

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pecking Order

Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) teori *pecking order* menunjukkan bahwa perusahaan dengan keuntungan yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah. Urutan pendanaan perusahaan dalam *pecking order* sebagai berikut :

- 1) Perusahaan memilih dana internal yang berasal dari laba ditahan (keuntungan)
- 2) Pembayaran dividen diusahakan konstan, kalau terjadi secara gradual dan tidak berubah secara signifikan.
- 3) Kebijakan dividen yang konstan digabung dengan fluktuatif keuntungan dan investasi yang tidak dapat diprediksi menyebabkan aliran kas yg diterima perusahaan akan lebih besar. Jika kas tersebut lebih besar perusahaan akan membayar hutang dan membeli surat berharga namun jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas untuk menjual surat berharga.
- 4) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan hutang dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Dapat dijelaskan secara singkat bahwa teori *pecking order* mengutamakan menggunakan dana internal yang berasal dari keuntungan perusahaan yaitu laba ditahan. Apabila dana internal tidak cukup untuk mendanai dan terpaksa harus menggunakan dana eksternal maka perusahaan akan menerbitkan obligasi (surat hutang). Baru hal tersebut yang akan dilakukan terlebih dahulu, apabila dana yang dibutuhkan perusahaan belum juga tercukupi maka perusahaan akan menerbitkan saham baru.

2. *Trade Off Theory*

Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih menggunakan hutang terlebih dahulu dibandingkan dengan mengutamakan penggunaan dana perusahaan dari dana internal perusahaan. Hal tersebut dilakukan karena menurut teori *trade off* penggunaan hutang yang optimal akan mengurangi pajak perusahaan yang berasal dari bunga hutang.

3. Kebijakan Hutang

a. Pengertian Hutang

Hutang Menurut Djarwanto (2004) merupakan kewajiban perusahaan kepada pihak lain untuk membayar sejumlah uang atau menyerahkan barang atau jasa pada tanggal tertentu. Hutang juga 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 menunjukkan sumber modal yang berasal dari kreditur. Dalam jangka waktu tertentu pihak perusahaan wajib membayar kembali atau wajib memenuhi tagihan yang berasal dari pihak luar tersebut. Pemenuhan kewajiban ini dapat berupa pembayaran uang, penyerahan barang atau jasa kepada pihak yang telah memberikan pinjaman kepada perusahaan.

4. Kepemilikan Institusional

Nabela (2012) Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham atas perusahaan seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam konflik keagenan dalam perusahaan. Konflik yang terjadi yaitu konflik antara pemegang saham dengan manajer dan pemegang saham dengan pemegang hutang. Nabela (2012) dengan adanya kepemilikan institusional menyebabkan perilaku manajer lebih terkontrol dengan baik oleh pihak pemegang saham.

5. Kondisi Pasar

Baker dan Wurgler (2002) Kondisi Pasar yang diproksikan *Market to book ratio* adalah acuan keuangan yang digunakan untuk mengevaluasi nilai pasar perusahaan saat ini relatif terhadap nilai bukunya. Nilai pasar adalah harga saham saat ini dari semua saham yang beredar (yaitu harga yang diyakini pasar perusahaan). Nilai buku adalah jumlah

yang akan ditinggalkan jika perusahaan mencairkan seluruh asetnya dan melunasi semua kewajibannya. Nilai buku sama dengan aset bersih perusahaan.

6. Profitabilitas

Pramesti dkk.(2012) Profitabilitas adalah hasil bersih dari berbagai kebijaksanaan dan keputusan investor di pasar modal sangat memperhatikan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan, menunjang dan meningkatkan profit. Tutik (2013) Profitabilitas merupakan salah satu indikator yang penting untuk menilai suatu perusahaan. Profitabilitas selain digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba juga untuk mengetahui efektivitas perusahaan dalam mengelola sumber dana yang dimilikinya. Profitabilitas juga mempunyai arti penting dalam usaha mempertahankan kelangsungan hidup suatu perusahaan dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukkan apakah perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang.

7. *Non Debt Tax Shield*

Modigliani dan miller (1960) *Non debt tax shields* sebagai penentu struktur modal bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dari aktiva. Sesuai dengan pasal 6 ayat 1 tentang pajak penghasilan. Beban-belan yang dapat dikurangkan dari penghasilan bruto dapat dibagi dalam 2 (dua) golongan, yaitu beban atau biaya yang mempunyai masa manfaat tidak lebih dari 1 (satu) tahun dan yang mempunyai masa manfaat lebih dari 1 (satu) tahun. Beban yang mempunyai masa manfaat tidak lebih dari 1

(satu) tahun merupakan biaya pada tahun yang bersangkutan, misalnya gaji, biaya administrasi dan bunga, biaya rutin pengolahan limbah dan sebagainya, sedangkan pengeluaran yang mempunyai masa manfaat lebih dari 1 (satu) tahun, pembebanannya dilakukan melalui penyusutan. Di samping itu, apabila dalam suatu tahun pajak didapat kerugian karena penjualan harta atau karena selisih kurs, kerugian-kerugian tersebut dapat dikurangkan dari penghasilan bruto. Adanya hal tersebut dapat diketahui bahwa Semakin banyak aktiva yang mengalami penyusutan atau depresiasi maka semakin banyak pengurangan hutang

B. Penelitian Terdahulu

Terdapat perbedaan penelitian terdahulu yang mendasari penelitian tentang kebijakan hutang, diantaranya sebagai berikut :

1. Rizka dan Ratih (2009) dengan judul penelitian Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Institusional, Deviden, Growth, *Free Cash Flow* Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. Hasil penelitian yang dilakukan yaitu Kepemilikan Manajerial dan Growth tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang sedangkan Kepemilikan Institusional, Deviden dan *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang.
2. Andi dkk.(2015) dengan judul penelitian Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi di BEI Tahun 2002 – 2011. Hasil penelitian yang diperoleh adalah Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal, firm size menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal,

Sedangkan *Non Debt Tax Shield* dan Tangibility tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.

3. Pancawati dan Meita (2012) dengan judul penelitian Determinan Kebijakan Hutang (Dalam *Agency Theory* Dan *Pecking Order Theory*). Hasil penelitian diperoleh bahwa Profitabilitas dan tangibility asset menunjukkan hasil positif signifikan terhadap Hutang, Pertumbuhan Perusahaan dan Saldo Laba ditahan berpengaruh negatif signifikan terhadap Hutang. Sedangkan *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial menunjukkan hasil negatif terhadap Hutang.
4. Nur dan Indah (2015) dengan judul penelitian Pengaruh Kepemilikan Institusional dan *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang sedangkan *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
5. Tutik (2013) dengan judul penelitian Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang sedangkan Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.
6. Siti dan Ikhsan (2016) dengan judul penelitian pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Penjualan, Firm Size terhadap Kebijakan Hutang. *Return On Aset*, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Penjualan berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sedangkan

Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang.

7. Zaka (2017) dengan judul penelitian Pengaruh Arus Kas Bebas, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Arus Kas Bebas dan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang sedangkan Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang.
8. Bagus dan Nadia (2014) Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Growth, Likuiditas, Struktur Asset, Resiko Bisnis dan Non Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan, *Growth Opportunity*, Likuiditas, Struktur Aset, Resiko Bisnis Dan *Non Debt Tax Shield* Memiliki Pengaruh Negatif Terhadap Struktur Modal. Sementara Profitabilitas Menunjukkan Pengaruh Positif Terhadap Struktur Modal.
9. Putu dan Gusti (2015) dengan judul penelitian Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan. Hasil penelitian yaitu Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal. Pertumbuhan Penjualan mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap Struktur Modal dan sedangkan *Non Debt Tax Shield* berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal.
10. Krisyana (2011) dengan judul Penelitian Sebuah Tinjauan Empiris Terhadap Profitabilitas, Peluang Investasi, Kepemilikan Manajerial Dan

- Kebijakan Leverage. Hasil Penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas, Peluang Investasi yang diproksikan *Market to Book Ratio*, dan Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang.
11. Rizky dkk (2014) dengan judul penelitian Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Resiko Bisnis, Kontrol Kepemilikan, *Cash Holding* Dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen, Risiko Bisnis, Kontrol Kepemilikan, *Cash Holding* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Struktur Modal. Sedangkan *Non Debt Tax Shields* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Struktur Modal.
 12. RajanAnd Luigi (1995) judul penelitian What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas, Tangibility dan *Market to Book Ratio* berpengaruh negatif terhadap Leverage. Sedangkan Size berpengaruh positif terhadap Leverage.
 13. Dennys dan Dessy (2012) dengan judul penelitian Factor Factor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Struktur Aktiva, Profitabilitas, Size Dan *Investement Opportunity* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang. Sedangkan Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Dividend dan Risiko Bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Hutang.

14. Sheridan dan Roberto (1988) dengan judul penelitian *The Determinants Of Capital Structure Choice*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keunikan, size, profitabilitas, non debt tax shield, volatilitas, collateral value ,growth, klarifikasi industri tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
15. Khairin Dan Harjo (2014) dengan judul penelitian, *Pengaruh Growth Oportunity, Profitabilitas, Fixed Asset Ratio dan Resiko Pasar Terhadap Struktur Modal*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa, Profitabilitas, Dan Resiko berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Sedangkan Fixed Growth Opportunity, Asset Ratio tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal.

C. Penurunan Hipotesa

Pengaruh Kepelilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Nabela (2012) Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham atas perusahaan seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Konflik yang bisa saja terjadi dalam penentuan struktur modal yaitu adalah konflik yang terjadi yaitu antara pemegang saham dengan manajer. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung akan meningkatkan resiko ketidakmampuan perusahaan dalam membayar kewajiban hutang. Hal ini dihindari oleh pemegang saham, pemegang saham menginginkan agar manajer mengoptimalkan dana internal sebagai pendanaan perusahaan. Namun berbeda dengan keinginan manajer yang apabila perusahaan memiliki hutang

yang tinggi berdampak pada keutungan yang tinggi dimasa depan. Dalam hal ini pemegang saham memiliki wewenang dalam menerapkan pengawasan yang tinggi terhadap manajer untuk tidak berperilaku oportunistik. Semakin tinggi pengawasan yang dilakukan oleh para pemilik institusional maka semakin tinggi manajer berhati-hati dalam menggunakan hutang. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian Nurdan Indah (2015), Denny dan Desy (2012) bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan Terhadap Kebijakan Hutang. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H1 : Kepemilikan Istitusional Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang.

Pengaruh Kondisi Pasar Terhadap Kebijakan Hutang

Kondisi Pasar yang diproksikan *Market to book ratio* merupakan variabel yang mencerminkan tentang pasar perusahaan. Pada saat kondisi pasar menguntungkan dengan asumsi perusahaan membutuhkan dana tambahan untuk kegiatan operasionalnya, yang dilakukan perusahaan yaitu meningkatkan hutang. Hal tersebut dilakukan oleh perusahaan karena keinginan dari para pemegang saham. Pemegang saham beranggapan bahwa ketika perusahaan menerbitkan saham baru maka pemegang saham akan kehilangan presentase kepemilikan atas perusahaan. Hutang memiliki manfaat untuk mengurangi pajak yang berasal dari bunga hutang. Oleh karena itu semakin baik kondisi pasar maka perusahaan akan semakin meningkatkannya hutang. Hal tersebut sesuai dengan Myers dan Majluf

(1977) dalam Hanafi (2013) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih menggunakan hutang terlebih dahulu dibandingkan dengan mengutamakan penggunaan dana perusahaan dari dana internal perusahaan. Hal tersebut dilakukan karena menurut teori *trade off* penggunaan hutang yang optimal akan mengurangi pajak perusahaan yang berasal dari bunga hutang. Pernyataan ini didukung dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Dennys dan Dessy (2012), Krisyana (2011) menyatakan bahwa *Market To Book Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap Leverage. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

H4: *Market To Book Ratio* Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Usman (2001) profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan kegiatan operasional. profitabilitas yang tinggi akan mencerminkan bagaimana kinerja perusahaan. Keuntungan yang tinggi memberikan tingkat prospek baik perusahaan dimana ketika perusahaan memiliki laba yang tinggi dengan asumsi telah membiayai semua kegiatan operasionalnya maka laba ditahan yang dihasilkan perusahaan juga akan tinggi. laba ditahan ini dapat menjadi sumber dana internal. Semakin tinggi laba ditahan yang dihasilkan perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan akan mengurangi hutang. Hal tersebut karena dengan tingginya laba ditahan perusahaan sudah mampu dalam mendanai kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan. Oleh

karena itu perusahaan tidak perlu untuk meningkatkan hutang. Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order* Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) menjelaskan perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih rendah. Tingkat hutang yang rendah tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target hutang yang rendah, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi. Pernyataan di atas sesuai dengan hasil penelitian Andi dkk. (2015), Tutik (2013), Zaka (2017), Siti dan Ikhsan (2016) serta Rajandan Luigi (1995) bahwa Profitabilitas Berpengaruh negatif Signifikan Terhadap Struktur Modal. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

H3 : Profitabilitas Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh *Non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang

Modigliani dan Miller (1960) *Non debt tax shields* sebagai penentu struktur modal bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dari aktiva atau perisai pajak yang berasal dari depresiasi aktiva. *Non debt tax shield* merupakan pengurangan pajak yang berasal dari penyusutan atau depresiasi aktiva. Penyusutan atau depresiasi ini dapat bermanfaat sebagai sumber dana internal. Semakin besar aktiva yang dimiliki perusahaan maka semakin besar depresiasi yang diperoleh. Semakin besarnya depresiasi menyebabkan pembayaran pajak yang kecil. Karena pembayaran pajak kecil

maka dana dari depresiasi aktiva tersebut dapat dijadikan sebagai sumber dana internal. semakin besarnya sumber dana internal yang diperoleh perusahaan maka semakin besar perusahaan mengurangi hutang. Myres dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2013) teori *pecking order* menunjukkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan pendanaan maka perusahaan akan mengutamakan menggunakan dana yang berasal dari dana internal perusahaan. Ketika dana internal tersebut tidak cukup maka pilihannya yaitu meningkatkan hutang. Semakin banyak aktiva yang mengalami penyusutan atau depresiasi maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengurangi hutang. *Non debt tax*. Pernyataan di atas sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bagus dan Nadia (2014), Rizky dkk. (2014), Andi dkk. (2015) dan Sheridan dan Robert bahwa *Non Debt Tax Shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H4 : *Non Debt Tax Shield* Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang.

A. Model Penelitian

Gambar 2.1
Model Penelitian

