

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar belakang

Kemajuan ilmu pengetahuan dan teknologi di era globalisasi saat ini menyebabkan kegiatan perekonomian dunia mengalami perkembangan yang sangat pesat. Hal tersebut mendorong transaksi jual-beli yang dilakukan antara produsen dan konsumen menjadi lebih luas yakni tidak hanya terjadi dalam pasar domestik, tetapi juga dalam pasar internasional.

Indonesia merupakan salah satu negara yang ikut berkecimpung dalam kancah perdagangan internasional. Hal ini menjadi faktor pemicu kemajuan dunia usaha dan industri dalam negeri. Kemajuan ini ditunjang oleh ilmu pengetahuan dan teknologi yang lebih modern serta perkembangan dalam segala bidang, termasuk bidang ekonomi. Pasar modal merupakan salah satu contoh adanya kemajuan dalam ilmu pengetahuan dan teknologi yang lebih modern dibidang ekonomi. Pasar modal merupakan media yang sangat efektif untuk dapat menyalurkan dan menginvestasikan dana yang menguntungkan investor. Melalui kegiatan pasar modal, perusahaan dapat memperoleh dana untuk membiayai kegiatan operasional dan perluasan perusahaan. Salah satu perusahaan yang ada dalam pasar modal ialah sektor manufaktur.

Perusahaan manufaktur di Indonesia dapat berkembang dengan pesat, hal ini terlihat dari jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari periode ke periode paling banyak jika dibandingkan dengan

perusahaan lain, sehingga tidak menutup kemungkinan perusahaan ini sangat dibutuhkan oleh masyarakat. Dalam melaksanakan kegiatan operasionalnya, keberadaan dana sangatlah dibutuhkan oleh perusahaan manufaktur. Dana dapat diperoleh dari sumber internal dan eksternal perusahaan. Sumber dana eksternal merupakan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan. Artinya, dana-dana tersebut tidak diperoleh dari kegiatan operasi perusahaan, melainkan diperoleh dari pihak-pihak lain diluar perusahaan. Sedangkan sumber dana internal yang ada di perusahaan terdiri atas laba yang tidak dibagi (laba ditahan) dan depresiasi (Martono dan Harjito 2009).

Salah satu keputusan penting yang dilakukan perusahaan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi hutang, saham *preferen*, dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan. Masalah struktur modal merupakan masalah penting bagi perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban yang berat pada perusahaan yang bersangkutan (Riyanto 1999).

Perusahaan sering melakukan suatu kebijakan yang disebut dengan kebijakan hutang dalam kaitannya dengan struktur modal. Kebijakan hutang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar (hutang), agar jumlah penggunaannya dapat meminimalisir besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan. Semakin besar proporsi hutang perusahaan,

semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan. Perusahaan harus mampu membuat suatu kebijakan hutang yang tepat agar hutang yang digunakan mampu membantu perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sehingga tidak terjadi kegagalan dalam membayar hutang. Kegagalan dalam membayar pokok dan bunga pinjaman biasanya menyebabkan proses hukum dimana pemegang saham akan kehilangan kendali atas perusahaan atau sebagian dari perusahaan mereka dengan kata lain likuiditas perusahaan akan terancam (Damayanti, 2010).

Kebijakan hutang dapat diputuskan dengan mempertimbangkan beberapa hal, diantaranya dapat dilihat besar kecilnya *free cash flow* (aliran kas bebas) dan struktur kepemilikan saham oleh manajerial dan pihak institusional. *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et al*, 2000). Dengan kata lain *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Jadi saat perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya.

Perusahaan yang menggunakan hutang yang tinggi namun tidak diikuti dengan penggunaan hati-hati karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik manajer, hanya akan berdampak pada penambahan biaya perusahaan sehingga menurunkan keuntungan yang akan diterima (Wahidawati, 2001). Hal itu akan

berdampak buruk dimana seorang manajer memiliki kewenangan dalam mengelola perusahaan namun dalam tingkat pengawasan yang rendah. Itu bisa disebabkan oleh ketidak ikut sertaan manajer dalam setiap resiko yang akan di terima perusahaan.

Resiko yang diterima secara langsung akan berdampak pada para pemegang saham. Berbeda halnya jika kepentingan manajer disejajarkan dengan kepentingan pemegang saham yang berarti manajer bertindak sekaligus sebagai pemilik saham. Kepemilikan saham oleh manajer sering disebut dengan kepemilikan manajerial yaitu presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan komisaris). Dengan kata lain, kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan, atau manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Tarigan, 2007).

Manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham tentu saja tidak ingin perusahaan berada dalam keadaan sulit keuangan bahkan mengalami kebangkrutan. Kepemilikan saham oleh manajer membuat manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil salah, terutama pada pengambilan keputusan mengenai hutang. Kepemilikan manajerial akan membuat manajer berusaha sebaik mungkin dalam pengelolaan perusahaan.

Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene dirinya sendiri. Kepemilikan saham oleh manajer yang tinggi akan

meningkatkan risiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga manajer akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang (Moh'd *et al.*,1998 dalam Bertha, 2013). Hal ini menandakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer akan menurunkan tingkat hutang sehingga meminimalisir tingkat risiko yang dialami perusahaan(Rosset *al.*, 2000).

Selain kepemilikan manajerial ada lagi jenis kepemilikan saham yang erat kaitannya dengan kebijakan hutang yaitu kepemilikan Institusional. Jenis kepemilikan saham ini bertolak belakang dengan kepemilikan manajerial. Dimana Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Dengan tingginya kepemilikan institusional, para investor institusional akan mendapatkan kesempatan untuk mengontrol perusahaan lebih sedikit. Kepemilikan oleh institusional juga dapat menurunkan *agency costs*, karena dengan adanya monitoring yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang akan menurun. Hal ini disebabkan karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Dengan demikian kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost of debt*(Agnes, 2009).

Ada pula bukti yang menyatakan bahwa tindakan pengawasan harus dilakukan oleh sebuah perusahaan dan pihak investor institusional dapat membatasi perilaku manajemen (Agnes, 2009). Hal ini disebabkan adanya tindakan pengawasan tersebut dapat mendorong manajemen untuk dapat lebih memfokuskan perhatiannya terhadap kinerja perusahaan, sehingga mengurangi

perilaku oportunistik atau perilaku yang mementingkan diri sendiri. Pendapat itu memberi penjelasan bahwa dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan insitutional memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi dan memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di perusahaan (Shleifer dan Vishny dalam Agnes, 2009)

Penelitian ini menggunakan *investment opportunity set* (IOS) sebagai variabel pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham dengan kebijakan hutang. IOS merupakan set kesempatan berinvestasi yang juga dapat dijadikan alat kontrol untuk menentukan kebijakan hutang dalam perusahaan (Isrina, 2006). IOS saat ini dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh. Perusahaan pada tahap pertumbuhan yang tinggi pada umumnya memiliki kesempatan melakukan investasi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan pada tahap pertumbuhan rendah (Myers dalam Pramudita (2010). Namun perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan yang tinggi biasanya tidak memiliki cukup aset yang dapat dipakai sebagai jaminan apabila perusahaan harus menggunakan hutang sebagai jaminan pendanaan. Perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah, sebaliknya perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan rendah cenderung menggunakan hutang yang lebih tinggi.

Berkaitan dengan hal tersebut penggunaan IOS sebagai variabel moderating karena adanya ketidakkonsistenan hasil dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Pramudita (2010) yang menyatakan bahwa *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan institusional tidak akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan Damayanti (2006) menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai level hutang tinggi pula. Kedua variabel independen lainnya yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang yaitu namun arah hubungannya sesuai dengan teori.

Hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Perusahaan yang mempunyai IOS tinggi dalam hubungannya dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai tidak akan menggunakan hutang dalam pendanaan perusahaannya karena perusahaan tersebut mempunyai kesempatan yang tinggi untuk bertumbuh sehingga manajer sudah mempunyai kesempatan untuk berinvestasi (Gull dan Jaggi 1999 dalam Bertha, 2013). Begitu juga dengan kepemilikan saham baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional, dimana bila terdapat kesempatan berinvestasi (IOS tinggi) sementara kepemilikan saham juga meningkat diharapkan akan menurunkan kebijakan

hutang. Sebaliknya bila tidak terdapat kesempatan berinvestasi (IOS rendah), meskipun kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional meningkat, perusahaan akan tetap memanfaatkan penggunaan hutang untuk pendanaan perusahaan.

Semakin tinggi struktur kepemilikan saham yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dimana terdapat kesempatan berinvestasi, maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan yang dapat mengurangi penggunaan hutang oleh manajer. *Investment opportunity set* berfungsi sebagai variabel moderating terhadap hubungan *free cash flow* dengan hutang. Hal ini dilihat dari beberapa penelitian terdahulu seperti penelitian Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang tinggi ketika perusahaan mempunyai set kesempatan rendah.

Dengan latar belakang tersebut di atas dan beberapa penelitian yang cukup memiliki perbedaan hasil yang berbeda maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul, "pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI)". Penelitian ini adalah replikasi dari penelitian dengan judul yang sama oleh Bertha Firyanni Gustitahun 2013 dengan obyek dan periode penelitian yang berbeda.

B. Batasan masalah

- a) Variabel independent : *Free cash flow*, Kepemilikan manajerial dan institusional.
- b) Variabel dependent : Kebijakan Hutang.
- c) Variabel moderating : *Investment opportunity set*.
- d) Periode penelitian tahun 2011-2014.
- e) Obyek yaitu perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.

C. Rumusan masalah penelitian

1. Apakah *free cash flow* mempengaruhi kebijakan hutang ?
2. Apakah kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan hutang ?
3. Apakah kepemilikan institusional mempengaruhi kebijakan hutang ?
4. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang di moderasi oleh *investment opportunity set* ?
5. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang di moderasi oleh *investment opportunity set* ?
6. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang di moderasi oleh *investment opportunity set* ?

D. Tujuan Penelitian

1. Menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.
2. Menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.
3. Menguji kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

4. Menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang yang di moderasi oleh *investment opportunity set*.
5. Menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang yang di moderasi oleh *investment opportunity set*.
6. Menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang yang di moderasi oleh *investment opportunity set*.

E. Manfaat penelitian

1. Secara teoritis

Penelitian ini akan memperkuat atau memperlemah kajian terdahulu mengenai variabel – variabel dan topik yang ada. mendapatkan hasil yang terbaru. Berkontribusi dalam menambah referensi untuk mengembangkan ilmu pengetahuan khususnya dibidang keuangan.

2. Manfaat dibidang praktek

Memberikan kontribusi kepada investor dalam pengambilan keputusan investasi di perusahaan–perusahaan yang tercatat di bursa efek indonesia.

