

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

1.1.Landasan Teori

1.1.1. Teori-Teori Pendanaan

Menurut Fahmi (2011:187-193) secara umum teori struktur modal ada dua, yaitu :

1. *Balancing Theories*

Balancing theories merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh perusahaan untuk mencari dana tambahan dengan cara mencari pinjaman baik ke perbankan atau dengan menerbitkan obligasi (*bonds*). Ada beberapa risiko jika *balancing theories* diterapkan, yaitu :

- a. Jika perusahaan pinjam dana ke pihak perbankan, maka membutuhkan jaminan atau agunan seperti tanah, gedung, dan sejenisnya. Dan bila angsuran kredit terlambat dibayar maka akan mendapat teguran baik bentuk tulisan atau lisan. Perusahaan juga akan kehilangan aset yang diagunkan jika tidak dapat membayar angsuran saat batas waktu telah ditentukan.
- b. Jika kebutuhan dana dengan cara menjual obligasi. Kemungkinan risikonya adalah perusahaan tidak sanggup membayar bunga obligasi secara tepat waktu, maka

perusahaan harus melakukan berbagai kebijakan untuk mengatasi itu.

- c. Risiko selanjutnya terhadap masalah yang dihadapi perusahaan tersebut telah menyebabkan nilai perusahaan di mata publik terjadi penurunan, karena publik menilai kinerja keuangan perusahaan tidak baik khususnya dalam kemampuan manajemen struktur modal (*capital structure management*).

Kondisi diterapkannya *balancing theories* :

- a. Kondisi perekonomian cenderung dalam keadaan stabil dalam artian inflasi dalam keadaan rendah, serta pertumbuhan ekonomi ada pada keadaan yang diharapkan.
- b. Kondisi penjualan perusahaan berada dalam peningkatan
- c. Cadangan perusahaan berada dalam keadaan maksimal
- d. Kondisi dan situasi sosial politik dalam maupun luar negeri cenderung dalam keadaan baik dan stabil secara jangka panjang.

2. *Pecking order theory*

Menurut Brealey *et al.* (2008: 25), teori pecking order yaitu perusahaan lebih suka menerbitkan hutang dibandingkan ekuitas jika dana internal tidak cukup. Brealey (2008: 32) menyatakan bahwa, teori pecking order dimulai dengan pengamatan bahwa manajer tahu lebih banyak daripada investor

luar tentang nilai dan prospek perusahaan. Investor menyadari bahwa perusahaan mungkin berusaha menerbitkan ekuitas ketika nilai saham mereka dihargai terlalu tinggi dan karena itu menurunkan harga saham ketika penerbitan ekuitas diumumkan.

Jadi, masalah akan terhindarkan bila perusahaan bisa mendanai dengan dana internal, seperti dengan laba ditahan maupun investasi kembali. Tetapi apabila diperlukan dana eksternal, maka jalur resistensi terendah adalah hutang, bukan ekuitas. Pecking order menjelaskan bahwa perusahaan yang paling menguntungkan biasanya menjamin lebih sedikit ; ini bukan karena mereka memiliki rasio utang sasaran rendah tetapi karena mereka tidak memerlukan uang dari luar. Serta sedikit sekali perusahaan yang menguntungkan akan memilih untuk menerbitkan hutang karena dana internal yang tidak memadai untuk investasi modal dan hutang yang menjadi pilihan pertama karena dalam kebijakan pecking order urutan pertama pendanaan eksternal adalah hutang.

Fahmi (2011: 188) menyatakan bahwa, *Pecking order theories* merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara menjual aset yang dimilikinya. Seperti menjual gedung, tanah, peralatan yang dimiliki dan aset-aset lainnya termasuk dana dari laba ditahan (*retained earning*) dan menjual saham di pasar modal (*capital*

market). Menurut Fahmi, kondisi diterapkannya *pecking order theories* adalah :

- a. Kondisi ekonomi berada pada perusahaan yang tidak begitu menguntungkan atau instabilitas.
- b. Aset perusahaan dalam keadaan yang cukup untuk dijual dan penjualan tidak mempengaruhi kondisi keuangan dalam jangka pendek.
- c. Perusahaan menjual dan menerbitkan *right issue* hanya berdasarkan besarnya kebutuhan.
- d. Dalam kondisi menerapkan *pecking order theory* maka perusahaan boleh menjual obligasi dan saham, dalam artian obligasi dan saham dalam jumlah yang nominalnya realistis dan *feasible* (layak) secara ukuran keuangan.

1.1.2. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan penting untuk perusahaan karena salah satu bagian keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan. Brealey *et al.* (2008:10) menyatakan bahwa, penggunaan pendanaan hutang sering disebut *leverage* keuangan. *Leverage* keuangan adalah pendanaan hutang untuk memperkuat dampak perubahan laba operasi pada pengembalian pemegang saham. Hutang meningkatkan ketidakpastian mengenai persentase pengembalian saham.

Menurut teori yang telah dikemukakan oleh Modigliani dan Miller atau lebih dikenal dengan sebutan “MM” dalam Fahmi (2011: 190) menyatakan bahwa, penggunaan hutang akan selalu lebih 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.

Bringham *et al.* (2014 : 153) menyatakan bahwa, pendanaan hutang memiliki dua keunggulan penting. (1) bunga yang dibayarkan atas hutang dapat menjadi pengurang pajak, sementara dividen yang dibayarkan atas saham bukan pengurang pajak. Hal ini akan menurunkan biaya relatif hutang. (2) kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan sangat baik. Menurut Fahmi (2011:127), terlalu tinggi menggunakan hutang akan bahaya bagi perusahaan karena perusahaan akan masuk dalam kategori extreme leverage (utang ekstrem) yaitu perusahaan terjebak dalam tingkat hutang yang tinggi dan sulit untuk melepaskan beban hutang tersebut.

Karena itu, menyeimbangkan hutang dalam perusahaan sangat diperlukan demi keberlangsungan perusahaan serta karyawan yang bekerja didalamnya. Dan mencari sumber-sumber yang layak

digunakan untuk melunasi hutang agar hutang tidak semakin tinggi sehingga tidak akan terjadi kebangkrutan karena hutang. Perusahaan yang baik merupakan perusahaan yang mampu menyeimbangkan antara hutang dan modal sendiri agar tercipta modal yang optimal, dengan modal yang optimal maka target perusahaan untuk mendapatkan keuntungan juga bisa optimal. Modal yang terlalu tinggi itu juga akan menyebabkan risiko yang terlalu besar. Jadi, menjadikan modal optimal dengan risiko yang sedang-sedang akan memperoleh keuntungan terus –menerus namun tetap terjaga bukan dengan keuntungan yang besar tetapi hanya satu kali saja, justru akan menjadikan perusahaan tersebut tidak sehat.

Definisi hutang menurut Munawir (2010:18), hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Munawir juga menyatakan bahwa, hutang atau kewajiban perusahaan bisa dibedakan dari hutang lancar (hutang jangka pendek) dan hutang jangka panjang.

1. Hutang lancar

Hutang lancar adalah kewajiban keuangan perusahaan yang pelunasannya atau pembayaran akan dilakukan dalam jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca) dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan.

Prihadi (2010:173) menyatakan bahwa, hutang lancar dapat diklasifikasikan menjadi dua kelompok utama, yaitu :

- a. Hutang tanpa bunga : Adalah hutang yang timbul dari kegiatan operasional. Jenis hutang bunga antara lain hutang usaha, hutang pajak, uang muka atau pendapatan dimuka.
- b. Hutang dengan bunga : Merupakan hutang yang mendapat perhatian khusus karena menimbulkan beban tetap keuangan kepada perusahaan. Hutang ini terdiri dari hutang bank jangka pendek dan hutang jangka panjang yang sebagian jadwal pembayarannya sudah memasuki hitungan satu tahun, maka bagian tersebut menjadi hutang jangka pendek.

2. Hutang jangka panjang

Menurut Munawir (2010:19), Hutang jangka panjang adalah kewajiban keuangan yang jangka waktu pembayarannya (jatuh tempo) masih panjang (lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca). Yang meliputi hutang obligasi, hutang hipotik, dan pinjaman jangka panjang lain.

Murhadi (2013:61) menyatakan bahwa, rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola dan melunasi kewajibannya yaitu rasio pengelolaan hutang. Rasio pengelolaan hutang dipecah menjadi dua kelompok :

1. *Leverage ratio*, merupakan rasio yang bertujuan untuk mengukur seberapa besar hutang membiayai perusahaan

2. *Solvency ratio*, merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban pokok maupun bunga.

Menurut Fahmi (2011:205), penggunaan dana dari sumber pinjaman sering dikaji dari segi rasio leverage. Salah satu rasio leverage yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER). Definisi *Debt Equity Ratio* menurut Murhadi (2013: 61), merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan antara seluruh hutang dan ekuitas perusahaan. Rumus perhitungannya :

$$\text{Debt To Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Semakin tinggi DER maka semakin berisiko perusahaan.

1.1.3. Kebijakan Dividen

Menurut Munawir (2008: 95), suatu perusahaan harus mengambil keputusan bagaimana perkembangan perusahaan akan dibiayai. Perusahaan harus memiliki target *debt / equity ratio* yang harus dipertahankan. Oleh karena itu perusahaan harus menentukan seberapa besar tambahan dana yang harus di biayai dari pemilik perusahaan. Dana dari pemegang saham dapat di peroleh melalui penerbitan saham baru atau dengan menahan keuntungan perusahaan (untuk tidak dibagi menjadi dividen). Menurut Bringham *et al.* (2014: 213), pada kenyataannya, sebagian besar investor menghadapi biaya transaksi ketika mereka menjual saham, sehingga investor yang

mencari aliran laba yang stabil secara logis akan lebih menyukai perusahaan yang membayarkan dividen secara rutin.

Teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller dalam Bringham *et al.* (2014: 212) menunjukkan bahwa, investor lebih menyukai dividen pasti saat ini dibandingkan dengan keuntungan modal yang tidak pasti dimasa depan. Hal ini dikemukakan dalam penelitian Saraswaty (2016: 6) bahwa, pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang diberikan untuk dibayarkan ke pemegang saham maka *free cash flow* akan semakin kecil. Jadi, hal ini akan membuat manajemen untuk mencari dana yang relevan salah satunya adalah hutang.

Menurut Bringham *et al.* (2014:233), salah satu keputusan pembayaran dividen sebagai sumber-sumber modal alternatif, yaitu kemampuan untuk mensubstitusi hutang dengan ekuitas. Dalam hal ini dijelaskan bahwa bila perusahaan bisa mendanai investasi tertentu baik menggunakan hutang atau ekuitas. Seperti yang telah dicatat, biaya transaksi saham yang rendah maka kebijakan dividen akan lebih fleksibel karena ekuitas bisa dikumpulkan melalui penahanan laba maupun penjualan saham baru. Situasi yang sama berlaku bagi kebijakan hutang: Jika perusahaan dapat menyesuaikan rasio hutangnya tanpa harus melakukan peningkatan WACC secara tajam, perusahaan bisa membayar dividen yang diharapkan, meski laba

mengalami fluktuasi, dengan peningkatan rasio hutangnya. Myers-Maljut (1984) dalam penelitian Joko (2011: 30), beragumen bahwa, perusahaan yang *profitable* dengan kesempatan investasi bagus memiliki kemampuan untuk memilih antara pembayaran dividen dan pengeluaran modal. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dengan kesempatan investasi yang besar, sering membayar dividen rendah.

Definisi kebijakan dividen menurut Harmono (2014:12), kebijakan dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, penjagaan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian dividen saham, dan pembelian kembali saham. Menurut Murhadi (2013: 65), *dividen payout ratio* merupakan rasio yang menggambarkan besarnya proporsi dividen yang dibagikan terhadap pendapatan bersih perusahaan. DPR diperoleh dengan cara :

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Dimana :

- *Dividen per share*: dividen yang dibagikan dengan jumlah saham yang beredar
- *Earnings per share* : laba bersih yang dibagikan dengan jumlah saham yang beredar

1.1.4. Profitabilitas

Profitabilitas menjadi perhatian para investor dan analis. tolak ukur perusahaan mampu bertahan dalam bisnisnya adalah profitabilitas yang konsisten. Seorang investor akan mengaitkan tingkat profitabilitas sebuah perusahaan dengan tingkat risiko yang timbul dari investasinya. Menurut Bringham *et al.* (2014: 189), Sering kali diamati bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi ternyata menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit.

Profit disini menjadi penting karena profit atau keuntungan merupakan modal perusahaan agar perusahaan terus berkembang atau mampu menjalankan usaha, dan apabila kondisi ekonomi suatu masyarakat itu baik atau sejahtera yang dalam artian masyarakat memiliki kekuatan untuk mendapatkan kekayaan maka produk-produk baru yang lebih menarik akan mudah masuk ketengah masyarakat.

Dengan adanya profit, perusahaan juga bisa membuat inovasi-inovasi ataupun kreatifitas agar kemajuan dunia terus meningkat. Profit yang besar akan mempunyai kekuatan untuk membuat perusahaan itu menjadi apapun yang diinginkan oleh pemiliknya. Hutang juga tidak akan diperlukan dalam usaha suatu perusahaan. Meskipun demikian, hutang juga akan diperlukan jika perusahaan terus mengalami penurunan keuntungan.

Sebenarnya, hutang adalah cara yang kesekian untuk memperoleh uang. Selama perusahaan bisa mendapatkan profit, mungkin perusahaan tidak memerlukan hutang. Ada berbagai sudut pandang manajemen dalam melihat posisi hutang. Namun kebanyakan perusahaan besar justru memilih tidak memakai hutang sebagai sumber pembiayaannya, dan walaupun ada yang menggunakan hutang sebagai modalnya itu hanya sedikit sekali. Perusahaan-perusahaan tersebut hanya memakai modal sendiri dan mengembangkan modal tersebut menjadi besar dan bertambah banyak yang berasal dari profit atau keuntungan.

Definisi rasio profitabilitas menurut Hanafi *et al.* (2012: 81), rasio profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham yang tertentu. Menurut Fahmi (2011:135), semakin baik rasio profitabilitas maka semakin baik menggambarkan kemampuan tingginya perolehan keuntungan perusahaan.

Menurut Munawir (2008: 84), ada beberapa rasio keuangan ukuran menyeluruh, diantaranya :

1. *Return On Investemt* (ROI) yaitu suatu alat yang biasa digunakan menilai kesuksesan atau prestasi perusahaan secara keseluruhan, yang secara umum didefinisikan sebagai net income (setelah disesuaikan dengan bunga) dibagi dengan total investasi.

2. *Return On Assets (ROA)* yaitu merefleksikan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh hasil atas seluruh sumber daya keuangan yang ditanamkan pada perusahaan.
3. *Return On Owner's Equity (ROE)* yaitu merefleksikan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh hasil atas dana yang telah diinvestasikan oleh pemegang saham (baik secara langsung atau dengan laba yang ditahan).
4. *Return On Invested Capital (ROIC)*. *Investment capital* atau *permanent capital* terdiri dari utang tidak lancar (*non current Liabilities*) ditambah modal (*shareholder Equity*) sehingga mencerminkan dana yang dimasukkan dalam perusahaan relatif untuk jangka waktu panjang.

Menurut Prastowo (2011: 91), *return in total assets* mengukur kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aktiva untuk memperoleh laba. Ratio ini untuk mengukur tingkat kembalian investasi yang telah dilakukan oleh perusahaan dengan menggunakan seluruh dana (aktiva) yang dimilikinya. Laba yang dipakai adalah laba sebelum bunga setelah pajak, untuk menggambarkan besarnya laba yang diperoleh perusahaan sebelum didistribusikan baik kepada kreditor maupun pemilik perusahaan.

Rumus dari *Return On Asset* yang dikemukakan oleh Munawir (2008: 85) yaitu :

$$\text{Return On Assets} = \frac{\text{Net income} + \text{Interest} (1 - \text{Tax Rate})}{\text{Invested Capital}}$$

Total Asets

Dimana :

- *Net income* : Laba bersih perusahaan setelah pajak
- *Interest* : biaya bunga
- *Tax Rate* : tarif pajak
- *Total Asets* : jumlah keseluruhan aset perusahaan dalam satu periode

1.1.5. *Free cash flow* (Arus Kas Bebas)

Menurut Brealey *et al.* (2008:26), keuangan longgar (arus kas bebas) akses siap untuk pendanaan kas atau pendanaan hutang. Bringham *et al.* (2014:153) menyatakan bahwa, perusahaan dengan arus kas operasi dan laba yang tidak stabil cenderung membatasi penggunaan hutang. Di pihak lain, perusahaan dengan risiko usaha yang lebih kecil dan arus kas operasi yang lebih stabil dapat mengambil lebih banyak hutang. Teori oleh Jensen (1986) dalam penelitian Indahningrum *et al.* (2009) yang digunakan sebagai landasan teori dalam Saraswaty (2016), *free cash flow* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk dapat melakukan pembayaran hutang semakin besar. Bahkan, dalam Kieso (2011 : 211-212) didalam penelitian Fahmi *et al.* (2015) mengemukakan bahwa hubungan *free cash flow* dengan kebijakan hutang adalah perusahaan dengan *free cash flow* besar akan mempunyai level hutang yang tinggi, dan akan menurunkan *agency cost free cash flow* dan sebaliknya dengan perusahaan yang *free cash flow* rendah.

Bringham *et al.* (2014:187) menyatakan bahwa, Suatu pembelian menggunakan hutang atau *leverage buyout* (LBO) merupakan salah satu cara mengurangi kelebihan arus kas. Dalam LBO, hutang dipakai untuk pendanaan sebagian besar pembelian saham perusahaan. Dan memang, proyeksi penghematan yang akan diperoleh dari pengurangan pengeluaran yang tak berguna telah memotivasi dilakukannya sejumlah pembelian menggunakan hutang. Seperti yang telah dicatat sebelumnya, pembayaran hutang yang tinggi setelah LBO akan memaksa para manajer menghemat kas dengan menghilangkan pengeluaran yang tak perlu. Tetapi tentu saja peningkatan hutang dan berkurangnya arus kas bebas juga memiliki kerugiannya sendiri: ia akan meningkatkan risiko terjadinya kebangkrutan.

Menurut Munawir (2008:141), jika *free cash flow* positif, jumlah tersebut mengindikasikan kas yang ada untuk membayar pinjaman tambahan, menaikkan dividen, atau investasi bisnis baru. Jika negatif, artinya jumlah dana hanya untuk mendukung aktivitas operasi dan program jangka pendek.

Menurut Prihadi (2010:63), definisi *free cash flow* adalah arus kas yang tersedia untuk pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan yaitu kreditor dan investor. Cara cepat menghitung FCF tinggal menjumlahkan arus kas operasi dengan investasi.

Perhitungan untuk rasio *free cash flow* dapat diketahui di dalam penelitian Fahmi *et al.* (2015: 8), yaitu :

$$FCF = \frac{AKO_{it} - AKI_{it}}{\text{Total Aktiva}}$$

Dimana :

- AKO_{it} : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t
- AKI_{it} : Aliran kas investasi perusahaan i pada tahun t
- Total Aktiva : Total aktiva perusahaan i pada tahun t

1.1.6. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu bagian penting sebagai dasar untuk menaksir pendapatan dan laba. Bringham *et al.* (2014:189) menyatakan bahwa, tingkat pertumbuhan. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal.

Menurut Bringham dan Gapensky, perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai belanja perusahaan. Perusahaan yang sedang tumbuh lebih membutuhkan sumber dana yang besar salah satunya hutang (Anam, 2015). Menurut Fahmi (2011:205), Pertumbuhan dimasa datang apabila tingkat pertumbuhannya tinggi, *leverage* lebih besar, sebaliknya bila tingkat pertumbuhan penjualan rendah.

Fahmi (2011: 137) menyatakan bahwa, pertumbuhan perusahaan dapat diukur menggunakan rasio pertumbuhan. Rasio

pertumbuhan yaitu rasio untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisinya didalam industri dan dalam perkembangan ekonomi secara umum. Pertumbuhan perusahaan ini yang umum dapat dilihat dari berbagai segi, yaitu penjualan, laba bersih, laba per lembar saham, harga pasar saham per lembar, dividen, nilai buku saham. Perusahaan dapat memperoleh informasi tentang pertambahan nilai dalam jangka waktu tertentu dari pertumbuhan perusahaan.

Menurut Munawir (2008: 96), tingkat pertumbuhan tersebut biasanya dibandingkan dengan tingkat inflasi atau tingkat pertumbuhan riil tahun-tahun sebelumnya. Murhadi (2013:96) menyatakan bahwa pertumbuhan *earnings* biasanya diukur dengan cara :

$$\% \text{Perubahan EPS periode } t = \frac{\text{EPS}_t - \text{EPS}_{t-1}}{\text{EPS}_{t-1}}$$

Dimana :

- EPS_t : *Earning Per Share* tahun sekarang
- EPS_{t-1} : *Earning Per Share* tahun sebelumnya

Yang mana *Earning per share* adalah pendapatan per lembar saham yang dapat dilihat di laporan laba rugi. EPS akan mencerminkan pendapatan tiap lembar saham yang bisa diperoleh pemegang saham, bila semua pendapatan tersebut dibagikan dalam bentuk dividen. Makin tinggi EPS maka makin baik. (Murhadi, 2013: 64).

1.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian terdahulu yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian ini. diantaranya:

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Variabel penelitian	Hasil penelitian
1	Fx. Agus Joko (2011)	Analisis Kebijakan Hutang Pada Perusahaan <i>Go Public</i> Di BEI	Variabel Independen : Profitabilitas, <i>Earning Volatility</i> , Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, dan <i>Net organization Capital</i> Variabel dependen: Kebijakan Hutang	Profitabilitas dan <i>Earning Volatility</i> berpengaruh secara negatif terhadap Kebijakan Hutang. Sedangkan Pertumbuhan perusahaan, Kebijakan Dividen, dan <i>Net Organization Capital</i> memiliki pengaruh kearah positif terhadap Kebijakan Hutang
2	I Putu Suastawan (2014)	Pengaruh Arus Kas Bebas dan Profitabilitas pada Kebijakan Huang Perusahaan <i>Real Estate</i>	Variabel Independen : Profitabilitas, dan Arus Kas Bebas Variabel dependen : Kebijakan Hutang	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan arus kas bebas tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang
3	Hairul Anam, Fihfenti Emayani, Dan Cahyono Dwi (2015)	Pengaruh Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang	Variabel Independen : struktur Aset, Ukuran perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan. Variabel dependen: Kebijakan Hutang	Struktur Aset mempunyai pengaruh ke arah positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Perusahaan tidak ada pengaruhnya terhadap kebijakan hutang

4	Muhammad Fahmi dan Rahmawati Hanny Yustrianthe (2015)	Kajian Empiris Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI	Variabel Independen: Profitabilitas, Struktur Aset, <i>Free cash flow</i> , Kepemilikan Manajerial, dan Set Peluang Investasi. Variabel dependen: Kebijakan Hutang	Profitabilitas berpengaruh kearah yang negatif. Struktur aset memiliki pengaruh positif. Sedangkan Kepemilikan Manajerial, <i>Free cash flow</i> , dan Set Peluang Investasi tidak memiliki pengaruh terhadap Kebijakan Hutang.
5	Shieta Saraswaty dan Suwardi Bambang Hermanto tahun (2016)	pengaruh kepemilikan, arus kas, dividen, dan kinerja terhadap kebijakan hutang	Variabel Independen : Profitabilitas, <i>Free cash flow</i> , Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Pertumbuhan Perusahaan. Variabel dependen : Kebijakan Hutang	<i>Free cash flow dan</i> Profitabilitas mempunyai pengaruh positif dengan kebijakan hutang. Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif. Sedangkan untuk Pertumbuhan Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen tidak ada pengaruhnya dengan Kebijakan Hutang

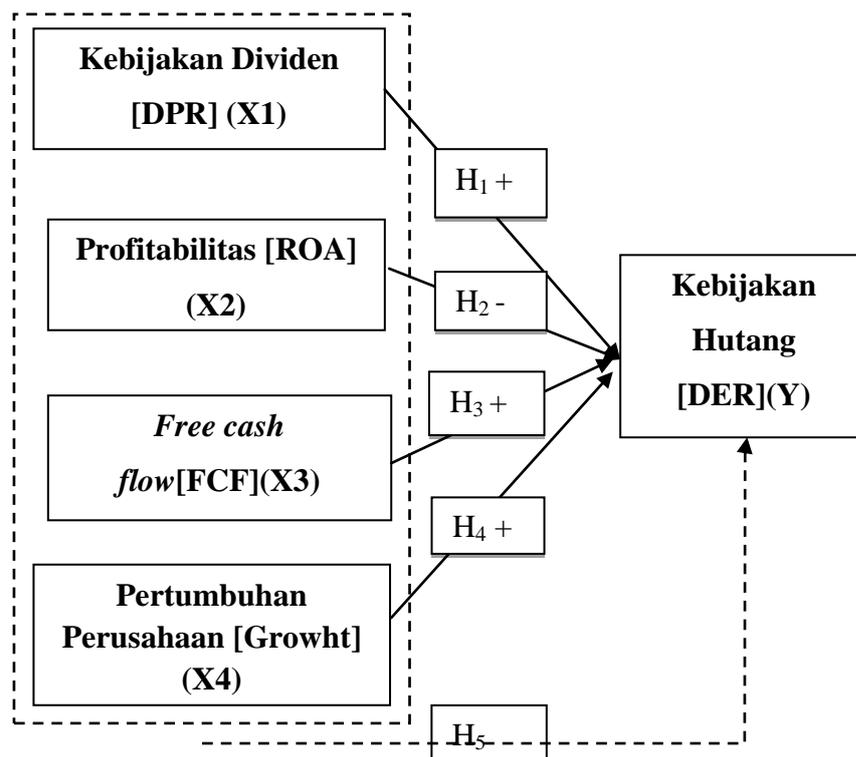
Sumber : Dari Beberapa Jurnal

1.3.Kerangka Pemikiran Teoritis

Kebijakan hutang merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan yang diambil oleh manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan. Bringham *et al.* (2014: 233) menyatakan bahwa, jika perusahaan dapat menyesuaikan rasio hutangnya tanpa harus meningkatkan WACC secara tajam, perusahaan tersebut dapat membayar dividen yang diharapkan, meskipun laba terjadi fluktuasi, dan rasio hutangnya meningkat. Dalam penelitian Joko (2011: 38) yang menyatakan bahwa, perusahaan dengan profitabilitas yang besar maka akan dapat

menurunkan penggunaan hutang, karena dana internal yang berlebihan bisa digunakan sebagai sumber dana perusahaan.

Teori oleh Jensen (1986) dalam penelitian Indahningrum *et al.* (2009) yang digunakan sebagai landasan teori dalam Saraswaty (2016), *free cash flow* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk dapat melakukan pembayaran hutang semakin besar. Menurut Anam *et al.* (2015: 6), Perusahaan yang tumbuh lebih membutuhkan sumber dana yang besar salah satunya hutang. Berdasarkan uraian diatas, kerangka teoritis dalam pemikiran ini yaitu :



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Teoritis

Keterangan :

—→ : Secara Parsial

---→ : Secara Simultan

1.4. Perumusan Hipotesis

1.4.1. Hubungan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Bringham *et al.* (2014: 233) menyatakan bahwa, jika perusahaan dapat menyesuaikan rasio hutangnya tanpa harus meningkatkan WACC secara tajam, perusahaan tersebut membayar dividen yang diharapkan, meskipun laba terjadi fluktuasi, dan rasio hutangnya meningkat.

Dalam penelitian Joko (2011: 29), Borton-Hill-Sundaram (1989) berpendapat bahwa pembayaran dividen yang rendah berarti perusahaan memerlukan dana investasi dari luar lebih sedikit selama dapat menyimpan kas secara internal (artinya laba ditahan) dari pada pembayaran dividen. Berdasarkan uraian tersebut, Joko (2011: 39) memperoleh kesimpulan *dividend payout* berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio*.

Dari penjelasan tersebut dapat diambil hipotesis berikut ini :

H₁ : Kebijakan Dividen Berpengaruh Positif Dan Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang

1.4.2. Hubungan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Sartono (2015:248) menyatakan bahwa, bila laba ditahan besar, maka perusahaan akan lebih menggunakan laba ditahan daripada hutang. Maka sesuai *pecking order theory* bahwa kebijakan

ini menyarankan para manajer dengan urutan yang pertama yaitu laba terlebih dahulu sebelum hutang.

Berdasarkan *Pecking order theory* diatas, hasil dari penelitian Joko (2011: 38), menunjukkan bahwa *return on assets* berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio* kearah negatif.

Dari penjelasan diatas maka hipotesis yang diajukan yaitu :

H₂ : Profitabilitas Berpengaruh Negatif Dan Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang

1.4.3. Hubungan *Free cash flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Brealey *et al.* (2008:26), keuangan longgar (arus kas bebas) akses siap untuk pendanaan kas atau pendanaan hutang. Teori oleh Jensen (1986) dalam penelitian Indahningrum *et al.* (2009) yang digunakan sebagai landasan teori dalam Saraswaty (2016), *free cash flow* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk dapat melakukan pembayaran hutang semakin besar. Bahkan, Kieso (2011 : 211- 212) didalam penelitian Fahmi *et al.* (2015) mengemukakan bahwa, perusahaan akan mempunyai level hutang yang tinggi bila *free cash flow*-nya besar, dan *agency cost free cash flow* juga akan turun. begitupun sebaliknya, jika *free cash flow* perusahaan rendah.

Hal ini sesuai dengan teori Balancing dalam Fahmi (2011: 193) yang menyatakan bahwa, adapun dimana kondisi *balancing theories* layak diterapkan, salah satunya adalah cadangan perusahaan berada dalam keadaan maksimal. Penelitian Saraswaty *et al.*

(2016:17) menemukan bahwa, *free cash flow* berpengaruh kearah positif terhadap kebijakan hutang.

Dari penjelasan tersebut, maka bisa diambil hipotesis berikut ini :

H₃ : *Free cash flow* Berpengaruh Positif Dan Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang

1.4.4. Hubungan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Bringham dan Gapensky, perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai belanja perusahaan. Perusahaan yang tumbuh lebih membutuhkan sumber dana yang besar salah satunya hutang (Anam, 2015). Menurut Joko (2011:37) bahwa, *growth* berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio* dengan arah positif.

Berdasarkan uraian diatas maka hipoteis yang diajukan sebagai berikut :

H₄ :Pertumbuhan Perusahaan Berpengaruh Positif Dan Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang

1.4.5. Hubungan Kebijakan Dividen, Profitabilitas, *Free cash flow*, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Bringham *et al.* (2014: 233) menyatakan bahwa, jika perusahaan dapat menyesuaikan rasio hutangnya tanpa harus

meningkatkan WACC secara tajam, perusahaan tersebut dapat membayar dividen yang diharapkan. Sartono (2015:248) menyatakan bahwa, bila laba ditahan besar, maka perusahaan akan lebih memilih menggunakan laba ditahan dahulu sebelum hutang. Menurut Brealy *at al* (2008:26), keuangan longgar (arus kas bebas) akses siap untuk pendanaan kas atau pendanaan hutang. Menurut Fahmi (2011:205), Pertumbuhan dimasa datang apabila tingkat pertumbuhannya tinggi, leverage lebih besar.

Dari penjelasan diatas, maka diambil hipotesis berikut ini :

H₅: Kebijakan Dividen, Profitabilitas, *Free cash flow*, dan Pertumbuhan Perusahaan Berpengaruh Signifikan Terhadap Kebijakan Hutang.