

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kebijakan Hutang

Menurut Chariri & Ghozali (2005) dalam buku *Statement of Financial Accounting Concept* No.6, Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang mungkin terjadi di masa yang mendatang yang mungkin timbul dari kewajiban sekarang dari suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan ke entitas lain di masa mendatang sebagai akibat transaksi di masa lalu.

Hutang didefinisikan sebagai pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul dimasa mendatang dari kewajiban organisasi sekarang untuk mentransfer asset atau memberikan jasa ke pihak lain dimasa mendatang, sebagai akibat transaksi atau kejadian dimasa lalu. Hutang terutama muncul karena penundaan pembayaran untuk barang atau jasa yang telah diterima oleh organisasi dan dari dana yang dipinjam (Mamduh, 2016).

Dalam pembagiannya menurut Riyanto (2004), hutang dapat digolongkan menjadi 3 jenis yaitu : (1) Hutang jangka pendek (*short-term debt*) (2) Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*) (3) Hutang jangka panjang (*long-term debt*). Tujuan utama perusahaan adalah untuk menyejahterakan para pemegang saham, dalam upaya mewujudkan tujuan tersebut perusahaan tentu perlu melakukan strategi. Hal terpenting dalam melakukan strategi yaitu berkaitan keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan perusahaan akan berpengaruh pada

nilai perusahaan itu sendiri, keputusan pendanaan perusahaan yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan dan sebaliknya.

Semakin besar perusahaan maka semakin besar pula kebutuhan dananya, sehingga perusahaan seringkali menggunakan dana eksternal dengan kata lain berhutang. Dalam berhutang terdapat pula keuntungan yang secara tidak langsung akan didapatkan. Kebijakan berhutang akan menaikkan nilai perusahaan karena beban bunga dapat mengurangi pajak yang dibayarkan. *Free cash flow* yang berlebihan oleh pihak manajemen juga dapat dikendalikan penggunaannya oleh hutang, sehingga mengurangi investasi yang sia-sia dan tidak optimal. Namun dalam kebijakan hutang hal yang perlu diperhatikan adalah komposisi hutang itu sendiri. Jika komposisi hutang yang berlebihan maka yang akan terjadi adalah penurunan nilai perusahaan.

Hal yang di pertimbangkan berupa besarnya biaya tetap yang muncul akibat penggunaan hutang yang berupa bunga. Bunga tersebut dapat meningkatkan *leverage* keuangan yang akan meningkatkan tingkat pengembalian hutang bagi para pemegang saham biasa. Jika hal ini terus terjadi tanpa adanya tindakan pengendalian maka harga saham perusahaan akan menurun dan nilai perusahaan pun akan menurun.

Resiko terbesar dalam penggunaan adanya hutang adalah jika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban hutang tersebut sehingga akan berdampak pada tingkat likuiditas yang akan menyebabkan kebangkrutan pada perusahaan.

2. Teori Kebijakan Hutang

1) *Agency Theory*

Teori keagenan (*Agency Theory*) merupakan salah satu *cabang game theory* yang mempelajari skema kontrak untuk memotivasi agen agar bertindak sebagai representasi dari prinsipal ketika kepentingan agen atau lainnya bertentangan dengan kepentingan investor (William R. Scott, 2009).

Pada *agency theory* yang disebut *principal* adalah pemegang saham dan yang dimaksud *agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Tujuan utama perusahaan dalam manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham. Maka manajemen yang ditugaskan oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham.

Agency theory menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pihak pemegang saham sering bertolak belakang, sehingga menimbulkan konflik yang disebut *agency conflict*. Konflik tersebut menjelaskan manajemen lebih mementingkan kepentingan sendiri dibanding kepentingan para pemegang saham dan kepentingan tersebut meningkatkan biaya perusahaan serta mengurangi keuntungan yang diperoleh para pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

2) *Trade off Theory*

Menurut Brigham & Gapenski (1999) konsep *trade off* dalam *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dalam struktur modal sehingga disebut pula sebagai *trade off theory*. Myers & Brealey (2001) mengungkapkan *trade off theory* sebagai berikut :

Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*).

Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat sebagai akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Teori tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan berhutang untuk mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan. Namun pada kenyataannya perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki tingkat hutang yang rendah, sehingga teori ini tidak mampu menjelaskan hubungan negative antara profitabilitas dengan tingkat hutang.

Menurut Mamduh (2012) 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, pengacara, dan 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.

3) *Pecking Order Theory*

Menurut Myers & Brealey (2001) *pecking order theory* menyatakan bahwa :

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah.

Teori ini menunjukkan suatu urutan keputusan pendanaan yang dilakukan manajer yang pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan yang terakhir adalah menerbitkan saham.

Untuk menentukan urutan keputusan pendanaan Myers & Brealey (2001) menyatakan sebagai berikut :

1. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi menyebabkan manajer selalu menjaga agar dividen per lembar saham tidak berubah meskipun terjadi fluktuasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman yaitu mulai dari penerbitan hutang, *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

4) Signaling Theory

Brigham & Houston F (2013) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Teori didasarkan pada asumsi jika manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi yang sama. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru lebih sering dari biasanya maka hal ini dapat mendatangkan sinyal negatif pada perusahaan yang dapat menurunkan harga saham.

Perusahaan yang memiliki prospek baik cenderung akan menghindari penjualan saham yang berlebihan dan lebih mengupayakan untuk modal baru dengan cara berhutang.

B. Variabel yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

1. *Free Cash Flow*

Free Cash Flow dapat mencerminkan seberapa sehat sebuah perusahaan, karena perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi memiliki kas yang tinggi yang menunjukkan perusahaan dapat membayar hutang dan membagi deviden.

Menurut Jensen & Meckling (1976) *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai *net present value* positif. *Free cash flow* inilah yang dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajemen biasanya lebih suka untuk menginvestasikan lagi dana tersebut pada proyek – proyek yang dapat menghasilkan keuntungan.

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional merupakan presentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi maupun perusahaan dan lembaga lain, seperti bank. Kepemilikan institusional dapat mengurangi pengaruh dari kepentingan-kepentingan lain dalam perusahaan seperti kepemilikan pemegang saham lainnya, manajer, ataupun *debtholders* (Mamduh, 2016). Kepemilikan institusional akan mempengaruhi tingkat pengawasan (*monitoring*) perusahaan. *Monitoring* akan menjamin peningkatan kemakmuran para pemegang saham, hal tersebut dikarenakan apabila institusional tidak puas dengan kinerja manajerial, maka mereka akan menjual saham tersebut.

Kepemimpinan institusional memiliki pengawasan yang lebih kuat dibanding pemegang saham lainnya. Hal ini dapat dilihat dan diperkuat dengan teori keagenan (*agency theory*) dimana ketika terdapat banyak institusional investor itu artinya ada suatu kontrol yang banyak dan kuat dari pihak institusional sehingga akan dapat dengan mudah untuk menjadi pemilik saham mayoritas.

Kepemilikan institusional menurut Rahmawati (2012) dalam Astuti (2015) kepemilikan institusi berperan penting dalam mengurangi konflik keagenan karena mereka memiliki dorongan untuk memonitor aktivitas yang dilakukan manajer untuk melindungi investasinya.

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial menggambarkan suatu peran ganda yaitu sebagai manajer dan pemegang saham yang memiliki kepentingan masing-masing. Perbedaan kepentingan kedua peran tersebut seringkali menimbulkan konflik yang

disebut konflik keagenan. Menurut Schroeder (2001) kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Dalam *agency theory* hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal*.

4. Profitabilitas

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan memperoleh laba atau keuntungan dari penjualan tertentu yang dapat digunakan untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan dalam jangka panjang (Mamduh, 2013). Menurut Sartono (2010:122) dalam Anindhita (2017) menyatakan bahwa profitabilitas ialah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi biasanya memiliki tingkat hutang yang rendah, karena perusahaan dapat melakukan kegiatan operasi dan investasi dengan pendanaan internal perusahaan tanpa menggunakan hutang. Apabila penggunaan dana internal belum mencukupi maka perusahaan akan menggunakan hutang.

5. Kebijakan Deviden

Deviden merupakan kompensasi yang dibagikan kepada para pemegang saham (Mamduh, 2016). Umumnya *proxy* untuk kebijakan dividen adalah dengan *dividend payout ratio* (DPR) untuk menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan presentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang

saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Pembagian deviden juga akan berpengaruh pada kas perusahaan apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan.

Anindhita (2017) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent*. Perusahaan akan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Anindhita (2017) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil. Hal ini mengakibatkan manajemen harus memikirkan cara untuk memperoleh sumber dana yang relevan dengan hutang. dengan demikian akan mengurangi kekuasaan manajer.

C. Penelitian Terdahulu :

Penelitian terdahulu yang relevan tentang faktor- faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang telah banyak dilakukan. Penelitian Astuti (2015) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena kemungkinan disebabkan oleh pengaruh krisis

global yang terjadi pada tahun penelitian yang mengakibatkan penarikan modal secara besar-besaran karena iklim investasi yang tidak menentu. Sehingga perusahaan banyak yang melakukan pendanaan dari sumber hutang dan membuat tingkat kepemilikan institusi kurang berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan (Astuti, 2015). Profitabilitas berpengaruh positif karena semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki perusahaan, manajemen semakin yakin dengan kemampuannya untuk mencapai kinerja yang optimal sehingga mampu membayar hutang jangka panjangnya (Astuti, 2015). dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena semakin besar aktiva tetap perusahaan, memberikan kemudahan akses pencarian dana dari sumber hutang karena perusahaan mempunyai *collateral assets* (asset jaminan untuk kreditur) yang semakin besar (Astuti, 2015).

Penelitian Sibagaring (2013) yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang yang menunjukkan apabila *free cash flow* mengalami peningkatan maka kebijakan hutang juga akan mengalami peningkatan karena *free cash flow* yang tinggi menunjukkan perusahaan tidak mempunyai kesempatan untuk bertumbuh sehingga manajer sudah tidak mempunyai kesempatan untuk berinvestasi lalu ia akan berperilaku untuk memuaskan kepentingan diri sendiri, dengan meningkatkan hutang maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik sehingga dana yang tersisa menjadi kecil (Sibagaring, 2013).

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial akan dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah terutama pada pengambilan keputusan mengenai hutang, maka manajer akan lebih berhati-hati (Sibagaring, 2013).

Penelitian Anindhita (2017) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Publik, Kebijakan Dividen, Struktur Aset dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Saham Publik tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena biaya utang maupun biaya ekuitas adalah relatif ekuivalen dan masing-masing memiliki keunggulan dan kelemahan demikian juga dengan penggunaan ekuitas, modal ekuitas akan menguntungkan apabila pemegang saham memiliki tuntutan yang tidak terlalu tinggi akan tingkat pengembalian investasi (Anindhita, 2017). Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang berarti tidak ada perubahan yang signifikan karena dividen lebih baik digunakan untuk keputusan investasi daripada keputusan pendanaan (Anindhita, 2017). Struktur asset memiliki pengaruh positif signifikan karena perusahaan yang sebagian besar dari aktivasnya sendiri dari aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhannya dengan hutang jangka pendek terhadap kebijakan hutang (Anindhita, 2017). Profitabilitas berpengaruh negatif perusahaan akan mengutamakan pendanaan dari laba ditahan daripada

penggunaan hutang, jadi semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka hutang akan semakin rendah (Anindhita, 2017).

Penelitian Adita & Atim (2009) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan manajerial yang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena apabila kepemilikan manajerial dinaikkan maka manajer yang semakin ikut memiliki perusahaan akan mempertimbangkan tindakan oportunistik-nya dan akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan pendanaan perusahaan berupa hutang (Adita & Atim, 2009). Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan karena kekuasaan yang besar pada kepemilikan institusional ini mengakibatkan munculnya kontrol yang ketat pula terhadap manajer sehingga ketika suatu perusahaan dikuasai oleh investor institusional dalam jumlah atau tingkatan yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut (Adita & Atim, 2009). Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya (Adita & Atim, 2009). *Free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi akan memiliki dana internal yang berlebih dan akan memanfaatkannya untuk memenuhi kebutuhan perusahaan (Adita & Atim, 2009). Profitabilitas

perusahaan yang partum-buhannya tinggi berarti mempunyai sumber internal yang mencukupi untuk kegiatan-nya, sehingga perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu kemudian hutang dan saham sebagai pilihan terakhir (Adita & Atim, 2009).

Penelitian Ni Made & I Putu (2017) yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Modal, Risiko Bisnis, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif karena dengan meningkatkan hutang, manajer dapat mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan sehingga dapat menurunkan biaya agensi dari konflik keagenan yang ditimbulkan akibat penggunaan *free cash flow* yang berlebihan (Ni Made & I Putu, 2017). Struktur aset tidak berpengaruh karena aktiva tetap tidak menjadi tolak ukur perusahaan dalam menentukan tingkat hutang yang akan diperhitungkan oleh perusahaan (Ni Made & I Putu, 2017). Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan karena risiko Bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang karena semakin banyak menggunakan hutang, akan semakin tinggi beban biaya kebangkrutan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (Ni Made & I Putu, 2017). Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan memiliki tingkat laba yang tinggi yang akan dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk deviden dan untuk pendanaan perusahaan menggunakan hutang atau dana eksternal (Ni Made & I Putu, 2017).

Penelitian Yuli (2014) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang karena besar presentasi kepemilikan institusional untuk 30 perusahaan manufaktur selama tiga tahun pengamatan berkisar 50% sampai dengan 96,2%. Dengan persentase yang cukup besar, kepemilikan institusional di dalam suatu perusahaan mampu menjadi *controller* atas penggunaan hutang perusahaan.(Yuli, 2014). Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena proporsi kepemilikan manajemen (direktur dan komisaris) yang mempengaruhi kebijakan hutang masih rendah dibandingkan dengan kelompok pemegang saham lainnya dalam perusahaan (Yuli, 2014). Kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena pembayaran dividen kas akan mengurangi sumberdana yang dikendalikan oleh manajemen seperti hutang. Perusahaan yang membayar dividen kas mengindikasikan bahwa perusahaan mampu membiayai peluang investasi tanpa menggunakan sumber daya eksternal seperti hutang (Yuli, 2014).

Penelitian Suryani & Khafid (2015) yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan *free cash flow* berpengaruh negatif karena perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang cukup

maka perusahaan tidak akan menggunakan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya (Suryani & Khafid, 2015). Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau ekuitas daripada hutang (Suryani & Khafid, 2015). Kebijakan deviden berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang karena jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil yang menimbulkan penggunaan hutang (Suryani & Khafid, 2015).

Penelitian Sheisarvian et al., n.d., (2015) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena peningkatan dari kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan meminimalisir risiko yang akan ditimbulkan karena pihak manajer merasa memiliki perusahaan. (Sheisarvian et al., 2015). Kebijakan deviden berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena dapat deviden dapat mengurangi biaya *agency cost*. Penggunaan dividen dalam mengurangi *agency cost* dapat dilakukan guna mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal pada perusahaan yang *low growth* dan *profitable*. Dengan demikian perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi untuk membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana dari hutang (Sheisarvian et al., 2015).

Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan dapat menghasilkan dana pada perusahaan yang lebih banyak sehingga dapat digunakan sebagai penutup kewajiban sehingga dapat berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan (Sheisarvian et al., 2015).

Penelitian Deni & Ruzikna (2017) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Deviden dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang ”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan deviden berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. *Free cash flow* berpengaruh positif berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Penelitian Rohmah et al. (2018) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Deviden dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Hutang ”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kebijakan deviden berpengaruh positif, hal ini menyatakan bahwa apabila kondisi perusahaan saat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar deviden yang tinggi dan memilih hutang sebagai pendanaan (Rohmah et al., 2018). dan *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena Kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen sehingga perusahaan dengan tingkat

hutang yang tinggi akan memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi juga (Rohmah et al., 2018).

Penelitian Nurhalis et al. (2019) yang berjudul “*Analysis of Factors Affecting the Company's Debt Policy with Pecking Order Theory in Wholesale and Retail Companies in Indonesia*”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena seperti yang terdapat pada teori *pecking order* bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internal, dan untuk manajer ia akan lebih berfikir dalam penggunaan hutang karena efek yang ditimbulkan dari hutang (Nurhalis et al., 2019) tersebut profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan laba yang tinggi akan mengutamakan pendanaan internal dibanding dengan menggunakan hutang (Nurhalis et al., 2019).

Penelitian Salehi et al. (2017) yang berjudul “*The Effect of Financial Distress Costs on Ownership Structure and Debt Policy*”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan profit yang tinggi memungkinkan manajer untuk memetingkan dan diri sendiri atau bersifat *opportunistic* karena adanya arus kas bebas yang besar yang tersedia untuk investasi dan konsumsi manajer, dengan itu manajer akan lebih menggunakan hutang sebagai pendanaan (Salehi et al., 2017). Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena berimplikasi pada literature agensi yang menyatakan bahwa keberadaan kepemilikan institusional diperlukan untuk

pemeliharaan manajemen. Hal ini juga resistensi antara pemegang saham institutional yang melakukan pengawasan terhadap para kreditur. Dalam hal tersebut menyiratkan bahwa kepemilikan institusional memiliki 2 sisi yaitu sebagai pemantau dan pengambilalih (Salehi et al., 2017).

Penelitian Siti Nur & Agus (2017) yang berjudul "*The Analysis of Financial Performance in Moderating Determinant of Company Debt Policy*". Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, serta kebijakan deviden berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan pembayaran deviden yang tinggi dianggap tidak memerlukan hutang karena mampu memenuhi kebutuhannya dengan pendanaan internal (Siti Nur & Agus, 2017). Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memerlukan pendanaan eksternal berupa hutang untuk alternative pendanaan, sehingga semakin tinggi pertumbuhan perusahaan semakin tinggi juga tingkat hutang perusahaan tersebut (Siti Nur & Agus, 2017). Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena dalam penelitian ukuran perusahaan menjadi proksi dengan menggunakan logaritma dari asset perusahaan, kepemilikan asset yang tinggi dapat dijadikan sebagai garansi untuk berhutang. Jadi ukuran perusahaan yang tinggi memiliki kepemilikan asset yang tinggi dan menaikkan tingkat pemakaian hutang (Siti Nur & Agus, 2017). Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena ketika perusahaan memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang

tinggi dan profit yang stabil akan mendorong manajemen untuk menggunakan hutang (Siti Nur & Agus, 2017).

Penelitian Korkmaz (2016) yang berjudul “*Profitability In Moderating The Effect Of Business Risk, Company Growth and Company Size on Debt Policy*”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki profitabilitas akan lebih mengutamakan pendanaan internal dibanding dengan hutang (Korkmaz, 2016). Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan memerlukan dana yang besar dan dana tersebut berasal dari hutang (Korkmaz, 2016). Resiko Bisnis dan Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (Korkmaz, 2016).

Penelitian Waluyo (2018) yang berjudul “*Do Efficiency of Taxes, Profitability, and Size of Companies affect Debt ? A Study of Companies Listed in the Indonesia Stock Exchange*”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internalnya ketika itu mencukupi dibanding dengan menggunakan hutang (Waluyo, 2018). Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena perusahaan kecil maupun besar tidak begitu berpengaruh ketika menggunakan hutang (Waluyo, 2018).

Penelitian Yong H. Kim et al. (2007) yang berjudul “*Interrelationship among Capital Structure, Dividends and Ownership: Evidence from South Korea*”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan tingkat manajerial yang tinggi akan lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang karena apabila terjadi hal yang buruk pada perusahaan akan langsung berakibat pada dirinya sendiri (Yong H. Kim et al., 2007). Kebijakan deviden berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan membutuhkan hutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan karena membagikan deviden yang tinggi Yong H. Kim et al. (2007).

Penelitian Mohamed G. Abobakr & Khairy Elgiziry (2015) yang berjudul “*The Effect of Board Characteristic and Ownership Structure on The Corporate Financial Leverage*”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, karena ketika ketika kepemilikan manajerial yang tinggi dapat memberikan intensif kepada manajer agar dapat menggunakan hutang secara optimal sehingga kepemilikan manajerial yang tinggi akan menggunakan hutang yang tinggi juga untuk meningkatkan pembagian saham serta intensif (Mohamed G. Abobakr & Khairy Elgiziry, 2015). Kepemilikan institusional, kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. *Company Performance* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian Mateus Xavier Da Costa Cabral, Arsono Laksamana, & Mudjilah Rahayu (2018) yang berjudul “*The Relation Between Institutional Ownerships, Debt*

Policy, Dividend Policy and Company Performance in Terms of Clarifying Agency Conflict Mechanism : Case Study at Manufacturing Companies Listed at the Indonesian Stock Exchange". Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan institusional dan kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian Taufik Akhbar (2017) yang berjudul "*Simultaneous Effect on Debt and Managerial Ownership: Agency Theory Framework*". Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang karena ketika perusahaan memiliki resiko dalam penggunaan hutang maka akan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mengontrol konflik keagenan dan akan menjadi peran institusional juga sehingga perusahaan dengan tingkan kepemiliki institusional dan manajerial yang tinggi akan lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang (Taufik Akhbar, 2017).

Penelitian Saiful Anwar (2019) yang berjudul "*The Influence Of Ownership Structure, Asset Structure, and Earning Volatility On Debt Policy In Indonesia*". Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Saiful Anwar, 2019). Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan lebih aktif memonitor manajer dalam menggunakan dana perusahaan , selain itu institusional juga mengutamakan penggunaan hutang sebagai pendanaan perusahaan (Saiful Anwar, 2019).

Penelitian Agus & Salsabila (2019) yang berjudul “*Firm Size Moderates the Effect of Free Cash Flow, Firm Growth, and Profitability on Debt Policy*”. Hasil penelitian ini yang terkait dengan penelitian penulis menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena perusahaan lebih memprioritaskan pendanaan internal untuk investasi dan operasional, sehingga ketika perusahaan memiliki dana internal yang cukup maka perusahaan tersebut tidak menggunakan hutang sebagai pendanaan Agus & Salsabila (2019). Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih besar dalam penggunaan hutang, hal ini dikarenakan perusahaan membutuhkan dana ekstra untuk mengembangkan bisnisnya (Agus & Salsabila, 2019). Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang karena perusahaan memiliki pendanaan internal yg diprioritaskan untuk operasional dibanding menggunakan hutang (Agus & Salsabila, 2019).

D. Penurunan Hipotesis :

1. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset (Sibagaring, 2013). *Free cash flow* sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Ketika *free cash flow* tersedia yang tersedia tinggi maka manajer diduga akan menggunakannya secara tidak efisien. Hal tersebut memicu adanya konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham.

Meningkatkan pendanaan dengan hutang merupakan salah satu cara untuk mengawasi hal tersebut selain itu dengan adanya pengawasan maka akan meminimalisir terjadinya konflik keagenan namun hal tersebut memerlukan biaya keagenan (*agency cost*) yang akhirnya menuntut manajer untuk berhutang.

Keadaan ini menuntut manajer untuk berusaha menjaga kestabilan perusahaan dengan menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, maka dari itu *free cash flow* perusahaan yang tinggi ditunjukkan dengan tingkat hutang yang ditinggi. Sesuai dengan penelitian Sibagaring (2013) dan Ni Made & I Putu (2017) bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₁ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008). Dengan adanya kepemilikan institusional maka perusahaan akan memberikan peranan dalam pengawasan (*monitoring*) perusahaan lebih optimal. Salah satu bentuk pengawasan yang dilakukan adalah dengan mengadakan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Mereka cenderung akan mengevaluasi keputusan yang ada didalam rapat seperti *merger*, keputusan investasi, termasuk juga keputusan dalam kebijakan hutang.

Tingkat kepemilikan oleh institusional yang semakin besar maka kekuatan suara dalam upaya peningkatan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham semakin kuat. Wewenang yang dimiliki oleh institusional memiliki kekuatan yang lebih besar dibanding kelompok lain, hal tersebut cenderung membuat institusional menginginkan proyek yang besar, beresiko, dan memiliki laba yang tinggi. Pembiayaan proyek tersebut seringkali dibiayai oleh pendanaan eksternal (hutang). Sehingga semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin besar tingkat hutang dalam perusahaan, ini didukung oleh penelitian Yuli (2014), Saiful Anwar (2019) dan Salehi et al. (2017).

H₂ : Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang .

3. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial menggambarkan suatu peran ganda dimana manajer juga sebagai pemegang saham yang memiliki kepentingan masing-masing. Peran ganda tersebut seringkali menimbulkan konflik yang disebut konflik keagenan.

Konflik keagenan ini dapat diminimalisir dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Dalam melakukan hal tersebut perusahaan membutuhkan pendanaan yang besar, sumber pendanaan eksternal seringkali menjadi alternative yang ditempuh.

Menurut Schroeder (2001) dalam *agency theory* hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal*. Pada dasarnya kedua pihak tersebut memiliki kepentingan yang tidak jauh berbeda, yaitu untuk mensejahterakan masing-masing pihak. Dengan persamaan kepentingan tersebut maka kedua pihak akan cenderung lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang mengingat semakin tinggi hutang maka resiko perusahaan juga akan semakin tinggi.

Manajer tidak menginginkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan karena resiko hutang yang terlalu tinggi (*financial distress*). Kesulitan keuangan tidak hanya akan berdampak pada perusahaan namun juga bagi para pemegang saham yang tak lain juga dirinya sendiri, sehingga manajer akan berusaha menggunakan tingkat hutang yang serendah mungkin. Sehingga semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial tingkat hutang semakin rendah, sesuai penelitian Taufik Akhbar (2017), Sibagaring (2013), Adita & Atim (2009), Yong H. Kim et al. (2007), Deni & Ruzikna (2017) dan Sheisarvian et al. (2015).

H₃ : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negative signifikan terhadap kebijakan hutang.

4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan perbandingan antara laba perusahaan dengan ekuitas yang digunakan dalam memperoleh laba tersebut. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi cenderung memiliki hutang yang relatif kecil, karena mereka mampu membiayai operasional perusahaan dengan laba

ditahan atau pendanaan internal, seperti dalam *pecking order theory* yang menyatakan bahwa urutan pembiayaan dimulai dengan laba ditahan sebagai urutan pertama, kemudian hutang dan yang terakhir penerbitan saham baru.

Dalam pengembalian hutang maupun pembayaran deviden perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi dinilai baik dalam 2 hal tersebut, sehingga akan menciptakan sinyal positif bagi perusahaan. Manajemen memiliki pengaruh dalam pengelolaan pendanaan perusahaan tanpa harus mempertimbangkan sumber dana eksternal, karena perusahaan memiliki banyak dana internal untuk membiayai proyek perusahaan tersebut. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin rendah tingkat hutang perusahaan dan sebaliknya, ini didukung penelitian Anindhita (2017), Adita & Atim (2009), Sheisarvian et al. (2015) dan Nurhalis et al. (2019).

H4 : Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

5. Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan hutang dalam perusahaan, hal tersebut diperkuat dengan *Pecking Order Theory* yang didalamnya terdapat urutan pengambilan keputusan pendanaan dalam perusahaan. Dimana perusahaan melakukan pendanaan dari laba ditahan, apabila laba ditahan tidak mencukupi maka selanjutnya perusahaan akan meningkatkan pembayaran deviden maka pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan mengecil.

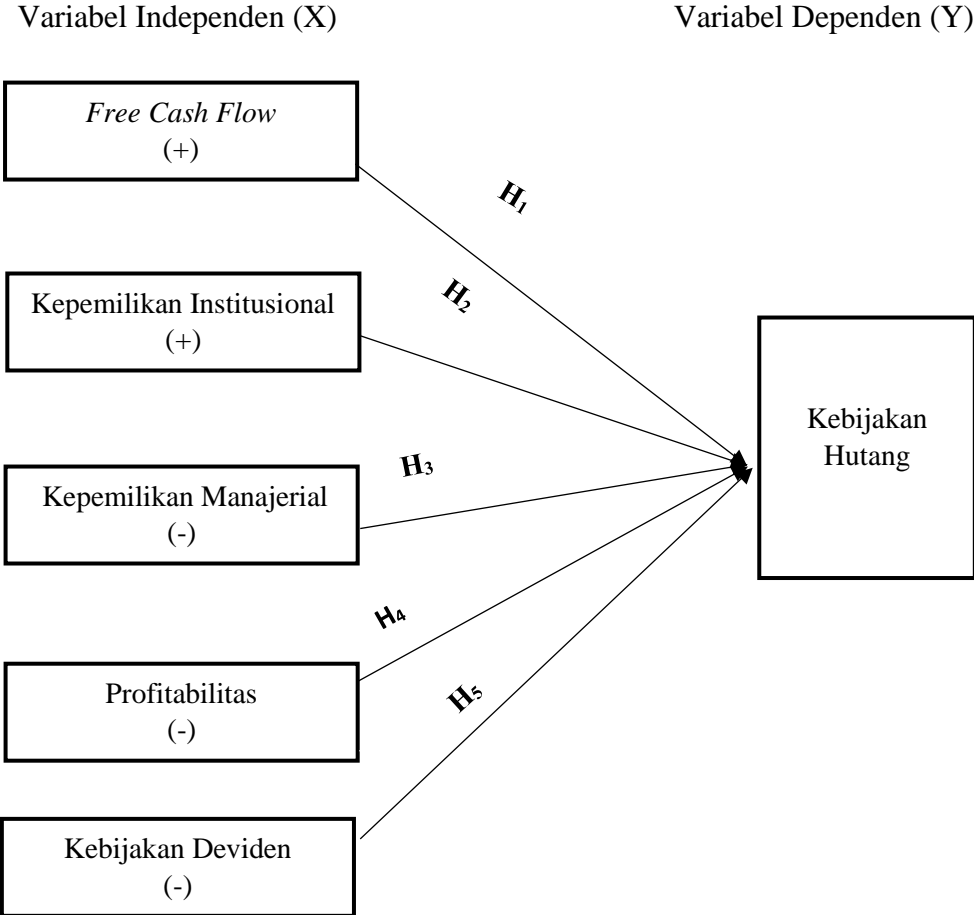
Perusahaan cenderung menginginkan pertumbuhan yang tinggi yang, hal tersebut mampu dicapai dengan menggunakan proporsi laba ditahan sebagai

pembiayaan perusahaan, namun disisi lain perusahaan juga menginginkan pembayaran deviden yang stabil kepada para investor.

Dalam *signaling theory* yang menyatakan bahwa pembagian deviden akan memberikan sinyal maupun informasi mengenai laba yang diperoleh dimasa mendatang, sehingga akan mempengaruhi tingkat investor. Apabila pembayaran deviden stabil akan memberikan sinyal yang positif dan prospek yang baik terhadap perusahaan dimasa mendatang, maka akan meningkatkan harga saham perusahaan. Kedua kepentingan tersebut menyebabkan terjadinya *agency conflict* dalam perusahaan. Dengan pembayaran deviden yang tinggi akan menyebabkan *cash flow* perusahaan yang dimiliki semakin rendah. Sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk mengontrol *agency conflict* yang terjadi akibatnya tingkat hutang perusahaan akan semakin kecil. Maka pembayaran deviden yang tinggi menyebabkan tingkat hutang yang rendah. Penelitian ini didukung oleh penelitian Deni & Ruzikna (2017) dan Sheisarvian et al. (2015).

H5 : Kebijakan Deviden berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

MODEL PENELITIAN :



Gambar 2 1. Model Penelitian

PENDUKUNG EMPIRIS

| No | Hubungan antar Variabel | Peneliti yang Mendukung |
|----|--|---|
| 1 | <i>Free Cash Flow</i> ——— H^+ —→ Kebijakan Hutang | Sibagaring (2013) Ni Made & I Putu (2017) |
| 2 | Kepemilikan Instusional- H^+ → Kebijakan Hutang | Yuli (2014) Salehi et al. (2017) Saiful Anwar (2019) Mohamed G. Abobakr & Khairy Elgiziry (2015) |
| 3 | Kepemilikan Manajerial ——— H^- —→ Kebijakan Hutang | Adita & Atim (2009) Sheisarvian et al. (2015) Deni & Ruzikna (2017) Taufik Akhbar (2017) Sibagaring (2013) Yong H. Kim et al. (2007) |
| 4 | Profitabilitas ——— H^- —→ Kebijakan Hutang | Anindhita (2017) Adita & Atim (2009) Sheisarvian et al. (2015) Nurhalis et al. (2019) Agus & Salsabila (2019) |
| 5 | Kebijakan Deviden ——— H^- —→ Kebijakan Hutang | Deni & Ruzikna (2017) Sheisarvian et al. (2015) |

Tabel 2.1 Tabel Pendukung Empiris