

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Jensen dan Meckling (1976) teori keagenan (*Agency Theory*) merupakan teori yang menjelaskan hubungan keagenan antara agen sebagai pihak yang mengelola perusahaan dan prinsipal sebagai pihak pemilik yang terikat dalam sebuah kontrak dan keduanya memiliki hubungan dalam pengambilan keputusan. Pemilik adalah pihak yang memiliki hak untuk melakukan evaluasi terhadap suatu informasi perusahaan dan agen sebagai pihak yang berkewajiban untuk menjalankan kegiatan manajemen dan mengambil keputusan dalam suatu organisasi (Jensen dan Meckling, 1976). Abdurrahman dkk (2019) merujuk pernyataan dari Crutchley dan Hansen (1986) yang berpendapat bahwa hubungan keagenan terjadi karena adanya pemisahan antara pemilik modal dan pengelolaan manajer dimana pemilik modal melakukan pembelian saham perusahaan dan memberikan kepercayaan kepada manajer untuk mengambil keputusan atas pengelolaan dana tersebut.

Manajer diberi kekuasaan oleh pemegang saham untuk mengelola dan membuat keputusan terkait perusahaan. Hal tersebut menciptakan konflik potensial atas kepentingan pemilik perusahaan dan pemegang saham yang menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*) (Nurwani,

2020). Konflik keagenan akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan tidak berdasarkan tujuan utama perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Penyebab konflik lain antara pemilik dan pemegang saham yaitu masalah pengambilan keputusan pendanaan. Para pemegang saham cenderung mementingkan keuntungan dari investasi dan tidak peduli terhadap resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik (Yeniatie dan Destriana, 2010).

Konflik antara pemilik dan pemegang saham dapat diminimalisasikan dengan cara mensejajarkan kepentingan diantara kedua belah pihak (Sheisarvian dkk, 2015). Akan tetapi, hal tersebut menimbulkan masalah baru yaitu memunculkan adanya biaya yang disebut (*agency cost*). Pemisahan atau perbedaan pengawasan dan struktur kepemilikan dapat meningkatkan biaya keagenan. Cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi biaya tersebut dengan menambah kepemilikan saham oleh manajer dan meningkatkan pendanaan dengan hutang karena, dengan hutang perusahaan membayar biaya bunga dan hutangnya secara periodik dengan cara mengaktifkan monitoring melalui institusional investor.

Teori keagenan memiliki keterkaitan dengan kepemilikan institusional dan manajerial. Kedua jenis kepemilikan tersebut menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik

disebabkan oleh adanya kepemilikan dan pengelolaan (Nurhikmat dkk, 2020). Dalam teori keagenan digambarkan hubungan antara manajemen dan pemegang saham yang mempunyai keinginan yang berbeda dalam pengelolaan perusahaan. Perbedaan tersebutlah yang menjadikan timbulnya konflik keagenan diantara keduanya (Nurhikmat dkk, 2020). Teori keagenan juga berkaitan dengan *free cash flow* perusahaan. Jika suatu perusahaan memiliki dana *free cash flow* yang tinggi akan menimbulkan konflik keagenan karena pemegang saham menginginkan dana tersebut dibagikan sebagai deviden tetapi pihak manajemen menggunakannya untuk kebutuhan lain bahkan dana tersebut mungkin digunakan untuk kepentingan pribadi (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012).

2. Teori *Pecking Order* (*Pecking Order Theory*)

Teori *pecking order* (*Pecking order theory*) ditemukan oleh Donaldson (1961) dan kemudian dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984). Menurut Myers dan Majluf (1984) dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa "Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi justru tingkat utangnya rendah karena memiliki sumber dana internal yang berlimpah". Indahningrum dan Handayani (2009) juga mengungkapkan bahwa struktur suatu perusahaan mengikuti suatu hierarki dimulai dari sumber dana termurah, dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir. Sumber dana perusahaan dapat bersal dari modal internal dan eksternal (Lestari dkk, 2019). Modal internal bersumber dari laba ditahan dan modal eksternal bersumber dari para kreditur. Laba ditahan yang dimiliki dapat dimanfaatkan perusahaan untuk investasi atas proyek

perusahaan yang dapat menguntungkan. Jika laba ditahan tidak mampu menutup investasi proyek, maka perusahaan akan mencari sumber dana pihak lain dengan hutang atau dari modal sendiri (Myers dan Maljuf, 1984).

Asumsi teori *Pecking Order* oleh Brealey and Myers (1996) yang dikutip dari Bahri (2017) adalah (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, (2) perusahaan menyesuaikan rasio pembagian dividen terhadap kesempatan investasi dan berusaha untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang jumlahnya tidak besar, (3) pembayaran dividen yang nilainya konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana berinvestasi (4) apabila pendanaan eksternal diperlukan perusahaan akan memilih untuk menerbitkan sekuritas dari tingkat terendah dimulai dari obligasi yang dapat dikonversikan hingga menerbitkan saham baru.

Teori *pecking order* memiliki keterikatan dengan pertumbuhan perusahaan yaitu perusahaan yang mengalami pertumbuhan signifikan cenderung memilih untuk memaksimalkan dana internal yang dimiliki dibandingkan mencari sumber dana lainnya. *Pecking order theory* dapat berkaitan dengan kebijakan hutang yang dibuat oleh perusahaan. Dalam teori tersebut dikatakan bahwa jika perusahaan memerlukan pendanaan eksternal maka perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang dibandingkan dengan ekuitas karena hutang dipandang lebih aman dan ekuitas menjadi pilihan terakhir sumber pendanaan (Myers and Maljuf, 1984).

3. Kebijakan Hutang

Hutang adalah sumber pembiayaan eksternal yang digunakan perusahaan untuk membiayai kebutuhan operasional dan investasi dimana pihak yang berhutang memiliki kewajiban untuk membayar dana yang dipinjam (Fernando, 2017). Menurut Ma'wa dan Alwi (2020) hutang merupakan semua kewajiban yang harus dibayarkan perusahaan kepada pihak lain dimana hutang menjadi sumber dana yang berasal dari kreditor. Berdasarkan definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa hutang adalah kewajiban yang harus dipenuhi perusahaan kepada pihak kreditor yang pembayarannya sesuai dengan kesepakatan diantara kedua belah pihak yaitu kreditor dan debitur.

Klasifikasi hutang dibagi menjadi dua yaitu:

1) Hutang jangka pendek (*short-term liabilities*)

Hutang jangka pendek disebut juga dengan hutang lancar (*current liabilities*) (Fahmi, 2013). Hutang jangka pendek merupakan suatu kewajiban yang harus dilunasi perusahaan dalam jangka waktu tidak lebih dari satu tahun (Setyowati dkk, 2015). Hutang lancar digunakan untuk mendanai kebutuhan-kebutuhan yang mampu mendukung aktivitas perusahaan yang tidak dapat ditunda (Fahmi, 2013).

Contoh hutang jangka pendek, antara lain:

- a) Hutang dagang adalah hutang yang berkaitan dengan barang dagang dimana aliran kas keluar untuk pembelian sama dengan pembelian dalam periode tertentu ditambah hutang dagang diawal

periode dikurangi dengan hutang dagang diakhir periode (Hanafi dan Abdul, 2016).

b) Hutang wesel yaitu suatu transaksi pinjaman yang dimasukkan ke dalam kegiatan pendanaan (*financing*) dimana uang pinjaman tersebut dapat digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. (Hanafi dan Abdul, 2016).

c) Penghasilan yang ditangguhkan adalah penghasilan yang belum menjadi hak perusahaan, akan tetapi pihak lain telah menyerahkan kewajiban terlebih dahulu sebelum perusahaan menyerahkan haknya (Fahmi, 2013).

d) Hutang pajak

e) Hutang gaji

f) Dan lain sebagainya.

2) Hutang jangka panjang (*long term liabilities*)

Hutang jangka panjang disebut juga dengan hutang tidak lancar (Fahmi, 2013). Hutang jangka panjang merupakan kewajiban hutang yang bisa dilunasi dalam jangka waktu lebih dari satu tahun dan dilakukan sesuai dengan kesepakatan antara pihak yang berhutang dengan investor (Shatu, 2016).

Contoh hutang jangka panjang, antara lain:

a) Hutang hipotik adalah hutang dengan pinjaman jangka panjang dari bank yang memiliki jaminan berupa aktiva tetap (Shatu, 2016). Jaminan ini dapat diberlakukan jika peminjam memiliki

masalah dalam pembayarannya. Misalnya, seorang peminjam tidak mampu melunasi pinjaman tepat waktu maka, pemberi pinjaman dapat menjual jaminan untuk diperhitungkan dengan pinjaman yang bersangkutan (Setyowati dkk, 2015).

- b) Hutang obligasi adalah hutang yang diperoleh dari hasil penjualan surat-surat berharga sebagai pemberi pinjaman dalam surat obligasi yang memiliki ketentuan-ketentuan yang berlaku sesuai dengan jenis obligasi yang bersangkutan (Setyowati dkk, 2015).
- c) Dan lain sebagainya.

Menurut Hardiningsih dan Oktaviani (2012) kebijakan hutang adalah kebijakan terkait penambahan atau pengurangan hutang perusahaan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagian perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Menurut Almajran dkk (2020) kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan yang digunakan perusahaan untuk pembiayaan aktivitas operasional perusahaan. Wulandari dkk (2020) juga menyatakan bahwa kebijakan hutang adalah salah satu keputusan pendanaan yang ditetapkan perusahaan dan bersumber dari dana eksternal.

Berdasarkan definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang adalah suatu kebijakan yang ditetapkan pihak manajemen dalam pengelolaan sumber dana eksternal. Kebijakan hutang yang ditetapkan

perusahaan merupakan kebijakan antara pemegang saham dan manajer. Manajer perusahaan akan menetapkan besar kecilnya penggunaan hutang dengan melihat kepentingan pemegang saham serta tingkat kemampuan perusahaan dalam membayar hutang sebab, hutang yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi tingkat kepercayaan kreditur dalam meminjamkan dana (Chamdiyah dan Subardjo, 2019). Kondisi tersebut menjadikan perusahaan lebih bekerja keras dalam meningkatkan laba sehingga perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban hutangnya (Zurriah dan Sembiring, 2018).

Kebijakan hutang dapat berkaitan dengan teori keagenan. Hutang yang dimiliki perusahaan dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham serta dapat meningkatkan nilai perusahaan (Jensen and Meckling, 1976). Hutang dapat meningkatkan *leverage* perusahaan sehingga dapat menekan kesulitan-kesulitan yang dialami perusahaan. Dalam teori keagenan juga digambarkan bahwa hubungan antara agen dan prinsipal dapat buruk karena kebijakan hutang yang ditetapkan perusahaan. Perusahaan akan melakukan peningkatan monitoring dan pengendalian terhadap keputusan manajemen untuk mengurangi kerugian akibat konflik keagenan (Linda dkk, 2017). Konflik yang terjadi akan menambah biaya agensi dan menimbulkan resiko kebangkrutan.

Ada beberapa rasio hutang yang digunakan oleh perusahaan antara lain: (Sartono, 2010).

1) *Debt to Total Asset (DTA)*

Rasio ini digunakan perusahaan untuk mengukur jumlah hutang yang akan digunakan perusahaan untuk membiayai kebutuhan aktivitya dengan cara membandingkan antara total hutang dengan total aktiva.

$$DTA = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

2) *Debt Equity Ratio (DER)*

Rasio ini digunakan untuk menilai besarnya hutang terhadap ekuitas. Rasio ini membandingkan antara jumlah hutang dengan jumlah ekuitas perusahaan. Rasio ini digunakan untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan pihak kreditor kepada pemilik perusahaan.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

3) *Time Interest Earned (TIE)*

Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana pendapatan dapat berkurang tanpa membuat perusahaan merasa tidak mampu untuk membayar biaya bunga tahunannya. Ketidakmampuan perusahaan dalam membayar hutang akan memberikan dampak terhadap

kepercayaan investor. Bahkan perusahaan yang tidak mampu menutup biaya akan memungkinkan adanya tuntutan hukum dari pihak kreditor.

$$\text{TIE} = \frac{\text{Laba sebelum bunga dan pajak (EBIT)}}{\text{Biaya bunga}} \times 100\%$$

4) *Fixed Charge Coverage (FCC)*

Rasio ini hampir sama dengan *Interest Earned Ratio*, tetapi perbedaannya adalah rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh hutang jangka panjang atau menyewa aktiva berdasarkan kontrak. Dalam rasio ini terdapat biaya tetap, yaitu merupakan biaya bunga ditambah kewajiban sewa tahunan atau jangka panjang.

$$\text{FCC} = \frac{\text{Laba sebelum pajak+biaya bunga+kewajiban sewa}}{\text{Biaya bunga+kewajiban sewa}} \times 100\%$$

4. Kepemilikan Institusional

Menurut Ardiyansyah (2014) kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dikuasai oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan perbankan, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Sedangkan menurut Trisnawati (2016) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun dan institusi lainnya. Berdasarkan definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa

kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham yang dikuasai oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi.

Adanya kepemilikan institusional di suatu perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen. Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat bergantung pada besarnya investasi yang dilakukan investor (Subagyo dkk, 2018). Tingkat institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor sehingga dapat meminimalisir terjadinya kesalahan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Usaha monitoring mampu menjamin kemakmuran pemegang saham karena adanya kepemilikan institusional dapat menjadi pengontrol dalam pengelolaan dana yang dilakukan oleh manajemen (Chamdiyah dan Subardjo, 2019).

Menurut Ardiyansyah (2014), rumus kepemilikan institusional adalah sebagai berikut :

$$KI = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham institusional}}{\text{jumlah saham beredar akhir tahun}} \times 100\%$$

5. Kepemilikan Manajerial

Menurut Rahmawati (2017) Kepemilikan manajerial diartikan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh manajer. Shesarvian dkk

(2015) juga menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki pihak manajemen perusahaan yang ikut berperan secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan. Berdasarkan definisi tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial adalah keadaan dimana manajer memiliki hak atas persentase saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Kepemilikan saham yang dimiliki manajer akan mendorong manajemen untuk bertindak hati-hati dalam mengambil keputusan karena manajemen akan turut menanggung resiko dari setiap keputusan perusahaan terutama terkait pendanaan (Zurriah dan Sembiring, 2018).

Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dengan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial tentu akan berbeda dalam pengambilan keputusannya karena, perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan menselaraskan kepentingan antara pemegang saham dan perusahaan (Trisnawati, 2016). Kepemilikan manajerial tersebut dapat memberikan peran ganda bagi pihak manajemen yang berperan sebagai manajer dan *shareholder*. Peran ganda tersebut diharapkan dapat mendorong manajer dalam melaksanakan fungsi monitoring, mampu memperkecil *asymetric information* dan dapat meningkatkan *insider ownership* yang akan mempengaruhi manajer dalam bertindak sehingga mereka termotivasi untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976).

Rumus untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah sebagai berikut :

Sheisarvian dkk (2015) :

$$KM = \frac{\text{Saham yang dimiliki pihak manajemen}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Indahningrum dan Handayani (2009) merumuskan kepemilikan manajerial sebagai berikut :

$$INSDR \text{ it} = \frac{D \ \& \ C \ \text{SHRS it}}{\text{Total SHRS it}}$$

Keterangan :

INSDR it : Kepemilikan manajerial i pada tahun t.

D & C SHRS it : Kepemilikan saham oleh manajer, direksi, dan dewan komisaris perusahaan pada tahun t.

Total SHRS it : Jumlah total dari saham biasa perusahaan yang beredar.

6. Pertumbuhan Perusahaan

Menurut Dewi dan Wirama (2017) pertumbuhan adalah gambaran mengenai perkembangan usaha pada periode saat ini dibandingkan dengan periode sebelumnya Menurut Suwardika dan Mustanda (2017) menjelaskan bahwa pertumbuhan merupakan suatu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjaga posisi ekonominya ditengah keadaan perusahaan yang bertumbuh pesat. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai belanja perusahaan. Dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan suatu kondisi dimana

perusahaan mengalami perkembangan yang pesat berupa kenaikan laba, aset, ataupun tingkat penjualan.

Suatu perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaannya cenderung mempertimbangkan sumber dana yang lebih murah sehingga lebih memilih untuk menerbitkan surat hutang yang lebih disukai oleh perusahaan dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru (Abdurrahman dkk, 2019). Keputusan tersebut dikarenakan biaya emisi yang dikeluarkan perusahaan lebih besar jika perusahaan mengeluarkan saham baru. Ketika suatu perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang semakin tinggi, maka mengisyaratkan bahwa perusahaan juga membutuhkan dana yang lebih besar (Susanti dan Mayangsari, 2014). Penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (2016) merumuskan bahwa pertumbuhan perusahaan dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$PP = \frac{\text{Total aset akhir tahun}}{\text{Total aset awal tahun}}$$

Abdurrahman dkk (2019) merumuskan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$PP = \frac{\text{Total Aktiva t} - \text{Total Aktiva t-1}}{\text{Total Aktiva t-1}}$$

7. *Free Cash Flow*

Menurut Dewa dkk (2019) *free cash flow* adalah kas lebih yang dimiliki perusahaan yang bisa didistribusikan kepada para kreditur dan pemegang saham. Ramadhani dan Barus (2018) juga menyatakan bahwa *free cash flow* adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada pemegang saham atau pemegang obligasi setelah perusahaan melakukan investasi pada tambahan aktiva yang merupakan bagian dari peningkatan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan posisi perusahaan. Berdasarkan definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* adalah dana lebih yang dimiliki perusahaan setelah digunakan untuk kegiatan operasional dan investasi yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan yang belum terpenuhi.

Menurut Indahningrum dan Handayani (2009) yang merujuk pernyataan Damodaran (1996) *free cash flow* dan laba bersih memiliki perbedaan yang cukup signifikan, perbedaan tersebut antara lain : (1) semua biaya aliran kas dari operasi dapat mempengaruhi besarnya laba perusahaan, sehingga laba yang diperoleh lebih besar dari aliran kas, (2) *free cash flow* terhadap ekuitas yaitu arus kas residual setelah perusahaan menggunakan modal dan modal kerja yang dibutuhkan sedangkan laba bersih tidak berasal dari modal dan (3) *free cash flow* digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan sedangkan laba bersih digunakan sebagai bagian dari keuntungan perusahaan dengan membaginya sesuai proporsi yang dimiliki masing-masing pihak.

Free cash flow memiliki banyak manfaat, yaitu dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. *Free cash flow* yang dibagikan sebagai deviden menjadikan gambaran kepada pemegang saham bahwa *free cash flow* dapat meningkatkan nilai perusahaan (Dewa dkk, 2019). Jumlah *free cash flow* yang besar akan mempengaruhi kesejahteraan perusahaan, sebab perusahaan akan semakin sehat dengan adanya *free cash flow* dan memiliki manfaat untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan deviden perusahaan (Setiana dan Sibagariang, 2013).

Menurut Sartono (2010) Rumus *free cash flow* adalah, sebagai berikut:

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) = EBIT (1-Tarif pajak)

Aliran Kas Operasional = NOPAT + Depresiasi

Investasi Bruto = Investasi Bersih + Depresiasi

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Aliran Kas Operasional} - \text{Investasi Bruto pada Modal Operasi}$$

Menurut Chamdiyah dan Subardjo (2019) merujuk dari Rose *et.al.* (2000) untuk menghitung *free cash flow* dapat menggunakan rumus berikut :

$$\text{FCF} = \frac{\text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan :

FCF : *Free Cash Flow*

- AKO : Aliran Kas Operasi Perusahaan
 PM : Pengeluaran Modal Perusahaan (Aset tetap bersih periode sekarang dikurangi aset tetap periode sebelumnya)
 NWC : Modal Kerja Bersih Perusahaan (Jumlah aset lancar dikurangi dengan jumlah utang lancar)

Sedangkan Yogi dan Damayanthi (2016) menghitung *free cash flow* dengan rumus sebagai berikut :

$$FCF = \frac{\text{Arus kas operasi bersih} - \text{Arus kas investasi bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Zuhria dan Riharjo (2016) juga menghitung *free cash flow* dengan rumus sebagai berikut :

$$FCF = CFO - CFI$$

Keterangan :

- FCF : *Free Cash Flow*
 CFO : *Cash Flow Operation*
 CFI : *Cash Flow Investment*

Ramadhani dan Barus (2018) menghitung *free cash flow* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Free cash flow} = \text{Arus Kas Operasi} - \text{Belanja Modal}$$

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Beberapa hasil penelitian terdahulu adalah sebagai berikut :

Tabel 2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

No	Penulis dan Identitas Jurnal	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil
1.	Ernayani dkk (2015)	X1= Struktur aset X2=Ukuran perusahaan X3=Pertumbuhan perusahaan	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> - Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
2.	Sheisarvian dkk (2015)	X1= Kepemilikan manajerial X2= Kebijakan deviden X3= Profitabilitas	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang - Kebijakan deviden berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang - Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
3.	Irawan dkk (2016)	X1 = Aset berwujud X2 = Ukuran perusahaan		<ul style="list-style-type: none"> - Aset berwujud berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang - Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang - Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan

No	Penulis dan Identitas Jurnal	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil
				hutang – Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang – Lama perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
4.	Purnianti dan Putra (2016)	X1 = Kepemilikan institusional X2 = Kepemilikan manajerial X3 = Ukuran perusahaan X4 = Umur perusahaan	Kebijakan hutang	– Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang – Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang – Ukuran perusahaan berpengaruh positif berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang
5.	Trisnawati (2016)	X1=Kepemilikan manajerial X2=Kepemilikan institusional X3= Kebijakan deviden X4=Pertumbuhan perusahaan X5=Profitabilitas, X6= <i>Free cash flow</i> X7= Ukuran perusahaan X8= Struktur aset	Kebijakan hutang	– Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Kpemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap

No	Penulis dan Identitas Jurnal	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil
				kebijakan hutang – Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang – <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang
6.	Anindhita dkk (2017)	X1= Kepemilikan saham institusi X2= Kepemilikan saham publik X3= Kebijakan dividen X4= Struktur aset X5= Profitabilitas	Kebijakan hutang	– Kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Kepemilikan saham publik tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang
7.	Ehikioya (2018)	X1= <i>Profitability</i> X2= <i>Asset tangibility</i> X3= <i>Firm size</i> X4= <i>Growth opportunities</i> X5= <i>Ownership structure</i>	<i>Corporate debt policy</i>	– <i>Profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>corporate debt policy</i> – <i>Asset tangibility</i> berpengaruh positif terhadap <i>corporate debt policy</i>

No	Penulis dan Identitas Jurnal	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil
		X6 = <i>Non-debt tax shield</i>		<ul style="list-style-type: none"> – <i>Firm size</i> berpengaruh positif terhadap <i>corporate debt policy</i> – <i>Growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>corporate debt policy</i> – <i>Ownership structure</i> berpengaruh negatif terhadap <i>corporate debt policy</i> – <i>Non-debt tax shield</i> berpengaruh terhadap <i>corporate debt policy</i>
8.	Nofiani dan Gunawan (2018)	X1= Kepemilikan institusional X2= <i>Free cash flow</i> X3= <i>Investment opportunity set</i>	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> – Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. – <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. – <i>Investment opportunity set</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
9.	Silalahi (2018)	X1 = <i>Free cash flow</i> X2= Profitabilitas	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Free cash flow</i> berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang – Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang
10.	Fadilla dan Aryani (2019)	X2 = <i>Free cash flow</i> X2 = Pertumbuhan perusahaan	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang – Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap

No	Penulis dan Identitas Jurnal	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil
				kebijakan hutang
11.	Chamdiyah dan Subardjo (2019)	X1= <i>Free cash flow</i> X2= Kepemilikan manajerial X3= Kepemilikan institusional X4 = Profitabilitas	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang – Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang – Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. – Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang
12.	Wahyudin dan Khansa (2019)	X1= <i>Free cash flow</i> X2= <i>Firm growth</i> X3= <i>Profitability</i>	<i>Debt Policy</i>	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap <i>debt policy</i> – <i>Firm growth</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt policy</i> – <i>Profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt policy</i>
13.	Abdurrahman dkk (2019)	X1= Kepemilikan institusional X2= Likuiditas X3= Pertumbuhan perusahaan	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> – Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang – Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang – Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

No	Penulis dan Identitas Jurnal	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil
14.	Ainiyah dan Nugroho (2020)	X1= <i>Free cash flow</i> X2= Struktur aset	Kebijakan Hutang	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Free cash flow</i> berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
15.	Rezki dan Anam (2020)	X1 = Kepemilikan manajerial X2 = Pertumbuhan perusahaan X3 = <i>Free cash flow</i>	Kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang - <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

C. Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

Kerangka pemikiran ini berisi keterikatan hubungan dan pengaruh yang terjadi antara variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki pihak institusi terhadap perusahaan terkait. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional tinggi maka pengaruh terhadap kebijakan manajer akan semakin kuat (Astuti, 2015). Pengaruh kebijakan manajer terhadap investor salah satunya adalah kebijakan hutang.

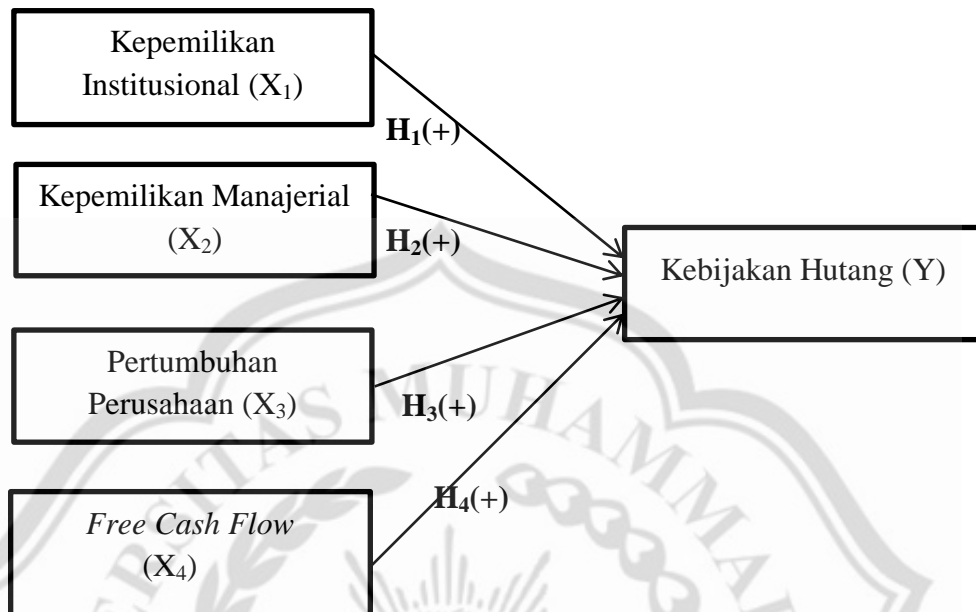
Kepemilikan manajerial memiliki hubungan dengan kebijakan hutang yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial akan mengendalikan kebijakan keuangan sesuai dengan kepentingan para

pemegang saham (Zurriah dan Sembiring, 2018). Salah satu pemegang saham yaitu pihak manajemen yang menginginkan keuntungan dari adanya investasi saham. Semakin besar kepemilikan saham manajerial, semakin besar pula pertimbangan manajer dalam keputusan pendanaan terutama terkait hutang sebab, manajer juga memiliki kepentingan sebagai pemegang saham.

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu gambaran perkembangan bisnis yang dilakukan periode saat ini dengan periode sebelumnya (Nurfitriana dan Fachrurrozie, 2018). Ketika perusahaan memiliki keuntungan tinggi maka pertumbuhan perusahaan juga semakin tinggi (Kusumawati dan Setiawan, 2019). Perusahaan yang mengalami pertumbuhan tinggi membutuhkan dana lebih untuk membiayai kebutuhan perusahaan. Pihak manajemen akan melakukan kebijakan hutang yang lebih besar dibanding dengan perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat.

Free cash flow merupakan kas yang tidak diperlukan lagi oleh perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham dan kreditor (Setiana dan Sibagariang, 2013). *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan akan menurunkan penggunaan hutang. Suatu perusahaan akan menyiapkan dana yang berlebih ketika hutangnya mengalami peningkatan sehingga dana tersebut akan digunakan dan kuantitasnya semakin berkurang (Linda dkk, 2017). *Free cash flow* dapat digunakan untuk melakukan pembayaran hutang sehingga mampu mengurangi kewajiban perusahaan. Tersedianya *free cash flow* akan menjadi pertimbangan perusahaan dalam menetapkan kebijakan hutang.

Model kerangka pemikiran dalam penelitian ini sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

Pengembangan Hipotesis

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Teori keagenan merupakan sebuah kontrak antara agen dan prinsipal yang bisa menimbulkan *agency conflict* (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Anindhita (2017) *agency conflict* dapat dikurangi dengan dilakukan monitoring oleh pihak institusional agar keputusan yang dilakukan manajer dapat dikontrol dan aktivitas yang dilakukan oleh manajer terhindar dari aktivitas oportunistik. Adanya *agency conflict* dapat mempengaruhi kebijakan hutang. Pihak manajemen akan menggunakan hutang untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dan manajemen. Konflik tersebut terjadi terkait dengan pembagian deviden oleh perusahaan (Tjelani, 2013).

Semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh instansi maka semakin besar pula tingkat penggunaan hutang perusahaan dan mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Kepemilikan saham yang dimiliki institusi dapat berperan penting dalam pendanaan yang ditetapkan manajer salah satunya terkait hutang (Nofiani dan Gunawan, 2018). Perbedaan kepentingan antara manajer dan investor akan mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan dengan tujuan mempertahankan kelangsungan perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Chamdiyah dan Subardjo (2019), Sari (2020) dan Novita dan Ardini (2020) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa untuk melakukan investasi, penggunaan dana internal lebih kecil resikonya dibanding dengan dana eksternal. Pemegang saham yang merupakan manajer lebih menyukai dana internal untuk investasinya. Penggunaan dana internal dapat memberikan keuntungan lebih tinggi karena tidak dibagi dibandingkan dengan dana dari pihak luar (Myers dan Maljuf, 1984).

Teori keagenan yang dirujuk oleh Jensen dan Meckling (1976)

telah dijelaskan bahwa kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan investor sehingga manajemen akan menggunakan hutang sebagai cara untuk memperkecil resiko kerugian karena manajer juga mempunyai hak sebagai pemegang saham. Kepemilikan manajerial yang besar akan membuat manajer menetapkan keputusan untuk menggunakan hutang dengan jumlah yang besar dan kebijakan hutang yang ditetapkan perusahaan juga semakin besar.

Penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009), Chamdiyah dan Subardjo (2019) dan Amila dan Asyik (2019) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut :

H2 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

3. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan teori keagenan yang dirujuk oleh Jensen dan Meckling (1976) dikatakan bahwa agen dan prinsipal memiliki perbedaan kepentingan diantara keduanya sehingga ketika perusahaan mengalami pertumbuhan pesat, hal tersebut akan menjadi konflik diantara keduanya. Perusahaan menginginkan sumber daya yang dimiliki digunakan untuk kepentingan perusahaan yang lebih penting. Namun, pemegang saham justru menginginkan agar kekayaan perusahaan seperti laba digunakan

untuk membagikan deviden. Akan tetapi, ketika pertumbuhan perusahaan naik kebutuhannya juga semakin naik dan perusahaan membutuhkan biaya yang besar dalam memenuhi kebutuhannya. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan. Dana tersebut bisa didapatkan dengan cara berhutang. Apabila tingkat hutang yang ditetapkan perusahaan meningkat maka tingkat kebijakan hutang perusahaan juga semakin tinggi. Sebab, perusahaan lebih menyukai penggunaan dana yang bersumber dari pihak ketiga.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Susanti & Mayangsari (2014), Trisnawati (2016), Irawan dkk (2016) dan Abdurrahman dkk (2019) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H3 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

4. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya. Dana tersebut dapat dimanfaatkan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan. Ketika dana tersebut tidak cukup untuk memenuhi kebutuhannya perusahaan akan menggunakan dana eksternal. Semakin tinggi *free cash flow* maka semakin sehat perusahaan tersebut

karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan deviden (Gusti, 2013). Semakin besar *free cash flow* maka kesanggupan perusahaan dalam membayar hutang juga semakin besar sehingga ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi kebijakan hutang dapat diambil perusahaan (Nofiani dan Gunawan, 2018).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Saputra dkk (2017), Pratiwi dan Yanya (2017), Nofiani dan Gunawan (2018), Chamdiyah dan Subardjo (2019) dan Fadilla dan Aryani (2019) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut :

H4 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang