

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. LANDASAN TEORI

1. Struktur Modal

Struktur modal merupakan perbandingan atau proporsi dari total hutang dengan modal sendiri dalam perusahaan. Menurut Neil Seitz (1999) dalam Fajar Niasti Pasaribu (2009) struktur modal merupakan gabungan dari sumber hutang jangka panjang yang meliputi hutang, saham biasa, dan saham umum. Hal senada juga diungkapkan oleh Ross bahwa struktur modal adalah gabungan dari hutang jangka panjang dan sekuritas yang dipakai perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Sedangkan menurut Wild et al, (2005) dalam Fajar Niasti Pasaribu (2009) struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara ekuitas (pendanaan sendiri) dan utang pada suatu perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan merupakan salah satu aspek yang berpengaruh dalam menciptakan nilai bagi perusahaan. Oleh karena itu penting bagi perusahaan untuk membuat kebijakan pendanaan yang tepat. Salah satu langkah yang diambil perusahaan adalah dengan memiliki manajemen keuangan. Tanggung jawab utama seorang manajer keuangan (*financial manager*) dalam suatu perusahaan adalah merencanakan sumber dan penggunaan dana untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*the value of the firm*). Keputusan manajemen keuangan terdiri dari 3 bagian yaitu:

- a. Keputusan Investasi yang terdapat pada sisi kiri dari neraca. Manajemen keuangan berperan dalam menentukan jenis aset apa yang akan diinvestasikan oleh perusahaan.
- b. Keputusan Pendanaan yang terdapat pada sisi kanan dari neraca yang terdiri dari kewajiban dan sekuritas. Manajemen keuangan berperan untuk menentukan bagaimana perusahaan mendapatkan modal yang dipakai untuk membiayai investasi perusahaan.
- c. Keputusan Manajerial yang meliputi keputusan investasi dan pendanaan perusahaan dari hari-ke-hari seperti seberapa besar ukuran perusahaan atau seberapa cepat pertumbuhan perusahaan.

Dengan demikian manajemen keuangan ini dapat memastikan bahwa perusahaan didanai dengan biaya modal paling rendah dan investor yakin mereka menanamkan uangnya di pasar modal dengan adanya jaminan hasil maksimal pada tingkat risiko yang paling kecil serta, pembuat kebijakan publik dapat membuat peraturan dan pajak yang meningkatkan output secara keseluruhan dengan tingkat risiko terkecil. Dengan meniadakan kondisi pasar tidak sempurna, struktur modal yang optimal akan meminimalkan biaya rata-rata modal. Oleh karena itu dalam mencari struktur modal yang optimal, sangat penting untuk mempertimbangkan tingkat suku bunga, tingkat pajak, biaya kebangkrutan, *agency relation* dan asimetrik informasi antara manajer dan investor.

Keputusan struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditur merupakan utang bagi perusahaan. Berikut ini merupakan sumber utama dari dana yang dapat dipakai untuk melaksanakan kegiatan perusahaan:

a. Dana dari dalam perusahaan (sumber dana internal)

Dana yang berasal dari dalam perusahaan adalah dana atau *funds* yang berbentuk atau dihasilkan di dalam perusahaan. Dana yang berasal dari dalam perusahaan terdiri dari berbagai jenis antara lain :

- 1) Keuntungan yang ditahan
- 2) Penyusutan
- 3) Saham pemilik

b. Dana dari luar perusahaan (sumber dana eksternal)

Dana yang berasal dari luar perusahaan terdiri dari 2 golongan, yaitu:

- 1) Sumber dana jangka pendek ini diperoleh antara lain dari kredit dagang, kredit bank, surat-surat berharga, hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo, biaya yang masih harus dibayar, penghasilan yang diterima dimuka.
- 2) Sumber dana jangka panjang ini diperoleh antara lain dari pinjaman obligasi, pinjaman hipotek.

2. Hutang

Menurut FASB (*Financial Accounting Standards Boards*), hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu.

Menurut IAI (Ikatan Akuntan Indonesia), kewajiban merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Menurut Munawir (2004) hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh, 2004).

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam

pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini 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. Hutang dapat dibedakan menjadi dua yaitu hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang.

a. Hutang jangka pendek

Hutang jangka pendek merupakan hutang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu 1 tahun atau satu siklus operasi normal perusahaan dengan menggunakan sumber-sumber aktiva lancar atau dengan menimbulkan hutang jangka pendek yang baru. Siklus operasi adalah periode waktu yang diperlukan antara akuisisi barang dan jasa yang terlibat dalam proses manufaktur serta realisasi kas akhir yang dihasilkan dari penjualan dan penagihan selanjutnya.

Hutang jangka pendek meliputi:

- 1) Hutang dagang adalah hutang yang timbul karena adanya pembelian barang dagangan.
- 2) Hutang wesel adalah janji tertulis untuk membayar sejumlah uang tertentu pada suatu tanggal tertentu dimasa depan dan dapat berasal dari pembelian, pembiayaan, atau transaksi lainnya.
- 3) Biaya yang masih harus dibayar, adalah biaya-biaya yang sudah terjadi tetapi belum dilakukan pembayarannya.

- 4) Hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo adalah sebagian atau seluruh hutang jangka panjang yang sudah menjadi hutang jangka pendek, karena harus segera dilakukan pembayaran.
- 5) Penghasilan yang diterima dimuka (*Deferred Revenue*) adalah penerimaan uang untuk penjualan barang dan jasa yang belum terealisasi.

b. Hutang Jangka Panjang

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca dan sumber-sumber untuk melunasi hutang jangka panjang adalah sumber bukan dari kelompok aktiva lancar. Hutang jangka panjang terdiri dari:

- 1) Hutang obligasi merupakan surat pengakuan hutang (dengan bunga) jangka panjang yang akan dibayar pada tanggal tertentu.
- 2) Hipotik merupakan penggadaian kekayaan nyata tertentu untuk mendapatkan suatu pinjaman dengan beban bunga yang tetap. Kekayaan nyata didefinisikan sebagai real estate, gedung, dan lain-lain.

3. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan ini memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Indah Ningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa dengan hutang maka perusahaan

akan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman. Kebijakan hutang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada. Karena hutang yang cukup besar akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang di ambil oleh pihak manajemen dalam rangka untuk memperoleh dana untuk membiayai perusahaan. Hutang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi (Munawir, 2004), dimana utang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan dari kreditor.

Pembiayaan dengan hutang memiliki tiga implikasi penting:

1. Memperoleh dana melalui hutang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas.
2. Kreditor melihat ekuitas atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan margin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan maka resiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditor.
3. jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibandingkan dengan pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar.

4. Teori Kebijakan Hutang

a. Trade Off Theory

Konsep *trade off* dalam *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan hutang dalam struktur modal sehingga disebut pula sebagai *trade off theory* (Brigham dan Houston, 2013), Teori ini menjelaskan mengenai struktur modal perusahaan yang optimal menggambarkan keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah semakin tingginya hutang akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan.

Sesuai teori di atas, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan berhutang untuk mengurangi pajak yang akan dibayarkan. Namun pada kenyataannya perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki tingkat *debt* yang rendah, sehingga teori ini tidak mampu menjelaskan korelasi negatif yang terjadi antara profitabilitas dengan tingkat *debt*. Menurut Mamduh (2004) biaya kebangkrutan yang cukup signifikan dapat mencapai 20% nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal :

- 1) Biaya langsung: biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, biaya pengacara, biaya akuntan dan biaya lainnya yang sejenis

- 2) Biaya tidak langsung: biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

b. Agency Theory

Teori ini mengatakan bahwa diperusahaan terjadi konflik antar pihak yang terlibat, seperti pihak pemegang hutang versus pemegang saham (Mamduh, 2004). Jika hutang meningkat, maka konflik antara keduanya akan semakin meningkat karena potensi kerugian yang dialami oleh pemegang hutang akan semakin meningkat. Dalam situasi tersebut, pemegang hutang akan semakin meningkatkan pengawasan (*monitoring*) terhadap perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency conflict* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hubungan keagenan ini dapat menimbulkan permasalahan pada saat pihak-pihak yang bersangkutan memiliki tujuan yang berbeda, yaitu antara tujuan dari pemegang saham dan tujuan dari manager perusahaan yang pada akhirnya akan menimbulkan *agency cost*.

c. The Pecking Order Theory

Teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961, dalam *Pecking Order Theory* manajer konsisten dengan tujuan

utama perusahaan yaitu memakmurkan kekayaan pemegang saham. Pada *Pecking Order Theory* mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Penggunaan sumber pendanaan eksternal oleh perusahaan dilakukan apabila sumber internal tidak mencukupi. Urut-urutan yang dikemukakan oleh teori ini dalam hal pendanaan yaitu laba ditahan, kemudian hutang, dan yang terakhir adalah penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Pithaloka, 2009).

Secara spesifik, perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam penggunaan dana. Skenario urutan dalam *Pecking Order Theory* adalah sebagai berikut:

- 1) Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- 2) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau, kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah signifikan.
- 3) Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabungkan dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak

bisa di prediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.

- 4) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berhargayang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan hutang, kemudia dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saha sebagai pilihan terakhir.

d. Signaling Theory

Brigham dan Houston (2013) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang baik cenderung menghindari penjualan saham dan lebih pada mengusahakan modal baru dengan cara berhutang. Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru lebih sering dari biasanya, hal ini dapat mendatangkan sinyal negatif yang pada akhirnya dapat menurunkan harga saham perusahaan tersebut.

5. KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Kepemilikan manajerial (*manager ownership* / MOWN) menggambarkan suatu peran ganda yaitu sebagai manajer dan juga pemegang saham dimana masing-masing memiliki kepentingan. Perbedaan kepentingan antar keduanya seringkali menimbulkan suatu konflik yang disebut konflik keagenan. Kepemilikan manajerial dengan hutang memiliki hubungan timbal balik, berarti peningkatan persentase kepemilikan manajerial akan mengurangi penggunaan hutang dan sebaliknya penurunan kepemilikan manajerial akan meningkatkan penggunaan hutang. Penggunaan hutang pada tingkat tinggi menyebabkan beban perusahaan semakin tinggi menyebabkan risiko perusahaan semakin tinggi sehingga manajerial mengurangi kepemilikan saham untuk memperkecil risiko (Pithaloka, 2009).

Kepemilikan manajerial itu sendiri dapat dilihat dari konsentrasi kepemilikan atau prosentase saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan manajemen. Prosentase tersebut diperoleh dari banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh manajerial. Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham dimana pemegang saham adalah dirinya sendiri (Trisyanti, 2009 dalam Pithaloka, 2009).

6. KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL

Kepemilikan institusional (*Istitusional Ownership/INST*) adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank,

perusahaan investasi maupun perusahaan dan lembaga lain. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. *Monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic*.

7. KEBIJAKAN DIVIDEN

Kebijakan Dividen (*Dividen Policy/DPR*) adalah merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Riyanto, 2004 dalam Nurmasari, 2015). *Dividend payout ratio* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Jika perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana.

Rozelf (1982) menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan mengurangi dana yang dikendalikan manajemen. Dana tersebut adalah jumlah *free cash flow*. Semakin tinggi dividen yang akan dibayarkan maka akan semakin kecil jumlah *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, sehingga manajemen harus memikirkan cara untuk memperoleh sumber pendanaan eksternal yakni hutang.

8. LIKUIDITAS

Likuiditas (*Liquidity/CR*) secara umum dapat diartikan sebagai tingkat kemampuan suatu perusahaan untuk dapat membayar hutang yang telah jatuh tempo (Kasmir, 2008). Likuiditas juga diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Mamduh, 2004). Perusahaan yang memiliki kemampuan untuk membayar hutang jangka pendek disebut perusahaan yang likuid dimana perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi, berarti perusahaan tersebut mampu dengan segera membayar hutang perusahaan. Hal ini memberikan kepercayaan terhadap kreditur untuk memberikan pinjaman.

Perusahaan yang tidak likuid akan memberikan dampak buruk bagi keuangan perusahaan karena hutang yang tidak bisa dibayar semakin lama akan semakin menumpuk baik pinjaman pokok ataupun bunganya. Hal ini juga dapat memberikan penilaian yang buruk dari kreditor. Jadi semakin likuid suatu perusahaan, berarti mempunyai kemampuan membayar hutang

jangka pendek, sehingga cenderung akan menurunkan total hutangnya (Andina, 2013).

9. PROFITABILITAS

Profitabilitas (*Profitability/ROA*) adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dari penggunaan aset total badan usaha dalam aktivitas produksi. Profitabilitas ikut mempengaruhi kebijakan hutang karena dalam kondisi profitabilitas tinggi perusahaan akan cenderung mengandalkan sumber dana internal dan sebaliknya pada kondisi profitabilitas rendah perusahaan akan mengandalkan sumber dana eksternal.

Seperti dalam *pecking order theory* tentang hierarki pendanaan dimulai dari laba ditahan, hutang dan yang terakhir adalah saham baru. Dapat dikatakan bahwa hubungan antara profitabilitas dan kebijakan hutang adalah negatif, dimana semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin rendah tingkat hutang yang digunakan dan begitu pula sebaliknya.

B. PENELITIAN TERDAHULU

Beberapa penelitian sebelumnya yang menghubungkan antara rasio keuangan terhadap perubahan laba telah banyak dilakukan. Antara lain penelitian yang dilakukan oleh:

1. Narita (2012), yang menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari 2009 sampai 2010, dengan menggunakan ukuran perusahaan, likuiditas, kepemilikan institusional, profitabilitas, free cash flow terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial variabel ukuran perusahaan (SIZE) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
2. Indahningrum dan Handayani (2009), dengan menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, free cash flow dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, dividen, pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
3. Milanto, Desi (2012), Secara individual, terdapat empat variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dan pertumbuhan perusahaan yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Dua variabel lainnya yaitu kebijakan dividen dan struktur asset menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

C. HUBUNGAN ANTAR VARIABEL DAN PENURUNAN HIPOTESIS

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan dapat merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara

oportunistik lagi (Maspudi, 2005). Langkah memberikan kepemilikan saham bagi para manajer ditunjukkan untuk menarik dan mempertahankan manajer yang cakap serta untuk mengarah tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham terutama untuk memaksimalkan harga saham (Murni dan Adriana, 2007). Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan, termasuk kebijakan menggunakan hutang.

Manajer tak menginginkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Kesulitan keuangan (*financial distress*) itu tak hanya akan berdampak pada perusahaan tetapi pada pemegang saham yang tak lain adalah dirinya sendiri, sehingga mereka akan berusaha mengurangi tingkat *debt* serendah mungkin. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

2. Pengaruh Kepemilikan Intitusional terhadap Kebijakan Hutang

Adanya kepemilikan saham institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal (Faisal, 2002 dalam Murni dan Andriana, 2007). Mekanisme monitoring ini akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Signifikan sebagai agen pengawas ditingkatkan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar

modal. Peningkatan aktivitas institusional investor ini juga didukung oleh usaha untuk meningkatkan tanggung jawab insiders.

Berdasarkan Agency Theory yang menjelaskan suatu hubungan atau kontak antara pemegang saham (prancipal) dan manajer (agent), maka dapat dilihat kekuatan pada kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional juga bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Semakin besar kepemilikan oleh institusional maka akan semakin besar kekuatan suara dalam upaya peningkatan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Wewenang yang dimiliki oleh institusional lebih besar dibanding kelompok lain, sehingga mereka cenderung dapat menekan penggunaan dana eksternal di sebuah perusahaan yaitu hutang. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

3. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Bagi investor atau pemegang saham, dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperolehnya selain keuntungan lain yang berupa *capital gain*. Secara umum dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham. Kebijakan dividen ini memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan

bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk membayar jumlah dividen yang tetap.

Seperti dalam *signalling theory* yang menyatakan bahwa pengumuman dividen akan menyertakan muatan sinyal mengenai laba di masa yang akan datang, sehingga dapat memengaruhi investor dalam menanamkan modalnya. Pembayaran dividen yang stabil akan memberikan sinyal positif dan prospek yang cerah terhadap perusahaan dimasa yang akan datang, yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham perusahaan tersebut. Dapat dikatakan bahwa semakin tinggi dividen yang dibayarkan akan menyebabkan semakin rendah jumlah *free cash flow* yang dimiliki. Sehingga manajer berusaha memikirkan sumber dana eksternal yaitu hutang dalam pemenuhan dua kepentingan tersebut. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

4. Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang

Likuiditas merupakan aspek yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi. Dengan demikian, suatu perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi. Menurut Ozkan (2001) dalam (Mulianti, 2010) perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang cukup untuk mengembalikan hutang lancarnya berarti bahwa perusahaan tersebut

mampu segera mengembalikan hutang-hutangnya sehingga akan cenderung menurunkan total hutangnya.

Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

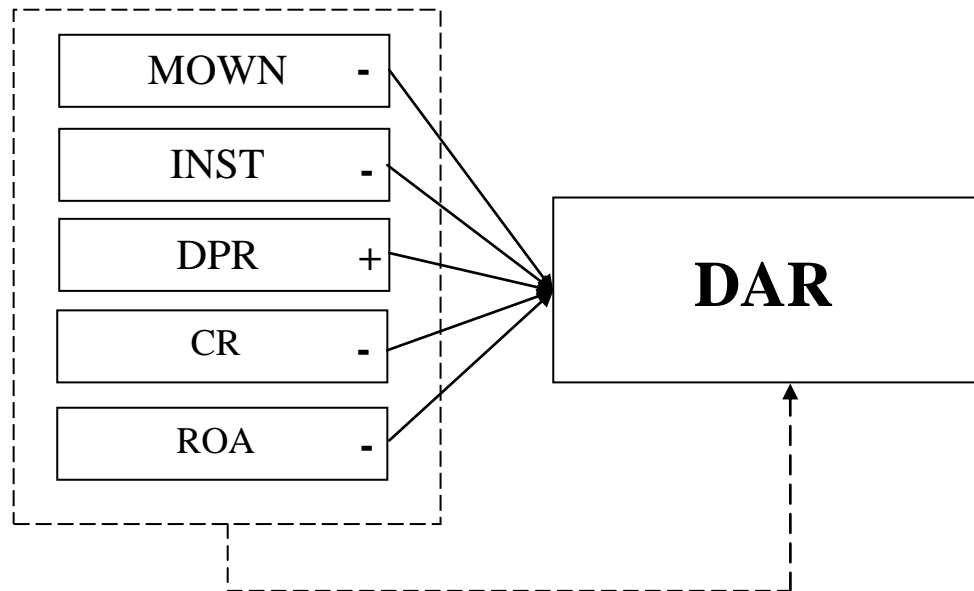
H4: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

5. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas merefleksikan laba untuk pendanaan investasi. Berdasarkan *pecking order theory*, pilihan pertama dalam keputusan pendanaan adalah dengan menggunakan laba ditahan (*retained earning*), baru kemudian menggunakan hutang dan ekuitas. Oleh karena itu, terdapat hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan hutang (Maspudi, 2005). Semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan hutang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan dapat menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan terlebih dahulu. Apabila kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan hutang.

H5: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang Perusahaan.

D. MODEL PENELITIAN



Gambar 1. Model Penelitian

- : Secara Parsial
 - - - - -→ : Secara Simultan

MOWN : Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*)

INST : Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

DPR : Kebijakan Dividen (*Dividen Policy*)

CR : Likuiditas (*Liquidity*)

ROA : Profitabilitas (*Profitability*)

DAR : Kebijakan hutang (*Leverage*)