

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Dalam menghadapi persaingan usaha dunia global yang semakin ketat, perusahaan harus bisa bersaing dalam rangka memastikan perusahaan tetap bertahan. Pengembangan usahapun menjadi suatu hal yang wajib dilakukan apabila perusahaan ingin mampu bersaing secara global. Dalam rangka pengembangan usaha tersebut masalah pendanaan menjadi salah satu nilai terpenting yang harus dipikirkan oleh manajemen.

Saat perusahaan berhasil menghadapi persaingan pasar, perusahaan akan menjadi semakin besar dan kompleks yang menjadikan para pemilik tidak lagi mampu mengendalikannya. Menyerahkan pengendalian perusahaan kepada manajer profesional yang bukan pemilik perusahaan merupakan cara yang tepat dalam mengendalikan perusahaan yang semakin kompleks. Namun, dalam menjalankan kegiatan perusahaan, para manajer yang telah diberi kekuasaan oleh para pemegang saham seringkali mengambil kebijakan yang tidak sepaham dengan para pemilik perusahaan. Hal ini akan menyebabkan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan hutang akan mengurangi konflik antara prinsipal dan agen. Kebijakan hutang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya *legal liability* dari manajemen

untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan.

Dalam menjalankan aktivitas operasional sebuah perusahaan, terdapat dua alternatif sumber pendanaan (Sayuthi & Raithari, 2013). Pertama berasal dari internal perusahaan yang diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari aktivitas operasional perusahaan. Kedua merupakan pendanaan dari pihak eksternal perusahaan berupa pembiayaan yang berasal dari hutang kepada kreditor dan penanaman modal oleh investor. Selain menjual saham di pasar modal, alternatif lain bagi perusahaan dalam memperoleh pendanaan bisa didapat dari kebijakan hutang.

Keputusan pendanaan merupakan hal yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Dimana struktur modal perusahaan terbentuk dari dua sumber yaitu, hutang dan ekuitas (Rambe, 2013). Kebijakan hutang merupakan bagian dari struktur modal perusahaan yang diambil oleh manajemen dalam rangka pendanaan perusahaan. Menurut Rambe (2013) struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh komposisi aktiva yang dimiliki perusahaan, peluang pertumbuhan, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Faktor-faktor tersebut memiliki keterkaitan dengan kebijakan hutang, dimana perusahaan besar cenderung memiliki tingkat profitabilitas tinggi sehingga akan memilih sumber pendanaan internal. Hal tersebut dikarenakan perusahaan telah memiliki dana yang memadai (Purwasih, 2014).

Kebijakan hutang diambil oleh manajemen perusahaan dalam rangka mendapatkan sumber pembiayaan eksternal untuk membiayai aktivitas

operasional perusahaan. Sehingga perusahaan dapat mengembangkan usahanya. Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan pendanaannya (Nuraina, 2012).

PT Semen Indonesia Tbk (SMGR) telah menandatangani perjanjian fasilitas pinjaman dengan sejumlah bank asing senilai US\$ 1,28 miliar (Rp 18,97 triliun, kurs Rp 14.800/US\$). Fasilitas ini akan digunakan perusahaan untuk membiayai pengambilalihan PT Holcim Indonesia Tbk (SMCB). Fasilitas pinjaman tersebut diberikan oleh sejumlah bank, yakni Bank BNP Paribas, Deutsche Bank AG Singapore Branch, Maybank Kim Eng Securities Ltd, MUFG Bank dan Standard Chartered Bank. Pinjaman tersebut memiliki tenor sepanjang 24 bulan sejak ditandatangani pada 12 November 2018.

Setelah mengakuisisi Holcim, Semen Indonesia optimistis dapat memperluas jaringan di pasar dalam negeri, melakukan diversifikasi jenis produk, serta meningkatkan efisiensi biaya distribusi dan bahan baku sekaligus memperkuat posisi bisnis ready mix. Rencananya, usai menyelesaikan transaksi pembelian ini, perusahaan semen milik Badan Usaha Milik Negara (BUMN) akan fokus mendiversifikasi bisnis di dalam negeri di bidang material bangunan (www.cnbcindonesia.com).

Pada prinsipnya perusahaan memerlukan sebuah kebijakan hutang untuk dapat merancang pertumbuhan perusahaan dengan maksimal. Dalam hal yang dilakukan PT Semen Indonesia, kebijakan hutang dilakukan dalam rangka melakukan perluasan pasar. Dengan melakukan hutang, perusahaan berharap mendapatkan keuntungan yang maksimal dari investasi yang dilakukan.

Pengambilan keputusan penggunaan hutang harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Apabila perusahaan tidak dapat mengelola kebijakan hutangnya dengan baik, maka akan menyebabkan perusahaan mengalami *financial distress* (kesulitan keuangan). Kebijakan hutang suatu perusahaan dapat dilihat dari perbandingan antara hutang jangka panjang dengan ekuitas perusahaan tersebut (Sayuthi & Raithari, 2013).

Kesalahan pengambilan keputusan pendanaan seringkali berawal dari pemahaman dan keinginan yang berbeda dari pemegang saham dan pihak manajemen perusahaan. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diperkecil dengan suatu mekanisme pengawasan. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu cost yang disebut *agency cost* (Purwasih, 2014).

Masalah yang muncul akibat konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat dikurangi dengan beberapa cara. Cara pertama adalah meningkatkan tingkat kepemilikan saham oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain, manajer tersebut juga sekaligus sebagai pemegang saham (Christiawan & Tarigan, 2007). Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan dan akan menggunakan hutang secara optimal.

Penentuan proporsi hutang dalam pendanaan perusahaan seringkali menjadi masalah yang besar. Salah satu cara untuk mengatasi masalah tersebut adalah dengan meningkatkan proporsi kepemilikan saham oleh manajemen. Dengan demikian kepemilikan manajerial akan menjadi sebuah motivasi tersendiri bagi manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang dengan optimal.

Cara lainnya adalah dengan meningkatkan pengawasan melalui investor-investor Institusional (Sartono, 2015). Kepemilikan institusional merupakan presentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, maupun lembaga lainnya. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin besar presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat menekan perilaku oportunistik yang dilakukan manajer.

Kepemilikan institusional dianggap memiliki kewenangan yang lebih besar dibanding pemegang saham kelompok lain, dan lebih cenderung memilih proyek dengan resiko tinggi, dengan harapan keuntungan yang lebih tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, mereka lebih memilih pembiayaan dari hutang. Dengan adanya pemberi hutang, maka pihak yang mengawasi kinerja perusahaan akan semakin bertambah.

Komposisi antara penggunaan dana internal dan eksternal dapat kita lihat dalam struktur modal perusahaan. Struktur modal perusahaan merupakan salah

satu aspek yang memiliki peran penting berkaitan dengan berjalannya kegiatan perusahaan. Struktur modal sendiri merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Presentase penggunaan utang dan ekuitas mengandung resiko yang berpengaruh bagi perusahaan, sehingga harus berhati hati dalam penggunaan dana eksternal karena memiliki kelebihan dan kekurangan.

Teori struktur modal yang pertama dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958). Modigliani dan Miller mengemukakan bahwa penggunaan hutang dapat memberikan manfaat penghematan pajak bagi perusahaan (Brigham & Houston, 2010). Hutang bermanfaat karena beban bunga dapat mengurangi laba perusahaan yang akan dikenakan pajak, sehingga pajak yang harus dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil (Brigham & Houston, 2010). Hasil M&M ini berasumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut, sehingga tidak ada biaya kebangkrutan. Namun pada praktiknya, kebangkrutan nyata terjadi dan bisa menimbulkan biaya yang sangat mahal. Oleh karena itu, dalam praktiknya sulit dijumpai perusahaan yang melakukan pendanaan 100% melalui hutang (Brigham & Houston, 2010).

Masalah yang berkaitan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan naik seiring dengan bertambahnya jumlah hutang yang dimiliki suatu perusahaan dalam struktur modalnya. Jadi, biaya kebangkrutan akan mencegah perusahaan menggunakan hutang ke tingkat yang berlebihan. Biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan memiliki dua komponen : (1) probabilitas terjadinya dan (2) biaya yang akan timbul jika terjadi kesulitan keuangan (Brigham & Houston, 2010).

Dalam praktik di lapangan, akses terhadap informasi prospek perusahaan seringkali tidak seimbang. Manajer seringkali mendapatkan informasi yang lebih baik dibandingkan investor luar. Hal inilah yang disebut informasi asimetris yang kemudian akan berpengaruh dengan struktur modal yang optimal.

Selanjutnya teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers dalam Husnan (2015) menjelaskan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan (*internal financing*) yang bersumber dari aliran kas maupun laba ditahan, daripada pendanaan yang bersumber dari eksternal perusahaan (*eksternal financing*). Namun apabila sumber pendanaan internal tidak mencukupi, maka akan digunakan sumber pendanaan eksternal. Apabila sumber pendanaan eksternal memang diperlukan, maka manajer cenderung memilih sekuritas yang paling aman, seperti hutang (Purmaningrum, 2012).

Komposisi pendanaan yang telah direncanakan sedemikian rupa adalah untuk memastikan bahwa perusahaan bisa memaksimalkan peluang sehingga bisa mendapat keuntungan maksimal. Dengan mendapatkan keuntungan maksimal, maka perusahaan bisa semakin menyejahterakan pegawai, meningkatkan mutu produk, dan juga melakukan investasi baru. Untuk mengukur tingkat keuntungan tersebut digunakan rasio profitabilitas.

Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan seperti aktiva, modal atau penjualan perusahaan (Sudana, 2011). Profitabilitas menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal. Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi

tinggi, akan menggunakan pendanaan hutang dalam jumlah yang relatif lebih sedikit. Karena melalui tingkat pengembalian yang tinggi perusahaan sudah dapat memenuhi kebutuhan pendanaannya secara internal.

Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan yang pertama yaitu laba ditahan kemudian hutang, dan terakhir penjualan saham baru (Sartono, 2015). Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Purwasih, Agusti (2014).

Rasio profitabilitas adalah rasio yang mengukur dan mengevaluasi tingkat *earning* perusahaan dalam hubungannya dengan volume penjualan, jumlah aktiva, dan investasi tertentu dari pemilik perusahaan (Rambe, 2013). Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Inti dari penggunaan rasio ini adalah untuk menunjukkan efisiensi perusahaan (Rambe, 2013).

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan tingkat kebijakan hutang yang akan dilakukan perusahaan. Sudarmadji dan Sularto (2007) menentukan besar kecilnya ukuran perusahaan dengan menggunakan total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan itu. Ketiga variabel ini digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan karena dapat mewakili seberapa besar perusahaan tersebut. Semakin

besar aktiva, maka semakin banyak modal yang ditanam. Semakin banyak penjualan, maka semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka semakin besar pula perusahaan dikenal masyarakat. Dari ketiga variabel ini, nilai aktiva relatif lebih stabil dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar dan penjualan dalam menghitung ukuran perusahaan (Sudarmadji & Sularto, 2007).

Perusahaan perusahaan dengan ukuran besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai besar dibandingkan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan untuk investasi maupun biaya operasionalnya. Purwasih, Agusti (2014) mendapati hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan hutang juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya.

Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal, sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen lebih besar kepada pemegang saham. Perusahaan yang memiliki asset besar cenderung membayar dividen besar untuk menjaga reputasi di kalangan investor aktual maupun potensial. Tindakan ini dilakukan dengan maksud memudahkan perusahaan mendapatkan modal tambahan saat melakukan emisi saham baru.

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh perusahaan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi hutang. Penelitian oleh Rozeff dalam Indahningrum (2009) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada para pemegang saham akan mengurangi sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan pada pemegang saham, maka akan semakin kecil jumlah *free cash flow* yang tersedia untuk melakukan investasi.

Easterbrook dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) berargumentasi bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap manajemen, namun bila biaya *monitoring* tersebut tinggi, maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* atau *bondholders*) untuk membantu melakukan monitoring. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan maka akan dengan sendirinya berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Selain itu pembayaran dividen juga dilakukan untuk mengurangi *agency cost*. Dalam hal ini perusahaan yang mengeluarkan dividen payout ratio yang tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi *agency cost*.

Dalam penelitian ini, peneliti ingin mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh

Tjeleni (2013), Nuraina (2012) menemukan adanya pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan Purwasih, Agusti (2014), menemukan adanya pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, namun Nasrizal, Kamaliah (2010) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Lalu variabel ukuran perusahaan dinyatakan berpengaruh terhadap kebijakan hutang oleh Pradhana, Taufik (2014), namun dinyatakan tidak berpengaruh oleh Nuraina (2013).

Penelitian yang dilakukan Sheisarvian, Sudjana, Saifi (2015) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang, namun Pradhana & Taufik (2014) menemukan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Dari penelitian yang sama, Sheisarvian, Sudjana, Saifi (2015) menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, namun hasil yang bertolak belakang ditemukan oleh Nasrizal, Kamaliah (2010) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian latar belakang masalah di atas, maka penelitian ini mengambil judul **“Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017”**

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan pokok yang telah disebutkan sebelumnya pada latar belakang, maka peneliti dapat merumuskan beberapa permasalahan yang terjadi, yaitu:

1. Apakah Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
2. Apakah Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
3. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
4. Apakah Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
5. Apakah Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dijelaskan diatas, maka peneliti dapat menyimpulkan beberapa tujuan penelitian sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
2. Untuk mengetahui apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
3. Untuk mengetahui apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
4. Untuk mengetahui apakah Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

5. Untuk mengetahui apakah Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

D. Kegunaan Penelitian

1. Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menunjukkan hubungan dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang di Indonesia yang masih memiliki hasil beragam. Peneliti juga ingin menguji bahwa hutang dapat mengurangi masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan.

Semakin tinggi hutang, maka semakin tinggi pula kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan. Dalam *pecking order theory* dinyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai mendanai kegiatan operasinya melalui sumber internal.

2. Kegunaan praktis

- a. Bagi perusahaan diharapkan dapat menjadi referensi dalam menentukan struktur pembentukan modal dalam investasi dengan menggunakan hutang. Hal ini untuk mengoptimalkan penggunaan hutang, sehingga keuntungan yang dicapai juga bisa lebih optimal.
- b. Membantu perusahaan dalam mengambil kebijakan hutang dengan berbagai faktor yang mendorong pengambilan hutang.

- c. Bagi para kreditur bisa menjadi bahan pertimbangan sebelum memberikan pinjaman kepada perusahaan. Hal ini penting karena kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang berbeda beda. Sehingga kreditur bisa terhindar dari resiko kredit yang mungkin terjadi.