

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kebijakan hutang

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. 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 (Pithaloka, 2009). Menurut Munawir dalam Pithaloka, (2009) 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.

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 biaya modal yang akan meningkatkan tingkat pengembalian bagi para pemegang saham

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

- 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 1 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) Hutang bank

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber

biaya modal yang murah sehingga dapat digunakan untuk membiayai

aktivitas operasional perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan.

Keputusan pembiayaan atau pendanaan perusahaan akan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan. Dan modal yang berasal dari kreditur adalah merupakan hutang perusahaan.

Kebijakan pendanaan ditentukan oleh tingkat kebutuhan investasi. Jika perusahaan memperoleh kesempatan untuk investasi maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai investasi tersebut. Manajemen perusahaan akan menentukan kebijakan pendanaan itu dengan dana internal, baru kemudian dengan dana eksternal termasuk hutang. Jika dana internal sudah mencukupi maka manajemen tidak perlu menggunakan kebijakan hutang untuk memperoleh dana dari luar. Namun sebaliknya jika investasi yang dilakukan tidak cukup jika hanya menggunakan sumber dana dari internal, maka manajemen perusahaan harus menggunakan kebijakan hutang sebagai salah satu alternatif untuk memperoleh dana dari luar disamping dengan menerbitkan saham.

Keputusan pembiayaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana dapat diperoleh. Biasanya ada standar rasio tertentu

yang harus dipatuhi. Jika standar rasio tertentu yang tidak boleh dilampaui. Jika

rasio hutang melewati standar ini, maka biaya akan meningkat dengan cepat dan hal tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Salah satu rasio tersebut yaitu LDE (*Long Term Debt Ratio*) yang menunjukkan sejauh mana hutang dapat ditutupi oleh modal perusahaan atau berapa porsi hutang dibanding dengan modal perusahaan, supaya aman porsi hutang harus lebih kecil dari modal. Perusahaan yang menggunakan banyak hutang maka akan meningkatkan beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar. Hal ini memperbesar kemungkinan perusahaan menghadapi *default*, yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran hutang pada waktunya akibat kewajiban yang semakin besar.

2. Teori Kebijakan Hutang

a. *Agency Theory*

Agency Theory mulai berkembang berawal dari adanya penelitian oleh Jensen dan Meckling dalam Pithaloka (2009) yang mengacu pada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan disebut prinsipal. Maksimalisasi kekayaan prinsipal akan diserahkan kepada pihak-pihak yang dianggap profesional untuk mengelola perusahaan. Pihak profesional tersebut dalam perusahaan disebut sebagai manajemen, yang dalam teori keagenan disebut sebagai agen. Untuk dapat mencapai tujuan yang diinginkan oleh prinsipal,

yang sebesar-besarnya dengan biaya yang kecil, karena manajemen tidak menyukai adanya risiko (*risk averse*). *Agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajemen atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi ini akan menimbulkan kecenderungan manajemen untuk bertindak mementingkan kepentingan sendiri dan tidak berdasarkan maksimalisasi kemakmuran prinsipal lagi.

Konflik kepentingan, dapat mendasari orang bertindak untuk memenuhi kepentingannya terlebih dahulu sebelum memenuhi kebutuhan orang lain. Hal ini juga berlaku dalam manajemen perusahaan. *Agency problem* timbul karena orang cenderung untuk mementingkan dirinya sendiri dan konflik akan timbul ketika beberapa kepentingan yang berbeda bertemu dalam aktivitas bersama (Jensen dalam Kurniati, 2007). Konflik menciptakan masalah (*agency conflict*) sehingga masing-masing pihak akan berusaha untuk mengurangi besarnya *agency cost* yang terjadi.

Untuk mengurangi adanya *agency conflict* yang mendorong timbulnya *agency cost* maka salah satu alternatif yang dapat diambil oleh perusahaan adalah dengan meningkatkan pendanaan perusahaan dengan hutang. Peningkatan hutang ini akan menurunkan penggunaan *free cash flow* yang ada pada perusahaan.

b. Signaling Theory

Isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston dalam Pithaloka, 2009). Menurut Brigham dan Houston, perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal.

Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

c. Static Trade Off Theory

Static trade off theory berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika hutang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost*

di sisi lainnya. *Agency cost* adalah biaya yang timbul pada sisi yang lain. Ketika

manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dibandingkan dengan perkiraan *agency cost* maka perusahaan masih bisa meningkatkan hutangnya dan peningkatan hutang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan hutang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*. Model *Static Trade off theory* ini merupakan evolusi atau pengembangan dari teori *irrelevancenya*, yaitu *Trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (Arifin dalam Pithaloka, 2009).

d. *Pecking Order Theory*

Teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson sedangkan penamaan *Pecking Order Theory* dilakukan oleh Myers (Pithaloka, 2009). 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,

dan pendanaan eksternal yang terakhir adalah

penerbitan saham biasa. Pemilihan urutan pendanaan ini menunjukkan bahwa pendanaan didasarkan oleh tingkat resiko atas keputusan untuk menggunakan pendanaan tersebut. Pemilihan ini juga dikaitkan dengan biaya atas sumber pendanaan dari mulai yang termurah hingga termahal.

Ada dua alasan mengapa dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri. Pertama, adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi akan lebih murah dari biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajer dengan pihak pemodal.

Donaldson dalam Pithaloka (2009), mengemukakan hasil penelitian yang dikenal dengan *pecking order theory*, bahwa penetapan struktur modal perusahaan adalah sebagai berikut:

- 1) Perusahaan lebih menyukai mempergunakan sumber pendanaan internal dalam keputusan pendanaannya (laba ditahan).
- 2) Penetapan target rasio pembayaran deviden dilakukan berdasarkan

..... dan yang akan diperoleh

- 3) *Dividend is "sticky"*, perusahaan enggan untuk meningkatkan dan menurunkan pembayaran devidennya kecuali dengan alasan-alasan tertentu.
- 4) Jika masih terdapat kelebihan dana dari sumber dana internal setelah digunakan untuk kegiatan investasi, maka akan digunakan untuk investasi di sekuritas, pembayaran hutang, meningkatkan pembayaran deviden atau akuisisi perusahaan.

Teori ini kemudian diperkuat lagi dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunder dan Stewart C. Myers dalam Pithaloka (2009). Dalam penelitian ini dikatakan bahwa, dalam bentuk yang paling sederhana *Pecking Order Theory* dalam pendanaan perusahaan menjelaskan bahwa ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup untuk mendanai investasi *real* dan dividen, perusahaan akan menerbitkan hutang. Saham tidak akan pernah diterbitkan, kecuali biaya *financial distress* perusahaan tinggi.

Selain itu, Myers menemukan bahwa adanya penilaian negatif dari pemegang saham akibat penerbitan saham atau pengurangan *leverage*. Beberapa poin penting yang dikemukakan dari penelitian ini yaitu:

- 1) Perusahaan lebih menyukai membiayai kegiatan investasinya secara

internal dan pembiayaan eksternal jika tidak memenuhi:

- 2) Ketika pembiayaan eksternal dipilih, maka pembiayaan pertama kali yang dipilih adalah hutang (*debt securities*), baru kemudian modal (*equity securities*).
- 3) Jika diperlukan pembiayaan eksternal yang lebih besar untuk proyek yang mempunyai NPV positif, maka model pembiayaan dengan *pecking order theory* akan diikuti.

Menurut Myers dalam Pitaloka (2009), bahwa *pecking order theory* menyatakan beberapa hal antara lain :

- 1) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi).
- 2) Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis.
- 3) Kebijakan deviden yang relatif segan untuk diubah, disertai untuk fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun dalam kesempatan lain mungkin kurang.
- 4) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Yaitu dimulai dengan menerbitkan obligasi terlebih dahulu, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti

3. *Free cash flow*

Jensen dalam Damayanti (2006) mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas bebas sebagai kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi diduga bisa lebih *survive* dalam situasi yang buruk. Aliran kas bebas negatif berarti sumber dana internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga memerlukan tambahan dana eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru.

Ross *et al.*, dalam Damayanti (2006), aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Berbagai kondisi perusahaan dapat mempengaruhi nilai aliran kas bebas, misalnya bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dengan tingkat pertumbuhan rendah maka aliran kas bebas ini seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham, tetapi bila

maka aliran kas bebas ini dapat ditahan sementara dan bisa dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang.

Free cash flow sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan. Padahal seharusnya *free cash flow* itu sendiri bisa digunakan untuk pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth oriented*), pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk deviden. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan atau tidak (Hutoma dan Perdana, 2008).

4. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni manajer bertindak juga sebagai pemegang saham. Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, manajer tidak ingin perusahaan dalam keadaan kesulitan keuangan bahkan mengalami kebangkrutan. Keadaan ini akan merugikan baik sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham akan kehilangan *return* ataupun dana yang diinvestasikannya.

Kepemilikan manajerial dengan hutang memiliki hubungan

yang diindikasikan oleh penelitian bahwa perusahaan 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.

Peran struktur kepemilikan manajerial dapat dilihat dari dua sudut pandang, yaitu: pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan informasi asimetri atau ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara berbagai klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Pendekatan kedua yaitu informasi asimetri menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai salah satu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak *insiders*, maka *insiders* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya. Selain itu para manajer juga akan semakin hati-hati dalam menentukan hutang perusahaan karena mereka akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang mereka

pengambilan keputusan yang salah, sehingga kebangkrutan perusahaan bukan lagi menjadi tanggung jawab pemilik utama (Sofiana dalam Pithaloka, 2009).

Kepemilikan manajerial itu sendiri dapat dilihat dari konsentrasi kepemilikan atau prosentase saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan manajemen. Persentase 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, dalam Pithaloka, 2009) .

5. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang besar dalam menentukan kebijakan perusahaan. Hal ini dikarenakan pemilik institusional mempunyai kepemilikan atas saham yang relatif besar dalam perusahaan, sehingga pemilik institusional dapat ikut menentukan kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Salah satu keputusan tersebut adalah keputusan pendanaan.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Tarjo dan Jogiyanto dalam Damayanti, 2006). Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusi adalah sebagai pemantau dan penjaminan perusahaan yang lebih optimal

Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer.

Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain:

- 1) Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi.
- 2) Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

6. Tingkat pertumbuhan

a. Pengertian pertumbuhan

Pengertian tumbuh yang digunakan dalam manajemen keuangan umumnya menunjukkan makin besarnya skala perusahaan. Mengukur pertumbuhan dapat dilakukan dengan menghitung jumlah input atau outputnya. Namun karena satuan input atau output masing-masing perusahaan berbeda-beda, maka cara ini sulit untuk membandingkan serta mengukur pertumbuhan. Oleh karena itu, untuk dapat mengukur pertumbuhan perusahaan, maka besarnya nilai input atau output perusahaan perlu ditransformasikan kedalam satuan nilai mata uang terlebih dahulu.

Suatu perusahaan yang berbeda dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup

pertumbuhan suatu perusahaan maka semakin besar kebutuhannya untuk membelanjai pertumbuhan perusahaan yang bersangkutan. Tingkat pertumbuhan dapat diukur dengan menggunakan tingkat pertumbuhan total aset, yaitu dengan menggunakan persentase perubahan dalam total aset.

b. Hambatan pertumbuhan

Ada beberapa faktor yang dapat membatasi pertumbuhan perusahaan, antara lain :

1). Sumber daya perusahaan

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi peningkatan skala perusahaan. Perubahan teknologi dapat mempengaruhi produktivitas sumber daya sehingga meningkatkan penghasilan. Penghasilan merupakan faktor yang potensial untuk melakukan investasi baru. Dengan demikian sumber daya yang tidak produktif, yang tidak dapat memberikan peningkatan penghasilan dapat menghambat pertumbuhan.

2). Permintaan pasar

Permintaan pasar merupakan faktor yang paling diperhatikan oleh produsen. Proses pertumbuhan tidak cukup hanya dijelaskan oleh kenaikan kapasitas produksi perusahaan saja. Kenaikan kapasitas produksi ini juga harus diikuti dengan kenaikan permintaan pasar. Apabila kenaikan kapasitas produksi ini tidak diikuti oleh kenaikan

atau penurunan laba bersih perusahaan tergantung pada besarnya perubahan harga dan efisiensi biaya produksi dari adanya peningkatan kapasitas produksi tersebut. Selama penurunan biaya produksinya lebih besar daripada penurunan harga, maka penurunan harga masih memberikan kenaikan penghasilan dan pertumbuhan bagi perusahaan.

3). Pendanaan eksternal

Sebagian besar perusahaan selain membutuhkan sumber dana internal juga membutuhkan sumber dana eksternal untuk membiayai operasinya. Perusahaan yang membutuhkan sumber dana eksternal dapat terhambat pertumbuhannya apabila sumber dana eksternal yang tersedia untuk membiayai operasi perusahaan kurang dari sumber dana eksternal yang dibutuhkan. Oleh karena kebutuhan sumber dana eksternal tidak tercukupi, maka operasi perusahaan akan menjadi terganggu. Operasi perusahaan yang terganggu akan mengakibatkan perusahaan tidak dapat mengoptimalkan penghasilannya dan pertumbuhan perusahaan menjadi terhambat.

4). Risiko keuangan

Risiko keuangan muncul dari meningkatnya hutang perusahaan. Risiko keuangan muncul dalam beberapa bentuk. Pertama, dengan hutang memungkinkan perusahaan melakukan ekspansi. Ekspansi yang dilakukan perusahaan dapat memberikan dampak variasi penghasilan yang diharapkan perusahaan semakin meningkat, dengan demikian potensi kerugian yang ditanggung perusahaan juga meningkat. Kedua,

meningkatnya variasi penghasilan yang diharapkan tersebut dihadapkan pada kewajiban tetap berupa pembayaran bunga dan cicilan hutang. Guna meminimumkan risiko keuangan ini manajer perlu membatasi hutang.

7. Struktur aset

Struktur aset menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan dengan struktur aset yang fleksibel cenderung menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman jika disertai dengan jaminan. Jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan maka akan mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan. Komposisi struktur aset perusahaan akan mempengaruhi sumber pembiayaannya.

Bagi para kreditur, kepemilikan aktiva pada perusahaan memperlihatkan komposisi, bahwa aktiva merupakan jaminan pengembalian hutangnya. Jenis aktiva yang dimiliki oleh suatu jenis perusahaan mempengaruhi pemilihan struktur modal. Kepemilikan aktiva tersebut juga dapat memelihara nilai likuidasi perusahaan. Proporsi aktiva yang lebih besar akan mendorong pemberi pinjaman untuk memberikan pinjaman, dengan demikian perusahaan akan mempunyai tingkat *leverage* yang lebih tinggi. Perusahaan dengan struktur aset yang fleksibel cenderung menggunakan *leverage* lebih besar daripada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel. Oleh karena itu, pemilihan jenis aset oleh suatu perusahaan akan

Dengan demikian perusahaan yang memiliki jumlah aset tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang aktiva tak berwujud dalam jumlah besar meskipun memiliki kesempatan tumbuh yang lebih baik. Ini lebih mudah dipahami karena sulit untuk memperkirakan kinerja perusahaan misalnya hanya memiliki *goodwill*, sementara tidak didukung oleh aktiva berwujud yang cukup.

B. Hasil Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

1. Free cash flow dan kebijakan hutang

Free cash flow atau aliran kas bebas 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.*, dalam Damayanti, 2006). Kas yang terdapat dalam aliran kas bebas tersebut biasanya akan menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Free cash flow yang besar akan mengarah pada perilaku manajer yang salah dan keputusan yang buruk yang bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dengan kata lain, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung risiko dari biaya yang

Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang besar akan meningkatkan level hutangnya untuk menurunkan *agency cost of free cash flow* (Jensen dalam Damayanti, 2006). Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer dan mencegah pihak manajemen menggunakan *free cash flow* untuk hal-hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya, Misalnya jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi hutang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan. Pada kondisi seperti ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas.

Dengan meningkatkan hutang maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik sehingga dana yang tersisa atau *free cash flow* menjadi kecil. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai level hutang tinggi karena peningkatan hutang akan menurunkan pelanggaran dalam penggunaan *free cash flow* sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajer.

Penelitian yang dilakukan oleh Damayanti (2006) menyebutkan

bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan memiliki arah hubungan

yang positif dengan hutang untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah pada saat *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan (Tarjo dan Jogiyanto dalam Damayanti, 2006). Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Yulianto (2010).

Berdasarkan logika dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H1 : Free cash flow berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

2. Kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan yang bersifat penting bagi manajemen, dimana manajemen harus berhati-hati dalam memutuskan apakah perusahaan akan menambah jumlah hutang atau memperkecil hutang. Sifat kehati-hatian manajemen ini disebabkan oleh kepentingan mereka terhadap perusahaan, yaitu bagaimana agar kinerja perusahaan tersebut dianggap baik yang tercermin didalam laporan keuangan perusahaan. Perusahaan dengan laporan keuangan yang baik akan berdampak kepada baiknya harga saham, sehingga manajemen dianggap mampu mengakomodir kepentingan para investor. Ini adalah sebuah gambaran ketika tidak adanya kepemilikan manajerial didalam perusahaan tersebut, dimana

walaupun mereka harus memperbesar hutang perusahaan. Sementara pihak investor ataupun pemilik perusahaan berkepentingan agar bagaimana harga saham tinggi dan perusahaan memiliki hutang yang rendah.

Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, dimana dengan adanya persentase kepemilikan saham tersebut, manajemen akan lebih matang dan berhati-hati dalam pengambilan keputusan sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai hutang. Dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak oportunistik lagi dan akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya agensi. Jadi semakin besar kepemilikan manajerial perusahaan, maka rasio hutang perusahaan akan menurun.

Septadona (2006) melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2002-2004. Hasil

penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh

negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian tersebut juga di dukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Ramadhan (2009).

Berdasarkan logika dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H2 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

3. Kepemilikan institusional dan kebijakan hutang.

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Berkaitan dengan struktur kepemilikan dalam perusahaan, kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang besar dalam menentukan kebijakan perusahaan. Hal ini dikarenakan pemilik institusional mempunyai kepemilikan atas saham yang relatif besar dalam perusahaan, sehingga pemilik institusional dapat ikut menentukan kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Salah satu kebijakan perusahaan tersebut adalah kebijakan pendanaan yang akan dilakukan oleh perusahaan.

Para investor institusional mengutamakan kegiatan perusahaan yang

dan sumber pendanaan lain seperti

menerbitkan saham baru atau menambah modal sendiri. Hutang selain tidak membuat proporsi kepemilikan atas perusahaan berubah dan tidak membuat investor menyeter modal tambahan, hutang juga dapat dijadikan alat untuk mengawasi manajer dalam mengelola aliran kas yang berada dibawah kontrol manajemen.

Hasil penelitian Hanafi dan Hartono dalam Yulianto (2010), menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin tingkat hutangnya. Hal ini didukung oleh penelitian Wahidahwati (2002).

Berdasarkan logika dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H3 : Kepemilikan institutional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

4. Tingkat pertumbuhan dan kebijakan hutang.

Suatu perusahaan sepanjang pengoperasiannya akan melewati tiga proses, yaitu proses dimana perusahaan terbentuk, proses dimana perusahaan tumbuh dan proses likuidasi, yang mana selama proses tersebut berlangsung,

Pada saat perusahaan berhasil mencapai tingkat pertumbuhan yang tinggi, kecukupan dana adalah faktor yang paling penting untuk mengimbangnya. Hal ini disebabkan oleh semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin banyak kebutuhannya, dan semakin besar pula dana untuk memenuhi kebutuhan perusahaan tersebut.

Suatu perusahaan dalam membiayai kegiatannya dapat menggunakan sumber dana dari modal atau sumber dana dari hutang. Manajemen sebagai pihak yang bertanggung jawab atas kondisi tersebut harus mengambil kebijakan untuk memakai dan memperbanyak hutang jika ketersediaan modal perusahaan tidak lagi mencukupi, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan satu perusahaan maka akan semakin tinggi pula tingkat hutangnya

Septadona (2006) melakukan penelitian pada periode 2002-2004 menunjukkan hasil bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan akan semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan, sehingga akan terjadi hubungan positif antara tingkat pertumbuhan dengan kebijakan hutang. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Taswan dalam Setyabudi (2007), Brigham dan Gapenski dalam Septadona (2006).

Berdasarkan logika dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis

H4 : Tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

5. Struktur aset dan kebijakan hutang.

Dalam suatu perusahaan, struktur aset akan mempunyai pengaruh terhadap sumber-sumber pembelanjaan perusahaan, karena kapan saja manajemen bisa menggunakan aset (menjual atau menjadikan jaminan hutang) apabila perusahaan terkendala dalam pendanaannya. Penjualan aset bukanlah merupakan pilihan yang tepat oleh manajemen, karena akan berakibat pada terkendalanya aktifitas lain yang membutuhkan manfaat dari aset tersebut, bahkan sampai kepada kemungkinan konflik yang akan ditimbulkan, yaitu kepentingan investor terhadap aset. Manajemen akan lebih memilih untuk menjadikan aset tersebut sebagai jaminan hutang.

Pada perusahaan yang sebagian modalnya tertanam dalam aktiva, manajemen harus bisa memastikan bahwa modal perusahaan cukup untuk membiayai pembelanjaan perusahaan. Namun, apabila perusahaan mengalami kekurangan dana seiring dengan berkembangnya perusahaan atau kebutuhan lain, maka hutang bisa menjadi salah satu pilihan sumber pendanaan.

Struktur aset menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan, karena pemberi pinjaman yang dalam hal ini adalah kreditor, akan lebih mudah memberikan pinjaman kepada perusahaan apabila

dijadikan sebagai jaminan tersebut. Pada perusahaan yang memiliki struktur aset yang bagus, yang dilihat dari jumlah aset tetapnya, maka manajemen akan berpotensi untuk menjadikannya sebagai jaminan dalam mengambil kebijakan hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Andriyani (2006) menunjukkan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut menunjukkan bahwa investor akan lebih mudah memberikan pinjaman hutang kepada perusahaan bila perusahaan memiliki jaminan yang lebih besar dengan struktur aktiva yang lebih fleksibel atau mudah digunakan sebagai jaminan.

Berdasarkan logika dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H5 : Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

C. Model Penelitian

Gambar 2.1.

Gambar Model Penelitian

Variabel Independen

