

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai. Sehingga dapat disimpulkan kebijakan hutang merupakan suatu keputusan penting dalam pendanaan perusahaan. Keputusan pendanaan melalui hutang memiliki keunggulan dari penggunaan hutang tersebut yakni bunga yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak sehingga dapat menurunkan biaya efektif hutang tersebut. Kebijakan hutang adalah salah satu bagian dari kebijakan pendanaan (*debt policy*). Kebijakan hutang diperlukan untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan yang berasal dari hutang (Riyanto, B, 2013).

Masalah pendanaan perusahaan harus diputuskan dengan hati-hati karena setiap kebijakan pendanaan memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Keputusan pendanaan akan berkaitan dengan sumber dana dan penggunaan dana yang telah diperoleh. Sumber dana dapat berasal dari dalam (internal) ataupun dari luar (eksternal). Sumber dana internal berasal dari laba ditahan, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari para kreditur yang disebut hutang, dan dari pemilik yang disebut modal. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan juga akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya (Munawir, 2010).

Tabel 1. 1 Fenomena kebijakan Hutang

Tahun	Perusahaan	Keterangan
2019	PT Kimia Farma Tbk.	PT Kimia Farma Tbk (KAEF) mencatatkan pertumbuhan penjualan 11,11% sepanjang tahun 2019 menjadi Rp 9,4 triliun. KAEF mengantongi laba tahun berjalan Rp 15,89 miliar pada 2019. Laba ini anjlok 97,03% dari tahun sebelumnya Rp 535,08 miliar. Bahkan, Kimia Farma mencatat rugi yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk sebesar Rp 12,71 miliar. Hutang bank jangka pendek KAEF pada akhir 2019 mencapai Rp 5,23 triliun dimana dari tahun sebelumnya Rp 2,78 triliun. Sedangkan hutang bank jangka panjang setelah dikurangi bagian yang jatuh tempo dalam setahun bertambah 62,46% menjadi Rp 1,4 triliun (Intan & Rahmawati, 2020).

Lanjutan Tabel 1.1

Tahun	Perusahaan	Keterangan
2020	PT Karawang Jabar Industrial Estate	Pada Desember 2020, perusahaan PT Karawang Jabar Industrial Estate memberi pengumuman gagal membayar bunga ke 4 tepat waktu. KSEI seharusnya membayar bunga ke 5 pada 3 Maret 2021. Namun rencana tersebut harus gagal dibayarkan. Surat Utang Jangka Panjang Karawang Jabar Industrial Estate I Tahun 2019 Seri A-E akan jatuh tempo pada 3 Desember 2025. Lima seri surat hutang jangka panjang tersebut memberi bunga 12% per tahun setiap tiga bulan dengan total nilai Rp 457,5 miliar. Terdiri dari seri A dirilis sebesar Rp 345 miliar, seri B Rp 50 miliar, seri C Rp 17 miliar, seri D Rp 24,5 miliar dan terakhir seri E dirilis dengan nilai Rp 21 miliar (Nurdiana, 2021).
2021	Barata Indonesia	Pembayaran bunga ke 13 MTN I Barata Indonesia Tahun 2017 seri A kepada pemegang MTN yang seharusnya dilaksanakan pada 8 Maret 2021 ditunda. Padahal perusahaan BUMN ini telah memperpanjang masa jatuh tempo MTN I Barata Indonesia Tahun 2017 seri A dari sebelumnya jatuh tempo pada 7 Desember 2020 menjadi 7 Desember 2022. Namun pada periode 8 Desember 2020 hingga 7 Desember 2022, bunga Barata Indonesia yang diberikan lebih besar yakni 11,25% dari sebelumnya 9,25% per tahun. Pada seri B jika sebelumnya jatuh tempo pada 16 Maret 2021 tapi kemudian diperpanjang menjadi 15 Maret 2023. Ini artinya tenor seri B jadi 5 tahun (Nurdiana, 2021).

Pengambilan keputusan tentang hutang membutuhkan pengawasan dan kontrol yang efektif untuk mengurangi risiko hutang karena dalam kenyataannya perusahaan dituntut menentukan kebijakan hutang yang optimal. Fenomena terkait kebijakan hutang terjadi di PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. (AISA) pada tahun 2018 memiliki total tagihan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) sebesar Rp 498 miliar. Penundaan kewajiban tersebut karena perusahaan tidak mampu membayar kewajiban hutang sehingga dapat mengakibatkan pailit. Pada perusahaan Sariwangi yang memiliki hutang sebanyak 309,6 miliar. Fenomena berikutnya terjadi pada perusahaan Nyonya Meneer yang bangkrut karena memiliki hutang sebanyak 267 miliar. Demikian juga sama halnya dengan PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk. yang merupakan salah satu perusahaan sektor industri dasar dan kimia yang telah dinyatakan pailit karena hutang yang dimilikinya dengan pihak perbankan berdasarkan Putusan Pengadilan Niaga Jakarta Pusat atas pengajuan PT Bank Mandiri Tbk. yang membatalkan perjanjian perdamaian dengan PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk.. Pendanaan perusahaan dengan menggunakan hutang memiliki beberapa manfaat yaitu bunga yang timbul atas pinjaman tersebut dapat menjadi pengurang pajak atas laba serta perusahaan juga tidak harus berbagi keuntungan kepada pemberi pinjaman.

Namun diharapkan perusahaan memiliki jumlah hutang yang tidak melebihi jumlah modal sendiri karena dapat mengganggu pertumbuhan kinerja perusahaan dan pertumbuhan harga saham bahkan semakin besar risiko terjadi kebangkrutan.

Pada tabel 1.1 dapat dilihat setiap tahun terdapat perusahaan manufaktur yang mengalami kegagalan dalam membayar hutang perusahaannya, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang yang diakibatkan karena perusahaan tersebut tidak mampu mengelola kebijakan hutangnya dengan baik, hutang yang terus meningkat tapi tidak diikuti oleh peningkatan laba.

Penelitian ini menggunakan *Investment Opportunity Set* sebagai variabel moderasi. *Investment Opportunity Set* dianggap mampu mempengaruhi kebijakan hutang dan dapat mempengaruhi hubungan antara variabel eksogen terhadap kebijakan hutang. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan set kesempatan berinvestasi yang juga dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan karakteristik penting perusahaan dan sangat mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditur terhadap perusahaan. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan bentuk investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai bagi perusahaan di masa yang akan datang. Semakin tinggi *Investment Opportunity Set* (IOS) maka perusahaan akan memiliki nilai di masa yang akan datang dan akan dinilai tinggi oleh investor, demikian juga sebaliknya (Rahayu & Yasa, 2018). Hasil peneliti terdahulu menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Panjaitan, 2021). Variabel – variabel yang diduga mempengaruhi Kebijakan Hutang adalah *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan.

Free Cash Flow merupakan kas yang dibagikan kepada atau diterima dari investor-investor perusahaan, arus kas bebas dihitung dari perspektif aktiva atau perspektif pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan (Putra & Yusra, 2019). Salah satu indikator penting dari posisi arus kas perusahaan adalah arus kas bebas (*free cash flow*) yang dimiliki perusahaan. Hal ini dikarenakan kas dapat digunakan untuk membiayai seluruh aktivitas perusahaan (Almarjan, Danial, & Jhoansyah, 2020). Kebijakan hutang dinilai sebagai suatu solusi dari masalah keagenan yang disebabkan oleh terdapatnya *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan

(Oktariyani & Hasanah, 2019). Hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (Silalahi, 2018). Namun ada juga penelitian yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Oktariyani & Hasanah, 2019).

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajer. Kepemilikan manajerial erat kaitannya dengan kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial akan membuat manajer untuk tidak berperilaku oportunistik dalam pengambilan keputusan mengenai hutang sehingga akan semakin lebih berhati-hati dalam mengelola kebijakan hutang perusahaan. Pemodal sebagai penyedia dana berkepentingan untuk mengamankan dana yang diinvestasikan, sedangkan pihak manajer berhak atas gaji dan kompensasi lain karena melaksanakan amanat dalam pengambilan keputusan dalam bisnis yang diharapkan pemodal. Dengan adanya biaya-biaya yang hendak dibebankan pada perusahaan yang akhirnya akan menurunkan dividen, oleh karena itu pemilik perusahaan tidak menyukai hal tersebut (Adnin, Melliz Vroselynez; , Triyonowati, 2021). Hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (Rahayu & Yasa, 2018). Namun ada juga penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Katharina, Saragih, Manurung, & Rosmegawati, 2021).

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh beberapa pihak yang berbentuk institusi misalnya bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lain yang dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan institusional mayoritas memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan pemegang saham lain. Dengan mewakili sumber kekuasaan yang lebih besar maka dapat digunakan untuk mendukung keberadaan manajemen atau sebaliknya, sehingga mampu mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen dalam penggunaan hutang (Adnin, Melliz Vroselynez; , Triyonowati, 2021). Hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (Panjaitan, 2021). Namun ada juga penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Katharina, Saragih, Manurung, & Rosmegawati, 2021).

Profitabilitas adalah rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit karena dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi perusahaan dapat melakukan permodalan dengan laba ditahan saja. Rasio profitabilitas menggambarkan perubahan keuangan perusahaan dari tahun ke tahun sehingga dapat digunakan sebagai bahan analisis untuk menentukan kebijakan hutang. Oleh karena itu, semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan mengurangi tingkat hutang. Hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (Dewi & Suryani, 2020). Namun ada juga penelitian yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Rahayu & Yasa, 2018).

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 dapat dilakukan menggunakan total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi pasar, maka semakin besar pula ukuran perusahaan itu. Menurut Astuti (2014) semakin besar ukuran perusahaan, diprediksikan memiliki tingkat hutang yang semakin tinggi. Hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (Adnin, Melliz Vroselynez; , Triyonowati, 2021). Namun ada juga penelitian yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Katharina, Saragih, Manurung, & Rosmegawati, 2021).

Berdasarkan latar belakang diatas beserta fenomena yang ditemukan dan dengan adanya perbedaan hasil penelitian-penelitian terdahulu yang berhubungan dengan kebijakan hutang, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2021”.

1.2. Rumusan Masalah

Adapun rumusan masalah dari latar belakang diatas adalah :

- a. Apakah *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2021 ?
- b. Apakah *Investment Opportunity Set* mampu memoderasi hubungan *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan dengan Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2021 ?

1.3. Ruang Lingkup

Ruang Lingkup dari penelitian ini meliputi :

1. Variabel Endogen yaitu Kebijakan Hutang yang diprosikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER).
2. Variabel Eksogen yaitu :
 - a. *Free Cash Flow*
 - b. Kepemilikan Manajerial
 - c. Kepemilikan Institusional
 - d. Profitabilitas yang diprosikan dengan *Return On Assets* (ROA)
 - e. Ukuran Perusahaan
3. Variabel Moderasi yaitu *Investment Opportunity Set* yang diprosikan dengan *Market to Book Value of Equity* (MBVE).
4. Objek pengamatan yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
5. Periode pengamatan yaitu tahun 2018-2021.

1.4. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan :

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan intitusional, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap Kebijakan

Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2021.

2. Untuk menguji dan menganalisis *Investment Opportunity Set* dalam memoderasi hubungan *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan intitusional, profitabilitas dan ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2021.

1.5. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari penelitian ini bagi beberapa pihak lain, antara lain :

1. Bagi Manajemen Perusahaan
Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi manajemen perusahaan, sebagai sebuah masukan dan saran untuk digunakan dalam mengambil sebuah keputusan dalam strategi perusahaan.
2. Bagi Investor
Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi para investor, sebagai gambaran dalam mengambil sebuah keputusan dalam berinvestasi atau memberikan pendanaan berupa hutang.
3. Bagi Peneliti Selanjutnya
Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat, serta digunakan sebagai bahan bacaan dan bahan referensi untuk penelitian berikutnya yang membahas analisis kebijakan hutang.

1.6. Originalitas Penelitian

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian terdahulu yang berjudul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2021” (Panjaitan, 2021). Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu :

1. Dari segi Variabel Eksogen
Pada penelitian terdahulu menggunakan variabel *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Intitusional. Sedangkan pada penelitian ini menambahkan dua variabel, yaitu :

a. Profitabilitas

Rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan (Kasmir, 2015). Alasan menambah variabel profitabilitas pada penelitian ini karena profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, jika keuntungan perusahaan menambah, maka kebijakan hutang bisa dikendalikan.

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan ukuran besar kecilnya sebuah perusahaan yang dapat dilihat dari total asset, total penjualan, jumlah laba, beban pajak dan lain-lain (Brigham & Houston, 2015). Ukuran perusahaan dianggap mampu mengendalikan kebijakan hutang, karena ukuran perusahaan yang didasarkan pada total aset pada umumnya dianggap perusahaan yang memiliki total aset besar serta menunjukkan bahwa perusahaan tersebut relatif stabil dan mampu menghasilkan laba yang besar sehingga kebijakan hutang dapat dikendalikan.

2. Dari segi Objek Pengamatan

Objek pengamatan pada penelitian terdahulu dan penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3. Dari segi Periode Pengamatan

Periode pengamatan pada penelitian terdahulu dilakukan pada tahun 2018 - 2020, sedangkan periode pengamatan pada penelitian ini dilakukan pada tahun 2018 – 2021.