

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Salah satu tujuan utama dari perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kemakmuran dari para pemilik atau pemegang saham. Peningkatan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan cara pengaturan kegiatan manajemen yang salah satunya melalui manajemen keuangan. Manajemen keuangan perusahaan berperan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan keputusan dalam menentukan kebijakan pendanaan yang tepat bagi perusahaan (Umar, 2016: 1). Untuk menambah modal sebagai sumber pendanaan diperoleh dari dua sumber yaitu sumber dana internal dan eksternal. Sumber dana yang diperoleh dari dalam perusahaan seperti modal sendiri dan laba ditahan merupakan sumber dana internal dan sumber dana yang diperoleh dari luar perusahaan misalnya dengan meminjam modal pada kreditor atau dengan menerbitkan saham baru merupakan sumber dana eksternal. Perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal apabila sumber pendanaan internal tidak mencukupi.

Dalam menjalankan kegiatan operasinya, setiap perusahaan pasti memerlukan berbagai kebutuhan terutama kebutuhan dana (Larasati, 2011). Ketika pendanaan internal mengalami kesulitan, pada kondisi tertentu ada kalanya perusahaan tidak dapat memenuhi kebutuhan dana bagi perusahaan untuk perkembangan usahanya. Oleh sebab itu, seorang manajer dituntut untuk mencari

suatu alternatif yang tepat untuk memenuhi dana tersebut sehingga operasional perusahaan tetap berjalan lancar. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang lebih besar.

Kebijakan penggunaan dana menggunakan utang dari luar perusahaan ini disebut kebijakan utang (Suryani dan Khafid, 2015). Kebijakan utang merupakan salah satu kebijakan pendanaan dalam perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasionalnya (Trisnawati, 2016). Menurut Riyanto (2011: 98) kebijakan utang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan utang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar (utang). Perusahaan juga harus berhati-hati dalam menggunakan kebijakan utang tersebut karena menurut *trade of theory*, semakin besar proporsi utang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan (Gusti, 2013). Di sisi lain, kebijakan utang merupakan salah satu keputusan penting yang harus diambil oleh manajer menyangkut keputusan pendanaan, karena keputusan tersebut akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham. Apabila manajer memilih utang sebagai sumber modal untuk mengelola perusahaan, maka diharapkan manajer dapat menggunakan modal secara optimal dan lebih berhati-hati dalam penggunaannya, karena penggunaan utang dalam jumlah yang besar akan menimbulkan risiko bagi perusahaan.

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran perusahaan. Perusahaan manufaktur yang mendominasi di Indonesia memiliki

tujuan yang sama dengan tujuan perusahaan pada umumnya. Banyaknya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mendorong terjadinya persaingan yang ketat antar perusahaan manufaktur. Perusahaan bersaing dalam meningkatkan laba perusahaan agar nilai perusahaan dapat meningkat. Tujuan perusahaan menurut Brigham dalam Karinaputri, (2012) menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Tujuan perusahaan tersebut mendorong peningkatan kinerja perusahaan guna mencapai tujuan yang diinginkan.

Peneliti *Center of Reform on Economics* (CORE), menyatakan bahwa sektor yang paling potensial untuk mendapatkan investasi pemerintah dan mendorong pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan merupakan industri manufaktur. Hal ini dipertegas pula dengan kontribusi industri manufaktur terhadap pertumbuhan ekonomi yang per kuartal II/2019 mencapai 19,52 persen dari PDB. Selain bisa memberikan *multiplier effect* yang besar, sektor tersebut saat ini juga sedang menghadapi tantangan besar akibat kondisi ekonomi global yang kurang mendukung. Sesuai dengan data statistik utang luar negeri (ULN) Indonesia (SULNI) pada bulan Juli 2019 menyatakan bahwa sektor industri manufaktur juga mengalami kesulitan dalam mengakses pembiayaan, terbukti dari utang luar negeri dari sektor industri manufaktur mencapai USD 34,47 miliar. Melihat kondisi perekonomian saat ini yang cenderung kurang stabil membuat banyak perusahaan gulung tikar akibat dari tingginya biaya yang harus dikeluarkan perusahaan serta perusahaan tersebut harus membayar beban utang

yang meningkat akibat ambruknya nilai tukar rupiah terhadap US dolar (ekonomi.bisnis.com, 2019)

Di Bursa Efek Indonesia (BEI) perusahaan manufaktur terus mengalami perkembangan, dimana setiap periode jumlah perusahaan manufaktur terus mengalami peningkatan yang terlihat dari Tabel 1.1. Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai tanggal 31 Desember 2019, tercatat ada 193 perusahaan. Perusahaan tersebut dibagi menjadi tiga kelompok yang terdiri dari sektor industri dasar dan kimia, sektor industri barang konsumsi, dan sektor aneka industri. Tabel 1.1 menunjukkan jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2019.

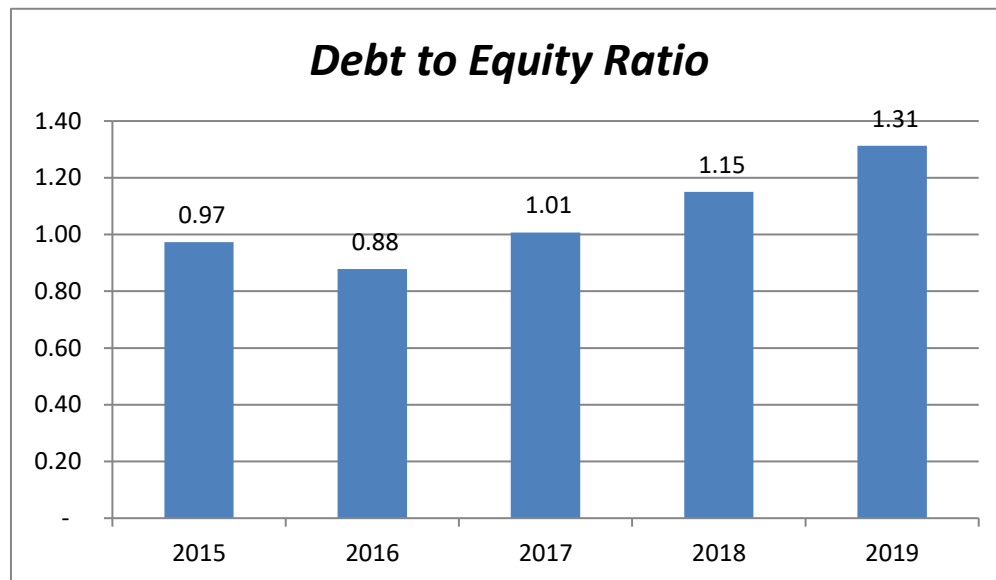
Tabel 1.1
PERKEMBANGAN JUMLAH PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERCATAT DI BEI
2015-2019

No	Sektor	Tahun				
		2015	2016	2017	2018	2019
1.	Industri Dasar & Kimia	61	63	67	71	80
2.	Industri Barang & Konsumsi	42	42	48	52	61
3.	Aneka Industri	40	40	42	45	52
Jumlah Perusahaan		143	145	157	168	193

Sumber : Data BEI 2015-2019, diolah

Tabel 1.1 menunjukkan peningkatan jumlah perusahaan pada setiap tahunnya dari 2015 hingga 2019. Dengan semakin banyaknya perusahaan yang bergabung ke dalam industri manufaktur maka persaingan akan menjadi semakin ketat, sehingga perusahaan harus benar-benar melakukan strategi yang terbaik agar perusahaan mampu unggul terhadap perusahaan-perusahaan lainnya karena tujuan

perusahaan tersebut mendorong peningkatan kinerja perusahaan guna mencapai tujuan yang diinginkan menurut (Brigham dalam Karinaputri, 2012).



Sumber: Data BEI 2015-2019, diolah

Gambar 1.1
RATA-RATA *DEBT TO EQUITY RATIO* PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI
TAHUN 2015-2019

Pada Gambar 1.1 menunjukkan nilai rata-rata dari *debt to equity ratio* (DER) pada seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019. Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata DER pada tahun 2015 hingga 2019 mengalami fluktuasi dan cenderung mengalami peningkatan terutama pada tahun 2017 sampai 2019. Adanya kenaikan dari DER menunjukkan adanya kenaikan pada total liabilitas atau penurunan pada ekuitas. Sebaliknya, adanya penurunan DER menandakan penurunan total liabilitas dan kenaikan pada ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total liabilitas semakin besar dibanding dengan total modal sendiri,

sehingga akan akan berdampak pada semakin besar kewajiban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur).

Debt to equity ratio (DER) dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka perusahaan semakin tinggi risikonya karena pendanaan dari unsur utang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*) artinya jika utang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas satu. Pada Gambar 1.1 menunjukkan masih tingginya rata-rata penggunaan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI terutama pada tahun 2017-2019 dimana angka DER menunjukkan diatas angka satu. Oleh sebab itu perlu dilakukan penelitian kembali mengenai kebijakan utang untuk mengetahui pengaruh dari beberapa variabel yang digunakan di dalam penelitian ini sebagai pertimbangan untuk menentukan keputusan pendanaan. Kasmir (2014: 166), menyatakan bahwa "*Debt to Equity Ratio*" (DER) merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui perbandingan antara total liabilitas dengan total ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui seberapa besar aset perusahaan dibiayai dari utang."

Aziz (2010) mendefinisikan bahwa arus kas bebas merupakan kas lebih suatu perusahaan yang dapat didistribusikan oleh manajer kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan lagi untuk operasi atau investasi pada aset tetap. Arus kas bebas sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Salah satu pemicu utama yang menyebabkan munculnya masalah keagenan adalah dimilikinya arus kas bebas (FCF) yang substantif dalam perusahaan. Arus kas bebas didefinisikannya sebagai

kelebihan arus kas setelah digunakan untuk membiayai semua proyek yang memiliki NPV positif. Arus kas bebas yang berlebih dalam sebuah perusahaan akan menyebabkan perbedaan kepentingan dimana pemilik perusahaan memiliki kepentingan untuk menikmati arus kas bebas tersebut dalam bentuk deviden, sedangkan manajer yang bersifat oportunistik akan menggunakan arus kas bebas tersebut untuk mengambil proyek-proyek yang memberikan keuntungan baginya, serta dengan mengorbankan kepentingan pemilik perusahaan. Perbedaan kepentingan tersebut sering disebut dengan *agency problem*. Kebijakan utang dapat mengurangi konflik keagenan yang ada di perusahaan. Pembayaran bunga akan mengurangi total arus kas perusahaan, sehingga utang dapat dilihat sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan (Suryani dan Khafid, 2015). Untuk meminimalisasi konflik keagenan tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya keagenan (*agency cost*). Upaya perusahaan dalam mengurangi *agency cost* biasanya menggunakan dana yang berasal dari utang.

Semakin besar arus kas bebas perusahaan maka akan mempunyai level utang yang tinggi. Sebaliknya semakin kecil arus kas bebas maka level utang perusahaan akan rendah, karena perusahaan tidak menggunakan penambahan utang investasi (Astuti dan Nurlaelasari, 2013 dalam Harianti, 2016: 5). Dari hasil penelitian mengenai pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan utang menunjukkan adanya hasil penelitian yang bertentangan. Seperti pada penelitian oleh Prathiwi dan Yadnya (2017) yang menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang sedangkan penelitian yang lain seperti

Nurdania dan Rahmawati (2020) serta Suastawan (2014) menyebutkan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan selain berupa interest (*debt tax shield*) juga akan mendapat keuntungan pajak lainnya yang disebut *non-debt tax shield*. *Non-debt tax shield* merupakan keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan selain dari bunga pinjaman (Hastalona, 2013). Keuntungan pajak selain dari bunga pinjaman diperoleh dalam bentuk lain seperti beban penyusutan atas aset tetap dan *investment tax credit*. *Non-debt tax shield* diperoleh dalam bentuk berkurangnya pajak karena adanya depresiasi aset tetap. Dengan demikian semakin besar aset tetap yang dimiliki sesuai ketentuan UU perpajakan, maka biaya depresiasi semakin besar dan pembayaran pajak semakin kecil. Biaya depresiasi tersebut secara umum lebih disukai oleh manajemen untuk digunakan sebagai sumber dana internal, terutama ketika biaya tersebut besar sehingga manajemen dapat menekan penggunaan dana eksternal. Perusahaan dengan tingkat *non-debt tax shield* yang tinggi mengindikasikan adanya penggunaan utang yang kecil. Hasil Penelitian yang dilakukan oleh Soraya dan Permanasari (2017), Hastalona (2013), serta Thian (2012) menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Lanjarsih dan Wijayanti (2018) serta Sudyanto dan Sari (2013) menyatakan bahwa *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Struktur aset merupakan penentuan seberapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aset, baik aset lancar maupun aset tetap. Struktur

aset merupakan jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan. Kreditur menggunakan aset tetap yang dimiliki perusahaan sebagai jaminan (*collateral*) atas pinjaman yang diberikan (Sudiyatno dan Sari, 2013). Aset tetap memiliki nilai likuiditas yang dapat dijual sehingga dapat digunakan sebagai jaminan. Struktur aset yang ada pada suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang (Brigham dan Houston, 2011: 188). Besarnya aset tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan utang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki struktur aset lebih fleksibel, maka akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar dari pada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel. Perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang. Penelitian struktur aset oleh Andriella (2015), Hardiningsih dan Oktaviani (2012) , serta Yeniatie dan Destriana (2010) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara struktur aset perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan. Dalam penelitian Anam dkk (2016) menyatakan struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berbeda temuan hasil penelitian yang dilakukan oleh Prathiwi dan Yadnya (2017) serta Rifai (2015) menyatakan struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Risiko bisnis adalah risiko yang ditanggung perusahaan ketika tidak berhasil menutupi biaya operasionalnya. Semakin tinggi risiko bisnis, maka manajemen akan semakin berhati - hati dalam mengambil keputusan mengenai

struktur modalnya (Gitman dan Zutter, 2012). Risiko bisnis merupakan indikator yang penting dalam menentukan kebijakan pendanaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menghindari penggunaan utang sebagai sumber pendanaannya karena utang meningkatkan risiko likuiditas perusahaan (Yeniatie dan Destriana, 2010). Risiko bisnis juga menentukan keputusan tentang kebijakan utang yang akan diambil perusahaan. Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari untuk menggunakan utang yang tinggi dalam mendanai asetnya, sedangkan perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah akan lebih dipercaya kreditor karena perusahaan dapat menggunakan utang dengan optimal (Brigham dan Houston, 2011: 45). Penelitian risiko bisnis oleh Veronica (2020), Yeniatie dan Destriana (2010), serta Seftianne (2011) menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Penelitian Mulianti (2010) mengalami pertentangan dimana disimpulkan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Salah satu indikator bagi investor untuk mengetahui kemungkinan tumbuh atau tidaknya suatu perusahaan adalah set peluang investasi (IOS). Dalam berinvestasi, IOS memiliki pengaruh penting terhadap suatu pengambilan keputusan yang diambil oleh perusahaan. Teori set peluang investasi berkaitan dengan keputusan pendanaan yang telah dilakukan perusahaan terdiri dari keputusan pendanaan jangka pendek, menengah dan jangka panjang (Susanto, 2011). Semakin tinggi IOS, maka semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan. IOS secara umum

memberi gambaran mengenai luasnya peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun hal itu sangat tergantung terhadap pemilihan pembiayaan perusahaan untuk kepentingan dimasa depan. Perusahaan yang memiliki set peluang investasi yang tinggi menunjukkan bahwa dana internal perusahaan tersebut lebih dari cukup untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan sehingga dana eksternal tidak diperlukan. Kondisi ini juga sebagai indikator bahwa perusahaan tersebut dapat berkembang dan bagi investor merupakan hal yang menguntungkan karena investasi yang ditanamkan diharapkan bisa memberikan return yang tinggi. Sumber dana internal akan lebih cenderung dipakai bagi perusahaan yang memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih atau yang memiliki kesempatan untuk berinvestasi lebih tinggi (Fitriyah dan Hidayad, 2011). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan harus memanfaatkan peluang investasi sebaik mungkin, karena pemanfaatan ini dapat memberikan dampak positif bagi perusahaan terutama dalam hal penggunaan dana. Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan cenderung lebih sedikit menggunakan utang. Surya dan Rahayuningsih (2012), Susanto (2011) menyatakan bahwa set peluang inveatsi memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Namun penelitian yang dilakukan oleh Soraya dan Permanasari (2017) serta Steven dan Lina (2011) menyatakan bahwa set peluang investasi tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

Dari penjelasan latar belakang diatas, maka penelitian ini penting untuk dilakukan ditinjau dari segi penelitian terdahulu masih ada ketidakkonsistenan atau *gap research* dari hasil penelitian-penelitian sebelumnya. Jika ditinjau dari

segi data awal fenomena, penelitian ini penting dilakukan dilihat dari sektor industri manufaktur masih mengalami kesulitan dalam pendanaan terutama pada tahun 2017 sampai dengan tahun 2019 terbukti dari perhitungan nilai rata-rata DER yang telah dijelaskan. Sehingga dari alasan-alasan tersebut penulis akan mencoba meneliti lebih lanjut mengenai **“Pengaruh Arus Kas Bebas, *Non-Debt Tax Shield*, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Set Peluang Investasi terhadap Kebijakan Utang** “. Melalui penelitian ini diharapkan dapat mengetahui apakah kelima variabel tersebut berpengaruh terhadap kebijakan utang.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang?
2. Apakah *non-debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan utang?
3. Apakah struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang?
4. Apakah risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang?
5. Apakah set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan utang?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh :

1. Arus kas bebas terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.
2. *Non-debt tax shield* terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.

3. Struktur aset terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.
4. Risiko bisnis terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.
5. Set peluang investasi terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian yang dilakukan adalah:

a. Bagi Perusahaan

Bagi perusahaan adalah untuk membantu meningkatkan nilai perusahaan melalui pemahaman dari kebijakan pendanaan serta sebagai bahan pertimbangan perusahaan untuk mengevaluasi, memperbaiki, serta meningkatkan kinerja manajemen di masa yang akan datang, sehingga perusahaan bisa mengaplikasikan variabel-variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis dan set peluang investasi.

b. Bagi Calon Investor

Bagi calon investor diharapkan agar dapat dijadikan bahan pertimbangan pada saat melakukan investasi pada sebuah perusahaan yang ditargetkan dan mempertimbangkan sebaik mungkin keputusan yang akan diambil untuk kelangsungan hidup perusahaan.

c. Bagi Akademis

Bagi akademis penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi, informasi, serta wawasan khususnya tentang pengaruh arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis dan set peluang investasi terhadap kebijakan utang.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika skripsi ini dibagi dalam lima bab yang diuraikan sebagai berikut:

BAB I : Pendahuluan

Dalam pendahuluan akan diuraikan tentang latar belakang masalah mengenai kebijakan utang itu sendiri pada perusahaan manufaktur, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian dengan menggunakan variabel dalam penelitian yaitu arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis, dan set peluang investasi serta sistematika penulisan skripsi.

BAB II : Tinjauan Pustaka

Pada bagian tinjauan pustaka berisi tentang penelitian terdahulu yaitu terdiri dari 11 penelitian terdahulu, landasan teori (*grand theory*) mengenai kebijakan utang beserta variabel-variabel penelitian lainnya yang telah disebutkan sebelumnya, kerangka pemikiran dan hipotesis penelitian.

BAB III : Metode penelitian

Metode penelitian akan menguraikan tentang rancangan penelitian, batasan penelitian, identifikasi variabel yaitu pada variabel kebijakan utang, arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis, dan set peluang investasi, definisi operasional dan pengukuran variabel, penentuan populasi, sampel dan teknik pengambilan sampel, data dan metode pengumpulan data, dan teknik analisis data.

BAB IV: Gambaran Subjek Penelitian dan Analisis Data

Bab ini berisi tentang pemaparan gambaran subjek yaitu populasi penelitian, teknik analisis data yang digunakan dan pembahasan tentang hasil penelitian sehingga dapat menjawab hipotesis penelitian yang telah ditentukan.

BAB V: Penutup

Bab ini merupakan bab terakhir yang menjelaskan mengenai uraian kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran.