

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Landasan Teori

##### 1. Teori Struktur Modal

Teori Modigliani – Miller merupakan teori struktur modal modern yang dimulai pada tahun 1958. Modigliani–Miller berhasil membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya (Sheisarvian, 2015). Pada tahun 1963, MM menerbitkan artikel sebagai lanjutan teori MM tahun 1958. Asumsi yang diubah adalah adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan. Dengan adanya pajak ini, MM menyimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Menurut Modigliani dan Miller penggunaan hutang akan selalu menguntungkan apabila dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri, terutama dengan meminjam ke perbankan. Karena pihak perbankan dalam menetapkan tingkat suku bunga adalah berdasarkan acuan dalam melihat perubahan dan berbagai persoalan dalam perekonomian suatu negara dengan menghubungkan antara tingkat inflasi dengan *presentase* pertumbuhan ekonomi yang ditargetkan. Sehingga, dengan begitu sangat tidak mungkin bagi suatu perbankan menerapkan suatu angka suku bunga pinjaman yang memberatkan bagi pihak debitur, karena nantinya juga akan bermasalah bagi perbankan itu sendiri yaitu memungkinkan untuk timbulnya *bad debt* (Fahmi, 2018: 194-195).

Struktur modal merupakan perbandingan antara total hutang (modal asing) dengan total modal sendiri/ekuitas. Perusahaan pertama-tama sebaiknya menentukan suatu struktur modal sasaran (*target capital struktur*). Sasaran ini dapat mengalami perubahan dari waktu ke waktu sesuai dengan perubahan kondisi yang ada, tetapi setiap waktu, manajemen sebaiknya memiliki suatu struktur modal tertentu. Jika pada kenyataannya rasio hutang dengan ekuitas ternyata dibawah tingkat sasaran, maka biasanya akan dilakukan dengan menerbitkan hutang. Sebaliknya, jika pada kenyataannya rasio hutang dengan ekuitas/modal ternyata diatas tingkat sasaran, maka biasanya akan dilakukan dengan menerbitkan saham biasa (Halim, 2015:81).

Kebutuhan dana untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan dapat bersumber dari internal maupun eksternal, dengan ketentuan sumber dana yang dibutuhkan tersebut bersumber dari tempat-tempat yang dianggap aman (*safety position*) dan jika dipergunakan memiliki nilai dorong dalam memperkuat struktur modal keuangan perusahaan. Ketika dana itu dipakai untuk memperkuat struktur modal keuangan perusahaan, maka perusahaan mampu mengendalikan modal tersebut secara efektif dan efisien serta tepat sasaran (Fahmi, 2018: 185).

Fahmi (2014: 182-183) menyatakan bahwa secara umum teori yang membahas struktur modal ada dua yaitu:

a. *Balancing Theories*

*Balancing Theories* merupakan suatu teori yang menjelaskan tentang kebijakan hutang yang ditempuh oleh perusahaan untuk mencari

dan tambahan dengan cara pinjaman baik ke perbankan atau juga dengan menerbitkan obligasi (*bonds*).

b. *Pecking Order Theories*

*Pecking Order Theories* merupakan teori yang menjelaskan tentang suatu kebijakan yang ditempuh oleh perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara menjual aset yang dimilikinya. Pada teori ini perusahaan melakukan kebijakan dengan cara mengurangi kepemilikan aset yang dimilikinya karena dilakukan kebijakan penjualan. Seperti menjual gedung (*build*), tanah, peralatan yang dimilikinya dan aset-aset lainnya, termasuk dana yang berasal dari laba ditahan (*retained earnings*).

## 2. Teori Keagenan

Teori keagenan (*agency theory*) menurut Jensen dan Meckling (1976) yaitu hubungan keagenan muncul ketika seseorang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain untuk melakukan suatu pekerjaan sesuai dengan kepentingan *principal* dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan pendanaan. Pada teori agensi ini *principal* adalah pemegang saham, dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan (Sheisarvian, 2015).

*Agency theory* merupakan suatu kondisi yang terjadi pada suatu perusahaan dimana pihak manajemen pelaksana yang disebut lebih jauh sebagai agen dan pemilik modal (*owner*) sebagai *principal* membangun suatu kontrak kerjasama yang disebut dengan “*nexus of contract*”, kontrak kerjasama

ini berisi kesepakatan-kesepakatan yang menjelaskan bahwa pihak manajemen perusahaan harus bekerja secara maksimal untuk memberi kepuasan yang maksimal seperti profit yang tinggi kepada pemilik modal (Fahmi, 2014:19).

Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemiliknya atau pemegang saham. Maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Namun ternyata sering terjadi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Selain itu, terdapat pertentangan kepentingan lainnya yang juga bisa muncul yaitu pada saat keputusan pendanaan. Seperti definisi secara garis besar profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam mencapai laba, dikaitkan dengan *agency problem* dimana pihak manajemen tidak berani dalam berinvestasi karena kekhawatirannya dalam risiko berinvestasi. Kondisi ini terjadi karena dikarenakan adanya pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dan fungsi penanggung jawab risiko (Husna, 2016).

### **3. Kebijakan Hutang**

Menurut Fahmi (2014: 153) hutang adalah kewajiban (*liabilities*).Maka *liabilities* atau hutang merupakan kewajiban yang dimiliki oleh pihak perusahaan yang bersumber dari pihak eksternal baik yang berasal dari sumber pinjaman perbankan, *leasing*, penjualan obligasi dan sejenisnya, karena itu suatu kewajiban adalah mewajibkan bagi perusahaan melaksanakan kewajiban tersebut, dan jika kewajiban tersebut tidak dilaksanakan secara tepat waktu

akan memungkinkan bagi suatu perusahaan menerima sanksi dan akibat. Sanksi dan akibat yang diperoleh tersebut berbentuk pemindahan kepemilikan asset pada suatu saat.

*Debt to equity ratio* (DER) atau kebijakan hutang merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan membandingkan antara seluruh hutang, termasuk hutang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan hutang. Bagi bank (kreditor) semakin besar rasio ini, akan semakin tidak menguntungkan karena akan semakin besar risiko yang akan ditanggung atas kegagalan yang mungkin terjadi di perusahaan. Namun, bagi perusahaan semakin besar rasio yang rendah, semakin tinggi tingkat pendanaan yang disediakan pemilik dan semakin besar batas pengamanan bagi peminjam jika terjadi kerugian atau penyusutan terhadap nilai aktiva. Rasio ini memberikan petunjuk umum tentang kelayakan dan risiko keuangan perusahaan (Kasmir, 2018:157).

*Debt equity ratio* untuk setiap perusahaan tentu berbeda-beda, tergantung karakteristik bisnis dan keragaman arus kasnya. Perusahaan dengan arus kas yang stabil biasanya memiliki rasio kas yang kurang stabil (Kasmir, 2018:158).

Kebijakan hutang diartikan sebagai suatu keputusan oleh manajemen mengenai pendanaan perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan dari

luar yang nantinya akan mendukung kegiatan operasional di suatu perusahaan apabila pendanaan dari dalam suatu perusahaan itu tidak mencukupi.

#### **4. Ukuran Perusahaan**

Menurut Mardiyati (2018) ukuran perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan hutangnya karena ukuran perusahaan yang besar tentu memiliki sumber daya pendukung yang lebih besar dibandingkan dengan ukuran perusahaan yang lebih kecil. Sesuai dengan *pecking order theory* yang mengasumsikan bahwa, ukuran perusahaan yang semakin besar dan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan lebih rendah menggunakan hutang atau sumber dana eksternal, dikarenakan banyaknya sumber dana internal perusahaan yang dimiliki.

Semakin besar ukuran dari suatu perusahaan maka kecenderungan menggunakan modal asing juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya, dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi (Halim, 2015:125).

Ukuran perusahaan sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank atau lembaga keuangan jauh lebih tinggi. Begitu juga sebaliknya perusahaan yang masih tergolong kecil akan sedikit sulit memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan kecil dan

akan menurunkan tingkat kepercayaan bank atau lembaga keuangan lebih rendah (Husna, 2016). Dari penjelasan diatas ukuran perusahaan merupakan tolak ukur sebuah perusahaan dengan melihat besar kecilnya jumlah aset yang dicapai perusahaan yang nantinya menghasilkan nilai tinggi rendahnya kegiatan operasional perusahaan.

## 5. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Salah satu kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya dapat dilihat dari para kreditur dalam kemampuannya menghasilkan keuntungan (Husna, 2016). Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka semakin rendah pula kebijakan hutang suatu perusahaan tersebut karena dengan tingkat profitabilitas yang tinggi perusahaan umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi perusahaan dapat melakukan permodalan dengan laba ditahan (Husna, 2016). Hal tersebut sesuai dengan *pecking order theory* dimana perusahaan yang *profitable* umumnya melakukan pinjaman dalam jumlah sedikit karena perusahaan tersebut tidak memerlukan pendanaan dari luar.

Menurut Kasmir (2015: 196) tujuan akhir yang ingin dicapai suatu perusahaan yang terpenting adalah memperoleh laba atau keuntungan yang maksimal. Dengan memperoleh laba yang maksimal seperti yang telah ditargetkan, perusahaan dapat berbuat banyak bagi kesejahteraan pemilik, karyawan, serta meningkatkan mutu produk dan melakukan investasi baru. Oleh

karena itu, manajemen perusahaan dalam praktiknya dituntut harus mampu memenuhi target yang telah ditetapkan. Artinya, besarnya keuntungan haruslah dicapai sesuai dengan yang diharapkan. Untuk mengukur tingkat keuntungan suatu perusahaan, digunakan rasio keuntungan atau rasio profitabilitas.

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi (Kasmir, 2015: 196). Dengan demikian, profitabilitas merupakan tingkat kemampuan perusahaan dalam mendapat keuntungan atau laba yang telah ditargetkan oleh suatu perusahaan untuk dijadikan gambaran pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

## **6. Kebijakan Dividen**

Dividen merupakan bagian dari keuntungan yang diperoleh perusahaan dan akan dibagikan kepada pemilik perusahaan atau investor. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dibuat perusahaan dalam menentukan berapa banyak dari keuntungan harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditahan kembali dalam perusahaan (Sheisarvian, 2015). Hal ini sesuai dengan *agency theory* yang menyebutkan bahwa dividen membantu mengurangi biaya keagenan yang menyebutkan bahwa dividen membantu mengurangi biaya keagenan terkait dengan pemisah kepemilikan dan kendali atas perusahaan (Gumanti, 2013: 8).

Jika perusahaan membayar dividen, berarti penggunaan dana pada bagian laporan sumber dana dan penggunaan dana juga harus mengalami perubahan. Artinya, harus ada komponen yang dikorbankan untuk membayar dividen. Jika anggaran modal perusahaan tidak berubah atau konstan, dalam hal ini kebutuhan investasi tidak ada, maka membayar dividen berarti perusahaan harus mencari dana tambahan dari bank atau sumber-sumber lainnya, misal menerbitkan surat hutang (obligasi) atau menerbitkan saham (*stock issuance*), (Gumanti, 2013:13). Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar, untuk membiayai investasinya memerlukan tambahan dana yang dapat diperoleh dengan hutang. Jika dengan membagikan dividen kepada pemegang saham mengakibatkan laba ditahan berkurang, maka untuk mendapatkan dana operasional perusahaan dapat menetapkan keputusan pendanaan selanjutnya yaitu dengan menggunakan hutang (Suryani, 2016).

Pada perusahaan yang menganut kebijakan dividen yang stabil berarti perusahaan harus mampu menyediakan dana untuk membayar dividen yang konstan tersebut, sehingga kebijakan dividen yang stabil akan berpengaruh terhadap jumlah hutang atau struktur keuangan (Halim, 2015: 124).

## **7. Struktur Aktiva**

Aset didefinisikan sebagai manfaat ekonomis yang akan diterima di masa mendatang, atau akan dikuasai oleh perusahaan sebagai hasil dari transaksi atau kejadian tertentu. Aset merupakan sumber ekonomi organisasi yang akan dipakai untuk menjalankan kegiatannya. Atribut pokok atau aset

adalah kemampuan memberikan jasa atau manfaat pada organisasi yang memakai aset tersebut(Hanafi, 2016: 29).

Pada umumnya, terdapat dua jenis aktiva yang dimiliki perusahaan yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva lancar merupakan aset perusahaan yang dapat digunakan dalam kurun waktu satu tahun. Aktiva tetap merupakan harta berwujud yang dimiliki umur lebih dari satu tahun dan tidak mudah diubah untuk menjadi kas yang digunakan untuk operasional dan tidak untuk dijual kembali. Struktur aktiva merupakan penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap (Mardiyati, 2018).

Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar dari pada perusahaan yang mempunyai struktur aset yang tidak fleksibel. Struktur aset yang ada perusahaan akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang dilakukan oleh suatu perusahaan. Jumlah kekayaan dapat dijadikan jaminan perusahaan, artinya kreditur akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang lebih besar, pihak kreditur dalam mempertimbangkan pemberian pinjaman akan memperhatikan struktur aktiva (I Putu, 2017).

## **8. Pertumbuhan Penjualan**

Pertumbuhan penjualan merupakan peningkatan jumlah penjualan dari tahun ke tahun. Penjualan perusahaan dapat meningkat karena investasi yang dilakukan perusahaan juga meningkat. Dalam mendanai investasi yang besar,

perusahaan cenderung menggunakan hutang yang besar (Novitasari 2015). Tingkat pertumbuhan penjualan di masa mendatang menunjukkan ukuran sampai seberapa besar pendapatan perlembar saham dapat ditingkatkan dengan adanya penggunaan hutang. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi kecenderungan penggunaan hutang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah. Semakin stabil penjualan suatu perusahaan, maka semakin besar kemungkinan perusahaan membelanjai stabilitas pendapatan yang pada akhirnya akan digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh pinjaman (Halim, 2015: 124).

Semakin tinggi tingkat penjualan suatu perusahaan, maka laba yang diperoleh juga meningkat. Perusahaan yang memiliki penjualan relatif stabil memiliki aliran kas yang relatif stabil pula, maka dapat menggunakan hutang lebih besar dari pada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil (Mardiyati, 2018). Perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu kemudian hutang dan saham sebagai pilihan terakhir.

#### **9. Free Cash Flow**

Menurut Brigham dan Houston (2010:109) *free cash flow* adalah arus kas perusahaan yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan kreditur) setelah perusahaan melakukan investasi dalam bentuk aset tetap, produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan yang sedang berjalan.

Sesuai dengan teori keagenan yang menjelaskan hubungan antara pemilik saham dan pengelola yang dapat menimbulkan konflik keagenan. *Free cash flow* dapat mensejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer. Teori keagenan menjelaskan bahwa konflik keagenan dapat diminimalisir dengan mekanisme pengawasan yang menyetarakan kepentingan pihak-pihak terkait.

Dengan adanya mekanisme pengawasan ini menyebabkan munculnya biaya yang disebut *agency cost*. Biaya ini merupakan biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual dengan kreditur dan pemegang saham. Penggunaan hutang merupakan kebijakan yang efektif untuk membagikan dividen. Adanya dividen tersebut mengartikan *cash flow* yang ada di perusahaan berkurang. Hal tersebut mendorong manajer menggunkan hutang untuk membelanjakan sesuai kebutuhan. Adanya hutang tersebut mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* (Suryani, 2016).

*Free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan bukan hanya sebagai strategi menyasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang mengeluarkan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan dimasa depan atau tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada *free cash flow* yang dapat meningkatkan harapan mereka mendapatkan dividen dimasa depan (Suryani, 2016). Jadi *free cash flow* merupakan kas perusahaan atau sisa pendanaan proyek (diluar modal kerja) yang ditujukan untuk para investor yang nantinya bisa untuk investasi kembali atau dibagikan secara langsung.

## B. Hasil Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah beberapa penelitian terdahulu mengenai ukuran perusahaan, profitabilitas, kebijakan dividen, struktur aktiva, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* terhadap kebijakan hutang:

Table 2.1

Penelitian Terdahulu

No	Penulis & Tahun	Variable	Hasil
1.	Dita novita sari dan prasetiono (2015 )	Independen: Likuiditas. Ukuran perusahaan. Pertumbuhan penjualan. Profitabilitas. Kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial. Dependen: Kebijakan hutang	variabel likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Secara parsial variabel likuiditas, profitabilitas, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variable kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

2.	Umi mardiyati, Qothrunnada dan Destria kurniati (2018).	<p>Independen: Kepemilikan manajerial. Struktur aktiva. Ukuran perusahaan. Pertumbuhan penjualan. Profitabilitas.</p> <p>Dependen: Kebijakan utang</p>	<p>Kepemilikan manajerial dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p> <p>Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.</p> <p>Pertumbuhan penjualan dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang..</p>
3.	Ade dwi suryani dan Muhammad khafid (2016)	<p>Independen: <i>Free cash flow</i>. Pertumbuhan perusahaan. Kebijakan deviden. Ukuran perusahaan.</p> <p>Dependen: Kebijakan hutang.</p>	<p><i>free cash flow</i>, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden, dan ukuran perusahaan secara simultan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p> <p>kebijakan deviden memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.</p> <p><i>Free cash flow</i>, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p>

4.	Putri khumairatul ahyuni, Noviansyah rizal dan Yusuf wibisono  (2018)	Independen: <i>Free cash flow.</i> Profitabilitas. Kepemilikan institusional. Dependen: Kebijakan hutang	<i>Free cash flow</i> secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas secara parsial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional secara parsial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
5.	Ade dwi suryani dan Muhammad khafid  (2015)	Independen: <i>Free cash flow.</i> Pertumbuhan perusahaan. Kebijakan deviden. Ukuran perusahaan. Dependen: Kebijakan hutang	Variabel <i>free cash flow</i> terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel pertumbuhan perusahaan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel kebijakan deviden terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Variabel ukuran perusahaan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

6.	Rafdatul Husna dan Wahyudi (2016).	Independen: Ukuran perusahaan. Profitabilitas. Risiko bisnis. Dependen: Kebijakan Hutang	Secara parsial diperoleh bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara simultan diperoleh hasil bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas dan risiko bisnis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.
7.	Luluk Muhimatul Ifada dan Yunandriatna (2017)	Independen: <i>free cash flow</i> . kepemilikan Manajerial. kebijakan Deviden. ukuran Perusahaan. Dependen: kebijakan Hutang	<i>free cash flow</i> mempunyai pengaruh negatif dan signifikan ppada kebijakan hutang. kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh pada kebijakan hutang. Kebijakan deviden mempunyai pengaruh positif dan signifikan pada kebijakan hutang. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan pada kebijakan hutang.
8.	Umi Arifatur Rohmah, Rita Andini dan Ari	Independen: Kepemilikan manajerial.	Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

	Pranaditya (2018).	<p>Kebijakan dividen. IOS. Dependen: Kebijakan hutang Moderasi: <i>Free cash flow</i></p>	<p>Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. <i>Investment opportunity set</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. <i>Free cash flow</i> bukan merupakan variable moderating terhadap interaksi antara variabel kebijakan manajerial terhadap kebijakan hutang. <i>Free cash flow</i> bukan merupakan variabel moderating terhadap interaksi antara variabel kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. <i>Free cash flow</i> bukan merupakan variabel moderating terhadap interaksi antara variabel <i>investment opportunity set</i> terhadap kebijakan hutang.</p>
9.	M. Angga Saputra, Fatahurrazak dan Sri Ruwanti (2017)	<p>Independen: <i>free cash flow</i> pertumbuhan perusahaan ukuran perusahaan profitabilitas kepemilikan manajerial struktur asset dependen:</p>	<p><i>Free cash flow</i> berpengaruh terhadap kebijakan utang. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.</p>

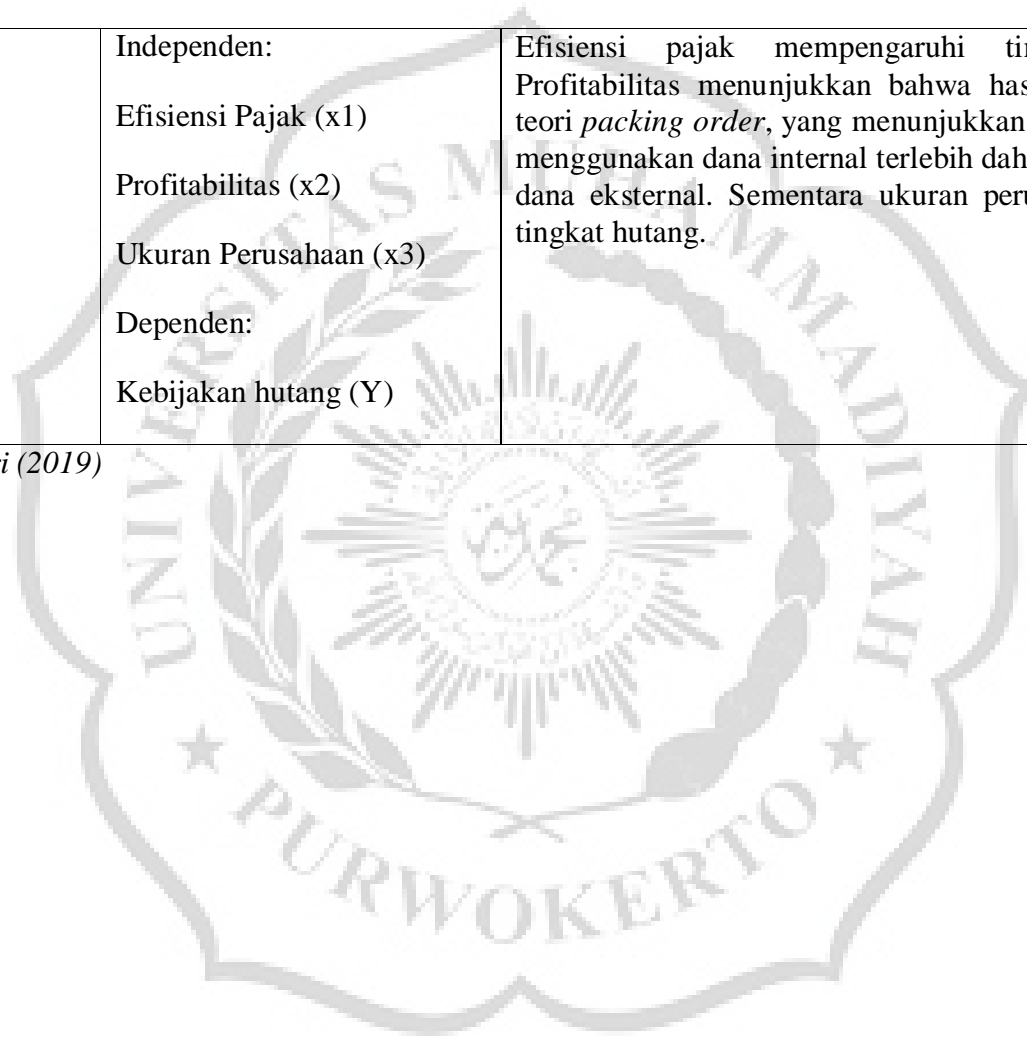
		kebijakan hutang	<i>Free cash flow</i> , pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, dan struktur aset berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan utang.
10.	Muhammad Sulhan dan Sofi Nurillah (2018).	Independen: Struktur kepemilikan profitabilitas Dependen: Kebijakan Hutang Moderasi: Kebijakan dividen	Struktur kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas yang diproksikan <i>Return on Equity</i> (ROE) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan deviden dalam penelitian ini diproksikan oleh <i>Deviden Payout ratio</i> (DPR) tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan deviden dalam penelitian ini diposisikan sebagai variabel pemoderasi. Dan hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh atau tidak memperlemah hubungan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Variabel kebijakan deviden dalam penelitian ini diposisikan sebagai variabel pemoderasi. Variabel kebijakan deviden mampu memoderasi yaitu memperlemah

			hubungan profitabilitas terhadap kebijakan hutang.
11.	Refi Maretta Sheisarvian, Nengah sudjana dan Muhammad Saifi (2015)	Independen: Kepemilikan manajerial Kebijakan dividen Profitabilitas Dependen: Kebijakan hutang	Variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang. Variabel kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif dengan variabel kebijakan hutang. Variabel kebijakan dividen secara parsial berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif dengan variabel kebijakan hutang. Variabel profitabilitas secara parsial berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif dengan variabel kebijakan hutang.
12.	Arif irawan, Rina arifati dan Abrar oemar (2016).	Independen: <i>Asset</i> berwujud Ukuran perusahaan Pertumbuhan perusahaan Lama perusahaan Profitabilitas Dependen: Kebijakan hutang	Terdapat pengaruh positif <i>asset</i> berwujud terhadap kebijakan hutang. Terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Terdapat pengaruh positif pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang. Tidak terdapat pengaruh lama perusahaan terhadap kebijakan hutang. Terdapat pengaruh negatif dan signifikan profitabilitas terhadap kebijakan hutang.
13.	Adita Nafisa, dan Atim Dzajuli dan	Independen: Kepemilikan manajerial	Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

	Djumahir (2016).	Kepemilikan institusional Ukuran perusahaan Pertumbuhan perusahaan Profitabilitas <i>Free cash flow</i> Dependen: Kebijakan hutang	Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang. Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
14.	Reji Hendria (2015).	Independen: <i>insider ownership</i> (x1) <i>firm size</i> (x2) <i>firm growth</i> (x3) <i>business risk</i> (x4) dependen: kebijakan hutang.	<i>Insider ownership</i> tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. <i>Firm size</i> memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. <i>Firm growth</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <i>Business risk</i> tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

15.	Waluyo (2018).	Independen: Efisiensi Pajak (x1) Profitabilitas (x2) Ukuran Perusahaan (x3) Dependen: Kebijakan hutang (Y)	Efisiensi pajak mempengaruhi tingkat hutang perusahaan. Profitabilitas menunjukkan bahwa hasil penelitian ini mendukung teori <i>packing order</i> , yang menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu dan kemudian dana eksternal. Sementara ukuran perusahaan tidak mempengaruhi tingkat hutang.
-----	-------------------	---	--

*Sumber: Diolah sendiri (2019)*



## C. Kerangka Pemikiran

### 1. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan merupakan besarnya sumber daya yang dimiliki perusahaan. Sumber daya tersebut meliputi aset, teknologi, kekayaan intelektual, dan sebagainya. Ukuran perusahaan yang besar pasti memerlukan dana yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Keputusan ini berkaitan dengan *pecking order theory* yang menyebutkan jika dengan laba ditahan tidak mencukupi, maka hutang menjadi keputusan selanjutnya. Jadi, jika ukuran perusahaan besar maka perusahaan tersebut dapat menggunakan hutang untuk operasionalnya. Sebaliknya, jika perusahaan kecil hanya mempunyai aktivitas yang sedikit sehingga untuk operasionalnya perusahaan dapat dipenuhi dengan dananya sendiri (Suryani, 2015). Berdasarkan penjelasan diatas maka ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan sejalan dengan penelitian dari Nafisa (2016) dan Irawan (2016), Mardiyati (2018), Novitasari (2015), Ifada (2017).

### 2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan teori *pecking order*, bila perusahaan membutuhkan dana maka prioritas utama adalah dengan cara menggunakan dana internal yaitu dari laba ditahan namun jika harus mencari pendanaan dari luar (eksternal) maka hutang akan menjadi prioritas utama. Teori ini memprioritaskan pendanaan internal maka akan mengurangi pendanaan dari luar yaitu hutang. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas

yang tinggi akan dapat menghasilkan dana pada perusahaan yang lebih banyak sehingga dapat digunakan sebagai penutup kewajiban dan berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan (Sheisarvian, 2015: 8). Berdasarkan penjelasan diatas maka profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang Novitasari (2015) dan Irawan (2016), Ahyuni (2018) dan Sheisarvian (2015).

### **3. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang**

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Hal ini dapat diperkuat dengan *Pecking Order Theory* yang menjelaskan urutan perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan. Untuk pertama kalinya perusahaan akan memanfaatkan pendanaan dari laba ditahan, apabila laba ditahan tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Dengan demikian jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil (Suryani, 2015). Sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih.

Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemiliknya atau pemegang saham. Tingkat kemakmuran para pemilik atau pemegang saham dilihat dengan seberapa besar perusahaan menggunakan dividen dengan tingkat tinggi. Berdasarkan penjelasan diatas kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan

terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Suryani (2015&2016), Ifada (2017) dan Indraswary (2016).

#### **4. Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan Hutang**

Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang mempunyai struktur aset tidak fleksibel. Struktur aset yang ada pada suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang dilakukan oleh perusahaan. Jumlah kekayaan dapat dijadikan jaminan perusahaan, artinya kreditur akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang besar, pihak kreditor dalam mempertimbangkan pemberian pinjaman akan memperhatikan struktur aktiva (I putu, 2017).

Berdasarkan pernyataan diatas sesuai dengan *pecking order theory* yang merupakan suatu model struktur pendanaan yang mengikuti suatu hierarki yang bersumber dari laba ditahan, hutang dan terakhir ekuitas untuk mengisi komposisi struktur modal perusahaan. Kekayaan perusahaan bersumber dari struktur pendanaan yang meliputi laba ditahan, hutang, dan ekuitas. Berdasarkan uraian diatas struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh I putu (2017), Indana (2015) dan Wahidahwati (2015).

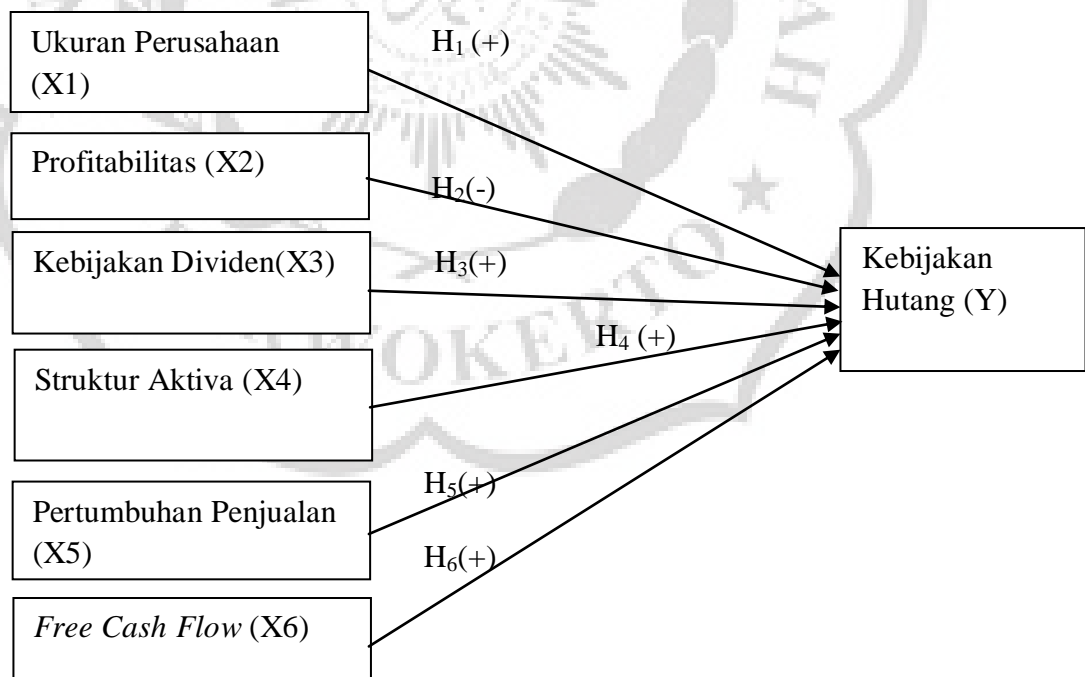
## 5. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang

Tingkat pertumbuhan penjualan adalah hasil perbandingan antara selisih penjualan tahun berjalan dan penjualan tahun sebelumnya dengan penjualan ditahun sebelumnya. Perusahaan yang memiliki penjualan yang stabil dapat lebih aman dalam mendapatkan banyak pinjaman dan menanggung biaya tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Penjualan perusahaan dapat meningkat karena investasi yang dilakukan perusahaan juga meningkat (Mardiyati, 2018). Hal tersebut sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* pada umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Itu dikarenakan sumber dana internal perusahaan cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi yang diperoleh dari keuntungan yang didapat perusahaan (Mardiyati, 2018). Berdasarkan penjelasan diatas maka dari itu pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang Geovana (2015) dan Irawan (2016), Mardiyati (2018) dan Novitasari (2015).

## 6. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

*Free Cash Flow* atau arus kas bebas adalah jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury*, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan. Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim

manajemennya. Ini sesuai dengan *agency theory* dimana menjelaskan tentang hubungan antara pemegang saham dan agen sebagai pihak manajemen yang mengelola perusahaan, misalnya jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan (Indraswary 2016). Berdasarkan penjelasan diatas maka *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang Andriati (2016), Natasia (2015) dan Indraswary (2016).



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

#### D. Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan (Sugiyono 2015: 64). Berdasarkan penjelasan diatas, maka dibuatlah hipotesis sebagai berikut:

H1: Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H2: Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H3: Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H4: Struktur Aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H5: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H6: *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.