan perilaku manajer, karena utang menimbulkan kewajiban untuk harus dilunasi pembayarannya beserta biaya bunga pinjamannya sehingga membuat manajer bekerja keras untuk menghasilkan laba agar kewajiban pembayaran tersebut dapat terpenuhi. Akan tetapi penggunaan utang yang cukup tinggi juga akan menghasilkan konflik keagenan antara *shareholders* dengan *debtholders*.

Penggunaan utang lebih memberikan manfaat dibandingkan dengan sumber pendanaan eksternal lainnya yaitu dengan menerbitkan saham baru dikarenakan beberapa alasan, diantaranya adalah : (1) adanya manfaat pengurangan pajak

penghasilan perusahaan karena biaya bunga pinjaman yang dapat menjadi pengurang pada saat menghitung penghasilan kena pajak, (2) biaya modal utang yang lebih murah dibandingkan dengan biaya modal menerbitkan saham baru, (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan dalam bentuk utang daripada pendanaan melalui bentuk saham, (4) kontrol manajemen akan lebih besar dengan adanya utang daripada saham baru, (5) manajer khawatir jika menerbitkan saham baru akan menghasilkan sinyal negatif yang ditangkap oleh investor karena adanya informasi asimetri sehingga berdampak terhadap penurunan harga saham perusahaan, namun dibalik manfaat pendanaan dalam bentuk utang, utang juga memiliki dampak negatif yaitu penggunaan utang lebih rentan terjadinya risiko kebangkrutan jika tidak dikelola dengan baik.

Pernyataan ini sesuai dengan teori "*trade-off*". Berdasarkan *trade off theory* dikatakan bahwa semakin besar jumlah utang yang digunakan, maka semakin besar pula risiko kebangkrutan yang ditanggung oleh perusahaan karena semakin besar peluang perusahaan tidak mampu membayar pinjamannya. Apabila pada kenyataannya laba bersih perusahaan tidak mampu menutupi pembayaran biaya bunga, maka pemegang sahamlah yang menanggung kekurangan utang yang belum dibayarkan dan perusahaan dapat menghadapi kebangkrutan apabila tidak mampu membayar. Risiko kebangkrutan juga terjadi ketika jumlah biaya kebangkrutan meningkat lebih tinggi dibandingkan dengan penghematan pajak yang dihasilkan. Dalam hal ini menuntut manajer keuangan untuk mampu menyeimbangkan komposisi utang dengan modal agar membentuk sumber modal yang optimal.

Agar perusahaan dapat memaksimalkan manfaat dari penggunaan utang dan meminimalkan risiko atas penggunaan utang, maka perlu untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang. Banyak faktor yang mempengaruhi kebijakan utang.

Menurut Brigham dan Houston (2011:180) terdapat dua belas faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal. Faktor-faktor tersebut yaitu: stabilitas penjualan, struktur aset, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, kendali, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemberi peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan.

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi tentu akan menghasilkan laba yang juga tinggi, sehingga membuat tersedianya dana internal yang memadai untuk membiayai segala aktivitas operasional perusahaan. Hal ini membuat perusahaan cenderung memiliki tingkat utang yang rendah karena perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal yang dimiliki yaitu laba ditahan dan depresiasi sebagai sumber pendanaan. Alasan perusahaan lebih memilih menggunakan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal berlandaskan pada *pecking order theory* yang menjelaskan tentang hierarki sumber dana yang disukai oleh perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan. Sumber pendanaan yang pertama kali dipilih adalah sumber dana internal, kemudian sumber dana eksternal dengan menggunakan utang, dan yang terakhir adalah sumber dana eksternal dengan menerbitkan saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Sheisarvian, Sudjana, dan Saifi (2015), Purwasih, Agusti dan Al-azhar (2014), Nurhayati (2012), Syadeli (2013), Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan

terhadap kebijakan utang. Peneliti lain menunjukkan hasil yang berbeda yaitu oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012), Suastawan (2014), Simiyu dan Huo (2013), Astuti dan Nurlaelasari (2013) mengungkapkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian Pradhana, Taufik dan Anggaini (2014) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian Hastalona (2013) dan Najjar (2011) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan *agency theory* kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Pembagian dividen kepada pemegang saham dapat berperan mengurangi *agency cost*, karena pembagian dividen sebagai salah satu kegiatan monitoring tindakan manajer yang bertujuan untuk mengatasi kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) yang dikendalikan oleh manajer. Pembayaran dividen kepada pemegang saham dapat mensubstitusi fungsi utang yang juga berperan sebagai pengurang biaya agensi, sehingga peningkatan jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham berpengaruh terhadap menurunnya jumlah utang yang digunakan, namun berdasarkan *pecking order theory*, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Manajemen perusahaan lebih mengandalkan menggunakan sumber pendanaan internal perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen, hal ini dikarenakan kekhawatiran terhadap informasi asimetris dan biaya modal yang lebih murah dengan menggunakan dana internal. Penggunaan dana internal untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham berdampak terhadap pengurangan laba ditahan yang tersedia untuk

membayai aktivitas investasi, oleh karena itu manajemen akan membutuhkan dana tambahan dari pihak eksternal berdasarkan hirarki sumber dana yang disukai perusahaan berdasarkan *pecking order theory*, yaitu dalam bentuk utang. Semakin besar tingkat dividen yang dibayarkan, maka semakin besar utang yang dibutuhkan oleh perusahaan. Hasil penelitian Larasati (2011), Sheisarvian, Sudjana dan Saifi (2011), Steven dan Lina (2011) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Berbeda dengan hasil penelitian penelitian Keni dan Dewi (2013) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Kemudian hasil penelitian Suyatmini, Triyono dan Wahyuddin (2013), Natasari dan Januarti (2014), Yenziatie dan Destriana (2010) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang, dan hasil penelitian Purwasih, Agusti dan Al-Azhar (2014), Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang.

Pajak perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Beban bunga yang dihasilkan ketika perusahaan melakukan pinjaman dapat dimanfaatkan sebagai pengurang beban pajak penghasilan, sehingga menghasilkan beban pajak yang dibayarkan menjadi lebih rendah. Pengurangan pajak sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi, maka dari itu semakin tinggi tarif pajak yang diberlakukan, maka semakin besar perusahaan terdorong untuk meningkatkan jumlah penggunaan utang, karena perusahaan ingin memanfaatkan *interest tax shield* dari biaya bunga. Hasil penelitian Gill dan Mathur (2011)

menunjukkan bahwa *effective tax rate* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Berbeda dengan hasil penelitian Lukiana dan Hartono (2014) menunjukkan bahwa beban pajak berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Kemudian hasil penelitian Hastalona (2013), Ashraf dan Rasool (2013) menunjukkan bahwa *tax rate* berhubungan negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang, dan hasil penelitian Sayuthi dan Raithari (2013), Suyatmini, Triyono, dan Wahyuddin (2013), Anderloni dan Tanda (2014) menunjukkan bahwa *tax rate* berhubungan positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang.

Risiko bisnis juga menjadi salah satu indikator dalam menentukan kebijakan utang, dalam hal ini risiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan ditandai ketidakpastian proyeksi pengembalian atas modal yang diinvestasikan (*return on invested capital- ROIC*) atau ketidakpastian atas ROE apabila perusahaan tidak menggunakan utang. Salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya risiko bisnis adalah karena penggunaan biaya tetap operasi yang besar. Semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, maka semakin besar peluang terjadinya kebangkrutan oleh perusahaan karena ketidakmampuan perusahaan dalam melakukan pengembalian dana pinjaman dan pembayaran biaya bunga sehingga perusahaan akan memutuskan untuk membatasi penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Hasil penelitian Ardianto, Nur DP dan Azlina (2014), Lukiana dan Hartono (2014), Lim (2012) yang menyatakan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

Kemudian penelitian Hastalona (2013), Nurhayati (2012), Yeniatie dan Destriana (2010), Simiyu dan Huo (2013) menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang. Berbeda dengan hasil penelitian oleh Ashraf dan Rasool (2013) menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang.

Peneliti meyakini bahwa industri sektor *real estate* dan *property* dapat meningkatkan jumlah utang di masa depan sebagai sumber pendanaan, karena seiring dengan peluang pertumbuhan bisnis properti yang terjadi karena disebabkan oleh berbagai sentimen positif yang sudah dipaparkan sebelumnya, karena hal inilah yang membuat peneliti merasa perlu untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *real estate* dan *property*. Selain itu, berdasarkan hasil penelitian sebelumnya masih terjadinya ketidakkonsistenan hasil penelitian (*research gap*), sehingga membuat peneliti ingin meneliti kembali mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014. Faktor-faktor yang dianalisis diantaranya adalah profitabilitas, kebijakan dividen, pajak perusahaan dan risiko bisnis terhadap kebijakan utang.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian masalah penelitian yang sudah dijelaskan, maka dapat diidentifikasi masalah-masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014?

2. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014?
3. Apakah pajak perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014?
4. Apakah risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014?

C. Tujuan Penelitian

1. Menguji dan menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014.
2. Menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014.
3. Menguji dan menganalisis pengaruh pajak perusahaan terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014.
4. Menguji dan menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap terhadap kebijakan utang pada perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014.

D. Kegunaan Penelitian

1. Kegunaan Praktis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan dan penilaian dalam merumuskan kebijakan utang perusahaan dan dalam mengelola utang perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2. Kegunaan Praktis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi investor untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga dapat membantu dalam pengambilan keputusan untuk melakukan penanaman modal pada perusahaan.

3. Kegunaan Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan referensi untuk penelitian selanjutnya yang akan melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang.