

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pada saat sebuah perusahaan akan melakukan ekspansi menjadi perusahaan yang besar, mereka akan membutuhkan modal optimal untuk menunjang seluruh aktivitas operasionalnya. Modal optimal yang dipakai oleh perusahaan berasal dari hutang dan ekuitas. Penggunaan hutang akan menimbulkan pembayaran bunga oleh perusahaan dan ekuitas akan menyebabkan pembayaran deviden kepada pemegang saham. Pada teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Husnan (2015:10-11), manajer (*agent*) dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kemauan pemegang saham (*principals*). Maka diperlukan mekanisme yang mengatur agar manajer mau bertindak sesuai dengan kemauan pemegang saham. Salah satunya adalah dengan menambahkan porsi penyertaan hutang didalam struktur modal perusahaan.

Teori struktur modal pertama kali dikemukakan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller (1958) dalam Bringham (2006:33) bahwa, nilai sebuah perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Dengan kata lain, walaupun perusahaan menggunakan beragam cara untuk mendanai seluruh aktivitas operasionalnya tidak akan berpengaruh apa-apa terhadap struktur modalnya. Asumsi Franco dan Merton (MM) ini didasari oleh (1) tidak adanya biaya pialang, (2) tidak adanya pajak. (3) tidak adanya biaya kebangkrutan, (4)

investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan, (5) semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa mendatang, (6) *EBIT* tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang. Kemudian, tahun 1963 Merton dalam Bringham (2006:34-36) melanjutkan penelitiannya dengan menambahkan adanya asumsi pajak perusahaan. Merton berpendapat, peraturan perpajakan memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban (*tax deductible expense*). Tetapi, pendapat Merton ini belum mempertimbangkan bahaya dari kebangkrutan (*financial distress*) dan biaya agensi (*agency cost*).

Oleh karena itu, dalam Bringham (2006:33-37) diperlukan adanya teori pertukaran (*trade-off*) yang menunjukkan keseimbangan antara manfaat dari tindak penghematan pajak (*tax saving*) melalui pendanaan dengan hutang dan akibat berupa biaya kebangkrutan yang muncul dari penggunaan hutang. Hal tersebut menjelaskan bahwa, perusahaan yang membayar pajak dengan tingkat yang tinggi akan lebih menggunakan hutang dibanding dengan perusahaan yang membayar pajak dengan tingkat yang rendah. Akan tetapi, penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menimbulkan biaya kebangkrutan dan biaya agensi yang tinggi. Sebab dalam teori struktur modal yang optimal terdapat keseimbangan antara manfaat penghematan pajak dengan besaran biaya kebangkrutan yang ditimbulkan karena menggunakan hutang. Sehingga akan menghasilkan harga saham yang maksimum, yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Maka dari itu, Myers (1984) dalam Husnan (2015:286-288) mengemukakan teori *pecking order* bahwa manajer dalam memutuskan sumber pembiayaan perusahaan bersumber dari internal terlebih dahulu (laba ditahan), baru menggunakan sumber eksternal (hutang), dan yang terakhir melakukan penerbitan saham baru. Ia juga mengatakan, teori *pecking order* didasari oleh asimetri informasi. Apabila harga saham di pasar terlalu mahal (*over value*), maka perusahaan harus menunda penerbitan saham baru. Sebab, harga saham baru akan mengalami penurunan akibat proses koreksi atau penilaian.

Dengan demikian, akan lebih baik kalau perusahaan menerbitkan hutang sebagai sumber pendanaan lain, dibandingkan menerbitkan saham baru bila terjadi asimetri informasi. Dalam Bringham (2006:38-39) dijelaskan, hal tersebut akan dipahami oleh investor bahwa penawaran saham baru sebagai sinyal yang buruk (negatif), sehingga harga saham tersebut akan turun bila saham baru ditersebut diterbitkan. Dengan demikian biaya modal sendiri menjadi tinggi dan nilai perusahaan cenderung menurun. Karena itu bila ada asimetri informasi, lebih baik perusahaan menggunakan dana dengan urutan laba ditahan, hutang dan penjualan saham baru.

Dalam Bringham (2006:40-41) juga dijelaskan, bila perusahaan melakukan penambahan hutang dapat mengurangi masalah agensi, sebab (1) dengan meningkatnya hutang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaan. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil masalah agensi yang timbul antara manajer dan pemegang saham. (2) Dengan

semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil dana menganggur yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar hutang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga dari hutang tersebut dan juga untuk mengangsur pokok hutang. Meningkatnya hutang ini akan menyebabkan masalah agensi pada hutang. Konflik agensi pada hutang terjadi antara pemberi hutang (*bondholder*) dengan pemegang saham.

Ketika porsi hutang dalam struktur modal perusahaan meningkat maka risiko keuangan (*financial risk*) yang ditanggung oleh pemberi hutang akan meningkat sementara pemegang saham dan manajer tetap menjadi pengendali keputusan investasi dan operasi perusahaan. Kondisi ini membuka peluang bagi manajer untuk memanfaatkan kekayaan pemberi hutang untuk kepentingan manajer dan pemegang saham. Dalam Wiliandri (2011) dikatakan kasus yang sedikit ekstrim, jika manajer menerbitkan obligasi dan pendapatan dari obligasi tersebut bukan untuk investasi tetapi untuk dibagikan ke pemegang saham. Kasus yang sedikit lunak, tapi tetap merugikan yakni menjanjikan pendapatan obligasi untuk investasi ke proyek yang aman. Namun kenyataannya, di investasikan ke proyek yang berisiko tinggi. Pilihan proyek berisiko tinggi hanya akan menguntungkan pemegang saham dan manajer, karena ketika proyek tersebut sukses maka yang mendapat keuntungan adalah pemegang saham dan manajer. Pada saat proyek tersebut sukses maka yang mendapat keuntungan adalah pemegang saham, sebab sisa pendapatan untuk

membayar kewajiban ke pemegang saham akan semakin tinggi sementara yang diterima pemberi hutang tidak bertambah.

Namun, jika proyek tersebut gagal maka yang banyak menderita kerugian adalah pemberi hutang. Sebab pemberi hutang hanya akan menerima aset yang rendah nilainya sebagai akibat besarnya kerugian yang diderita perusahaan atas proyek yang sangat berisiko tersebut. Menyadari bahwa manajer akan melakukan tindakan yang merugikan pemberi hutang, maka pencegahan yang dilakukan dengan cara membuat batasan-batasan yang sangat rinci (*covenants*) kepada manajer agar tidak mengabaikan kepentingan pemegang obligasi dalam kontrak obligasi. Dampak dari membuat batasan-batasan tersebut, membuat pergerakan manajer dalam optimalisasi mengambil keputusan menjadi berkurang. Hambatan dari pemberi hutang yang membuat manajer kurang dapat mengoptimalkan pengambilan keputusan bagi perusahaan karena telah memakai dana berupa hutang dari pemberi hutang dinamakan biaya hutang (*cost of debt*) (Husnan, 2015:329).

Selama tahun 2015, kondisi pasar saham di Indonesia mengalami keterpurukan selama satu tahun, sehingga membuat investasi surat hutang menjadi lebih menjanjikan (lebih stabil pergerakannya) dibandingkan dengan investasi saham. Hal ini seperti yang dilansir oleh Tendi Mahadi (2016) dalam *kontan.co.id*, kondisi pasar saham yang terus memburuk sampai akhir tahun 2015. Imbas dari keterpurukan pasar saham ini membuat perusahaan-perusahaan asuransi lebih memilih menginvestasikan dananya dalam surat hutang karena lebih stabil dan lebih bisa dikontrol risikonya. Berdasarkan data

yang dimiliki oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tahun 2015 kemarin, total dana investasi perusahaan asuransi mencapai Rp 283,1 triliun atau naik 1,6% dari 2014. Sementara secara komposisi, dana investasi asuransi jiwa di tahun 2015 didominasi saham sebesar Rp 82,5 triliun atau 29,1% dari total investasi. Penempatan investasi di saham itu lebih kecil dari tahun 2014 sebesar Rp 88 triliun atau 31,5% dari total investasi.

Hal berbeda dilakukan oleh PT Bank Mandiri Tbk yang memberikan hutang kepada perusahaan sektor kesehatan dan farmasi, seperti yang dilansir oleh Dewi Rachmat Kusuma (2016) dalam *detik.com*, PT Bank Mandiri Tbk menyiapkan bantuan modal kerja senilai Rp 1 triliun untuk membantu pemenuhan kebutuhan arus kas (*cash flow*) PT Kalbe Farma Tbk dalam menyiapkan obat dan produk kesehatannya kepada masyarakat. PT Bank Mandiri Tbk selaku pemberi pinjaman (kreditur) menyediakan fasilitas *treasury line* senilai US\$ 8 juta yang dapat dipergunakan oleh PT Kalbe Farma Tbk untuk memenuhi kebutuhan valuta asing dalam hal pengadaan bahan obat-obatan. Fasilitas *treasury line* tersebut berguna untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya fluktuasi kurs yang sangat besar dan untuk memudahkan perhitungan biaya produksi serta membuat proyeksi arus kas secara akurat melalui produk lindung nilai (*hedging*) sesuai kebutuhan konsumen.

Penggunaan hutang sebagai sumber modal juga didukung oleh pemerintah lewat menteri keuangan, yang mengatakan bahwa nilai hutang perusahaan dapat dijadikan faktor pengurang dalam pajak penghasilan. Hal

tersebut dilansir oleh Agus Supriadi (2015) dalam *cnnindonesia.com*. Diterangkan bahwa pemerintah menetapkan nilai hutang perusahaan yang bisa dijadikan faktor pengurang pajak penghasilan (PPh) maksimal senilai empat kali lipat dari jumlah modal yang dimiliki perusahaan. Kebijakan ini tertuang dalam Peraturan Menteri Keuangan (PMK) Nomor 169/PMK.010/2015 tentang Penentuan Besarnya Perbandingan Antara Hutang dan Modal Perusahaan Untuk Keperluan Perhitungan Pajak Penghasilan, yang terbit pada 9 September 2015. Menteri Keuangan Bambang P.S. Brodjonegoro menegaskan perbandingan antara hutang (saldo rata-rata hutang perusahaan dalam satu tahun pajak) dan modal atau *debt equity ratio* (DER) perusahaan yang bisa dijadikan dasar perhitungan PPh sebesar 4:1. Namun, DER 4:1 ini tidak berlaku bagi WP badan yang seluruh penghasilannya sudah dikenakan PPh Final, serta bila WP mempunyai saldo ekuitas nol atau kurang dari nol, maka seluruh biaya pinjaman WP bersangkutan tidak dapat diperhitungkan dalam penghitungan PKP.

Dalam penelitian ini, peneliti ingin mengemukakan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap biaya hutang. Pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Yulissa Rebecca dan Sylvia Veronica Siregar (2012), Ibnu Reza Ashkhabi dan Linda Agustina (2015) menemukan adanya pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap biaya hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Juniarti dan The Lia Natalia (2012), Ibnu Reza Ashkhabi dan Linda Agustina (2015), serta Ruly Wiliandri (2011) juga mendapatkan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi biaya hutang. Variabel lainnya yang berpengaruh terhadap

biaya hutang, yakni profitabilitas yang diperoleh Juniarti dan The Lia Natalia (2012), Pierluigi Santosuosso (2014), I Putu Suastawan (2014). Variabel terakhir yang mempengaruhi biaya hutang adalah kompensasi eksekutif, yang ditemukan oleh Rezaul Kabir, Hao Li dan Yulia V. Veld-Merkoulova (2013), serta Di Huang (2015). Dengan banyaknya faktor-faktor yang berpengaruh terhadap biaya hutang, maka terdapat beragam hasil dari penelitian yang telah dilakukan oleh para peneliti terdahulu, yang mendukung dilakukannya penelitian berkelanjutan terhadap biaya hutang yang dilihat dari variabel independen *Good Corporate Governance*, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Kompensasi Eksekutif.

Penerapan mekanisme *Good Corporate Governance* bertujuan agar perusahaan dapat mengatasi kebijakan manajemen yang merugikan perusahaan. Dengan dilakukannya hal tersebut diharapkan dapat menjadi *monitoring* kinerja dari manajemen perusahaan agar apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi, perusahaan mampu untuk membayarkan hutangnya. Beberapa penelitian terdahulu di Indonesia, menggunakan kepemilikan institusional sebagai cara untuk mengukur *Good Corporate Governance* perusahaan (Ashkhabi, 2015 dan Rebecca, 2012). Dari penelitian yang telah dilakukan oleh Yulissa Rebecca dan Sylvia Veronica Siregar (2012), Ibnu Reza Ashkhabi dan Linda Agustina (2015), *Good Corporate Governance* terbukti memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap biaya hutang perusahaan.

Kualitas dari penerapan *Good Corporate Governance* yang baik dapat terlihat dari Kepemilikan Institusional yang terdapat dalam perusahaan.

Dengan adanya kepemilikan institusional yang tinggi menjadi sebuah indikator pemberi hutang, bahwa apabila perusahaan mendapatkan pinjaman dana dapat dikelola dengan baik. Hal tersebut menjadi bahan pertimbangan tersendiri bagi pemberi hutang, sehingga ia tidak ragu dalam memberikan pinjaman dana kepada perusahaan tersebut. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi juga menjadi bukti, bahwa perusahaan melakukan tindakan *monitoring* terhadap para manajer agar mengelola dana yang ada dengan baik dan dapat mengembalikan dana yang telah dipinjamkan oleh pemberi hutang. Sedangkan tingkat kepemilikan institusional yang rendah akan menimbulkan persepsi bahwa perusahaan tidak melakukan tindakan *monitoring* terhadap para manajernya (Ashkhabi, 2015).

Ukuran perusahaan (*firm size*) akan mempengaruhi besarnya komposisi struktur modal yang akan digunakan dalam kegiatan pendanaan perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar cenderung memiliki tingkat penggunaan hutang yang tinggi didalam struktur modalnya. Maka dari itu, ukuran perusahaan yang besar akan memudahkan perusahaan dalam mencari sumber pendanaan berupa hutang dari kreditur. Penelitian yang dilakukan oleh Juniarti dan The Lia Natalia (2012), Ibnu Reza Ashkhabi dan Linda Agustina (2015), Ruly Wiliandri (2011) menyatakan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan terhadap biaya hutang. Hal ini disebabkan kreditur beranggapan bahwa, semakin besar ukuran perusahaan maka kemampuan untuk dapat mengembalikan hutang beserta bunga dengan tepat waktu.

Profitabilitas (*profitability*) merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan dari kegiatan operasionalisasi perusahaannya. Tetapi perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung menggunakan hutang dalam tingkatan yang rendah (Husnan, 2015:289). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Juniarti dan The Lia Natalia (2012), Pierluigi Santosuosso (2014), I Putu Suastawan (2014) menyatakan bahwa, profitabilitas berpengaruh positif terhadap biaya hutang. Hal tersebut disebabkan karena hutang sendiri memiliki risiko, yang mana perusahaan enggan untuk memakai hutang sebagai sumber modalnya.

Upaya pemberian kompensasi eksekutif kepada manajer dilakukan untuk mengurangi konflik agensi antara manajer dengan pemegang saham. Pemberian kompensasi kepada eksekutif perusahaan (*CEO Compensation*) bertujuan memotivasi manajer agar dapat meningkatkan kinerja perusahaan sehingga sesuai dengan harapan pemegang saham. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Rezaul Kabir, Hao Li dan Yulia V. Veld-Merkoulova (2013), serta Di Huang (2015), mengatakan adanya pengaruh signifikan antara kompensasi eksekutif terhadap biaya hutang. Hal tersebut disebabkan perusahaan yang memberikan penghargaan terhadap eksekutifnya dengan memberikan proporsi yang tinggi berupa uang pensiun dapat dibebankan sebagai kewajiban perusahaan tersebut dan hal itu dapat mengurangi biaya hutang (Kabir, 2013). Dengan pemberian kompensasi terhadap eksekutifnya, perusahaan juga dapat mengurangi besaran pajak yang dibayarkan kepada

pemerintah, hal ini sejalan dengan fungsi dari biaya hutang itu sendiri (Hanafi, 2014).

Berdasarkan penjelasan latar belakang di atas maka penelitian ini akan mengambil judul “*Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Biaya Hutang*”. Penelitian ini akan mengenai biaya hutang pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2012-2015.

B. Identifikasi Masalah

Penelitian yang dilakukan oleh peneliti ini berkaitan dengan Biaya Hutang perusahaan dengan menggunakan empat variabel yang berasal dari karakteristik perusahaan dan karakteristik eksekutif, yakni *Good Corporate Governance*, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Kompensasi Eksekutif. Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dijelaskan, peneliti melakukan pengidentifikasian masalah-masalah yang mempengaruhi Biaya Hutang perusahaan, sebagai berikut:

1. Penyertaan hutang dalam penyusunan struktur modal yang optimal dalam perusahaan di Indonesia masih sedikit digunakan, rata-rata perusahaan sangat bergantung kepada sumber modal laba ditahan dan ekuitas yang berupa saham. Padahal dengan penggunaan hutang dalam modal, dapat digunakan untuk menghemat pajak perusahaan serta tidak merubah komposisi kepemilikan saham perusahaan.

2. Penerapan *Good Corporate Governance* berpengaruh besar terhadap perusahaan kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengembalikan dana kepada pemberi hutang. Semakin besar kepemilikan institusional didalam perusahaan, berarti perusahaan dapat mengelola dan mengembalikan dana yang telah dipinjamkan oleh pemberi hutang. Sedangkan bila kepemilikan institusional kecil akan membuat pemberi hutang ragu-ragu dalam memberikan hutang kepada perusahaan tersebut.
3. Ukuran perusahaan yang besar cenderung memiliki rasio hutang yang tinggi. Hal tersebut menjadi bahan pertimbangan sendiri bagi kreditur dalam memberikan pinjaman dana kepada perusahaan.
4. Pada kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba (*profit*), biasanya perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi mempunyai rasio hutang yang rendah.
5. Pemberian kompensasi eksekutif dalam perusahaan dilakukan untuk mengatasi konflik agensi antara manajer dengan pemegang saham, akibat batasan-batasan yang ada dalam perjanjian hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya.

C. Pembatasan Masalah

Setelah melakukan pengidentifikasian masalah, terlihat beberapa masalah dalam biaya hutang yang bila tidak dibatasi pembahasannya dikhawatirkan akan keluar dari konteks penelitian yang dilakukan peneliti.

Oleh karena itu, peneliti melakukan pembatasan masalah dalam penelitian dengan ketentuan sebagai berikut:

1. Peneliti menggunakan populasi dan sampel yang berasal dari perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Periode tahun laporan keuangan yang dipergunakan adalah 2012-2015.
3. Variabel independen yang akan diuji dalam penelitian ini adalah *Good Corporate Governance*, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Kompensasi Eksekutif.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan pembatasan masalah yang telah dilakukan, peneliti ingin melihat apakah variabel-variabel independen yang dipergunakan untuk meneliti pengaruh biaya hutang pada perusahaan di luar negeri memiliki pengaruh hasil yang sama dengan perusahaan yang berada di Indonesia. Oleh karena itu, peneliti mengemukakan beberapa pertanyaan terkait penelitian, sebagai berikut:

1. Apakah *Good Corporate Governance* berpengaruh terhadap biaya hutang?
2. Apakah Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap biaya hutang?
3. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap biaya hutang?
4. Apakah Kompensasi Eksekutif berpengaruh terhadap biaya hutang?

E. Kegunaan Penelitian

1. Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambahkan penelitian dalam bidang biaya hutang (*cost of debt*) di Indonesia yang dirasa peneliti masih sedikit dilakukan (*less studied*). Dalam penelitian yang dilakukan oleh peneliti ini, menggunakan variabel independen dari penelitian sebelumnya yang telah dilakukan pengujian terhadap perusahaan yang berada di luar negeri. Dalam hal ini, peneliti ingin menguji apakah variabel-variabel independen yang digunakan oleh peneliti sebelumnya memiliki pengaruh hasil yang sama terhadap perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Peneliti juga ingin menguji kebenaran teori agensi, bahwa biaya hutang dapat digunakan sebagai cara mengatasi konflik agensi antara pemegang saham dengan manajer didalam perusahaan. Serta realisasi dari teori MM dengan pajak, bahwa bunga hutang yang dibayarkan perusahaan dapat digunakan sebagai pengurang pajak, sehingga lebih menguntungkan bila menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Padahal dalam teori pertukaran dikatakan, apabila perusahaan menggunakan hutang sebagai cara mengurangi pajak yang dibayarkan, maka perusahaan juga harus siap dalam menanggung biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan. Teori pertukaran ini bisa diindikasikan sebagai kontradiksi dari penggunaan hutang dalam struktur modal.

2. Kegunaan Praktis

- a. Bagi perusahaan diharapkan dapat menjadi referensi dalam melakukan strategi struktur pembentukan modal operasionalisasi perusahaan dengan menggunakan hutang. Hal ini penting, agar para pemilik perusahaan dapat mengukur tingkat penggunaan hutangnya. Sehingga, tidak menjadi beban berlebih bagi perusahaan melainkan menjadi metode yang optimal dalam meningkatkan pembentukan struktur modal perusahaan.
- b. Bagi pemberi hutang diharapkan dapat menjadi referensi pertimbangan sebelum meminjamkan uangnya kepada perusahaan. Hal ini juga penting, karena tingkat kemampuan masing-masing perusahaan dalam mengembalikan (*return*) hutang dengan bunga yang dipinjamnya berbeda-beda. Sehingga, pemberi hutang dapat terhindar dari resiko kredit (*default risk*) yang terjadi karena peminjaman hutang kepada perusahaan.