

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Struktur Modal

Struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa. Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berhubungan dengan masalah penentuan sumber dana yang akan digunakan dan masalah pertimbangan yang terbaik antara sumber-sumber dana tersebut. Keputusan mengenai sumber dana yang akan digunakan disebut dengan keputusan pendanaan (*financing decisions*). (Horne dan Wachowicz, 1998)

Penentuan struktur modal akan melibatkan pertukaran antara risiko dan pengembalian. Menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham. Namun, menggunakan banyak hutang pada umumnya akan meningkatkan perkiraan pengembalian atas ekuitas. Risiko yang makin tinggi terkait dengan hutang dalam jumlah yang lebih besar cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi perkiraan tingkat pengembalian yang lebih tinggi oleh hutang yang lebih besar akan menaikannya. Oleh karena itu manajer berusaha untuk mencari struktur modal yang menghasilkan

keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang akan memaksimalkan harga saham. (Brigham dan Houston, 2013)

Setelah struktur modal ditentukan maka perusahaan selanjutnya akan menggunakan dana yang diperoleh untuk operasional kegiatan perusahaan. Aktivitas operasional perusahaan dapat dikatakan menguntungkan jika *return* atau laba yang diperoleh lebih besar daripada biaya modal (*cost of capital*), dimana biaya modal ini merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost offunds*) yang terdiri dari biaya (bunga) pinjaman atau hutang dan biaya modal sendiri. Biaya modal sendiri merupakan gabungan dari dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham preferen maupun saham biasa, sedangkan biaya pinjaman merupakan biaya bunga bersih (setelah dikurangi tarif pajak). Manajemen perlu mempertimbangkan proporsi antara hutang dan modal sendiri serta biaya yang menyertainya. (Ang, 1997 dalam Handayani, 2007)

Terdapat empat faktor yang memengaruhi keputusan struktur modal menurut Brigham dan Houston (2013), antara lain :

- a. Risiko usaha, atau tingkat risiko yang intern dalam operasi perusahaan jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Makin besar risiko usaha perusahaan, makin rendah rasio hutang optimalnya.
- b. Posisi pajak perusahaan. Salah satu alasan utama digunakannya hutang adalah karena bunga hutang merupakan pengurang pajak, selanjutnya menurunkan biaya hutang efektif. Akan tetapi, jika sebagian besar laba suatu perusahaan telah dilindungi dari pajak oleh perlindungan pajak

yang berasal dari penyusutan, maka bunga atas hutang yang saat ini belum dilunasi, atau kerugian pajak yang dibawa keperiode berikutnya, akan menghasilkan tarif pajak yang rendah. Akibatnya, tambahan hutang tidak akan memiliki keunggulan yang sama dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tarif pajak efektif yang lebih tinggi.

- c. **Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk menghimpun modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi buruk.** Bendahara perusahaan tahu bahwa pasokan modal yang lancar dibutuhkan oleh operasi yang stabil, selanjutnya memiliki arti yang sangat penting bagi keberhasilan jangka panjang. Mereka juga tahu bahwa ketika terjadi pengetatan uang dalam perekonomian, atau ketika sutau perusahaan sedang mengalami kesulitan operasional, akan lebih mudah untuk menghimpun hutang dibandingkan modal ekuitas, dan pihak pemberi pinjaman lebih bersedia untuk mengakomodasi perusahaan yang memiliki neraca kuat. Jadi, potensi kebutuhan akan dana di masa depan dan konsekuensi kekurangan dana akan mengurangi sasaran struktur modal, makin besar kemungkinan kebututuhan modal, dan makin buruk konsekuensi jika tidak mampu untuk mendapatkannya, maka semakin sedikit jumlah hutang yang sebaiknya ada di dalam neraca perusahaan.
- d. **Konservatisme atau keagresifan manajerial.** Beberapa manajer lebih agresif dibandingkan manajer yang lain, sehingga mereka lebih bersedia untuk menggunakan hutang sebagai usaha untuk meningkatkan laba. Faktor ini tidak memengaruhi struktur modal optimal yang sebenarnya,

atau struktur modal yang memaksimalkan nilai, tetapi ia memang akan memengaruhi sasaran struktur modal perusahaan.

2. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah segala jenis hutang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan, baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang (Indahningrum dan Handayani, 2009). Pengertian lain kebijakan hutang adalah total hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai operasionalnya. (Yeniatie dan Destriana, 2010)

Jadi kebijakan hutang merupakan keputusan perusahaan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya hutang dalam sumber pendanaannya yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman dari pada penerbitan saham baru. Menurut jangka waktunya hutang dibedakan menjadi dua, yaitu :

a. Hutang jangka pendek

Hutang jangka pendek adalah kewajiban keuangan perusahaan yang perlunasannya atau pembayaran akan dilakukan dalam jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca) dengan menggunakan *aktiva* lancar yang dimiliki oleh perusahaan (Munawir, 2004:18). Hutang jangka pendek seperti hutang dagang, hutang wesel, biaya yang masih harus

dibayar (*accrued expense*), hutang jangka panjang yang sudah jatuh tempo, dan pendapatan diterima dimuka (*deferred revenue*).

b. Hutang jangka panjang

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang tempo pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca dan kurang dari 10 tahun (Munawir, 2004:19). Hutang jangka panjang seperti hutang hipotek (*mortgage payable*) dan hutang obligasi (*bond payable*).

Kebijakan hutang dalam perusahaan merupakan kebijakan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Beberapa teori mengenai kebijakan hutang adalah sebagai berikut :

1) *Pecking Order Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961 dan penamaan *Pecking order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984 (Steven dan Lina, 2011). Teori ini menjelaskan mengenai urutan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan. Teori ini memprediksi bahwa perusahaan lebih cenderung mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan.

Pecking order theory melihat bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko. Ide dasar teori ini sangat sederhana, yaitu perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya apabila dana internal tidak cukup dan sumber dana yang diutamakan adalah hutang, bukan saham.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai hutang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt to total assets ratio* yang rendah, tetapi disebabkan perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal.

2) *Trade-off Theory*

Manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan melalui manipulasi struktur modal. Nilai perusahaan tidak akan berubah dengan atau tanpa hutang. Unsur yang relevan dalam penentuan nilai perusahaan adalah *aktiva riil*, yaitu jumlah dan risiko arus kas yang berasal dari investasi dan aktivitas operasi perusahaan. Akan tetapi dalam dunia nyata, teori yang menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan kurang realistis. (Modigliani dan Miller, 1958 dalam Brigham dan Houston, 1998)

Banyaknya masalah mengenai *financial distress* yang diakibatkan oleh pendanaan hutang yang tinggi memunculkan *trade-off theory*. Teori ini dikembangkan oleh Haugen, Papas, Rubenstein pada tahun 1969 dan dikenal juga sebagai *balancing theory*. *Trade-off theory* menyebutkan bahwa bahwa *debt-equity decision* merupakan *trade-off* antara *interest tax shield* dengan *agency cost of debt* (tingkat pengembalian dan risiko).

Esensi dari *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan hutang. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan harus bisa menyeimbangkan komposisi hutang dalam kombinasi struktur modalnya sehingga akan diperoleh komposisi hutang yang tepat.

Menurut teori ini, struktur modal perusahaan yang optimal menggambarkan keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Hutang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak karena biaya bunga dapat dibebankan dari penghasilan kena pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan dan biaya monitoring untuk mencegah perusahaan dari kebangkrutan. (Siregar, 2005)

3) *Agency Theory*

Perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik kepentingan karena merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi tersebut. Manajer yang diangkat oleh pemegang saham haruslah bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata terdapat perbedaan kepentingan dan asimetri informasi diantara kedua belah pihak yang menyebabkan terjadinya konflik keagenan. (Wahidahwati, 2002)

Agency problem akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi

tersebut membuat keputusan-keputusan yang diambil manajer cenderung bertindak melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji sehingga sudah tidak lagi berdasarkan pada tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. (Jansen dan Meckling, 1976)

Keadaan tersebut menyebabkan perlunya suatu sistem mekanisme pengawasan yang pada akhirnya menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. *Agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan biaya sisa (*residual cost*).

3. Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang besar tentu dapat lebih mudah mengakses pasar modal, karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana (Wahidahwati, 2002). Perusahaan besar memiliki asset yang besar pula, maka pemberi hutang ataupun kreditur akan merasa mudah dalam memperoleh jaminan. Perusahaan besar akan memanfaatkan kemudahan dalam memperoleh dana dari pihak eksternal, sehingga tidak akan bergantung pada dana dari pihak internal perusahaan.

Ukuran perusahaan yang besar akan memiliki tingkat risiko bisnis yang rendah dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil, sehingga perusahaan berukuran besar akan mudah mendapatkan kepercayaan dari pihak kreditur (Jogiyanto, 2010). Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan tingkat kebijakan hutang yang akan dilakukan perusahaan.

Untuk menentukan besar kecilnya ukuran perusahaan dapat dilakukan menggunakan total *aktiva*, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total *aktiva*, penjualan, dan kapitalisasi pasar, maka semakin besar pula ukuran perusahaan itu. Ketiga variabel ini digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan karena dapat mewakili seberapa besar perusahaan tersebut. Semakin besar *aktiva*, maka semakin banyak modal yang ditanam, semakin banyak penjualan maka semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka semakin besar pula perusahaan dikenal masyarakat. Dari ketiga variabel ini, nilai *aktiva* relatif lebih stabil dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar dan penjualan dalam menghitung ukuran perusahaan. (Sudarmadji & Sularto, 2007)

Ukuran perusahaan merupakan karakteristik perusahaan yang dapat mengklasifikasikan apakah suatu perusahaan termasuk kedalam ukuran perusahaan kecil, menengah, ataupun besar. Perusahaan kecil sangat rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dan cenderung kurang menguntungkan sedangkan perusahaan besar dapat mengakses pasar

modal dan dengan kemudahan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana atau permodalan. (Wahidahwati dalam Pithaloka, 2009)

Perusahaan-perusahaan dengan ukuran besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. (Wahidahwati dalam Pithaloka, 2009)

4. Profitabilitas

Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Profitabilitas dapat ditetapkan dengan menghitung berbagai tolak ukur yang relevan. Salah satu tolak ukur tersebut adalah dengan rasio keuangan sebagai salah satu analisa dalam menganalisa kondisi keuangan, hasil operasi dan tingkat profitabilitas suatu perusahaan. (Brigham dan Houston, 2006)

Profitabilitas dapat diproksikan dengan *Return On Investment (ROI)* yaitu perbandingan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam *aktiva* yang akan digunakan untuk operasi perusahaan yang menghasilkan keuntungan. (Brigham dan Houston, 2012)

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total *aktiva*, maupun modal sendiri. Jumlah laba bersih kerap dibandingkan dengan ukuran kegiatan atau kondisi keuangan lainnya seperti penjualan, asset, ekuitas pemegang saham untuk menilai kinerja sebagai suatu persentase dari beberapa tingkat aktivitas atau investasi (Husnan dan Enny, 2002). Profitabilitas merupakan hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dengan menggunakan asset perusahaan baik lancar maupun tetap dalam aktivitas produksi. (Gitman, 2009 dalam Deitiana, 2011)

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

5. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan bentuk komitmen dari pemegang saham untuk mendelegasikan pengendalian dengan tingkat tertentu kepada para manajer. Istilah Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh hutang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh presentase kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi.

Struktur kepemilikan adalah : “Struktur kepemilikan saham yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Atau dengan kata lain struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan

kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Dalam menjalankan kegiatannya suatu perusahaan diwakili oleh direksi (*agents*) yang ditunjuk oleh pemegang saham (*principals*)". (Sugiarto 2009: 59)

Struktur kepemilikan terbagi kedalam beberapa jenis. Adapun jenis-jenis struktur kepemilikan dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan public. (Jensen and Meckling, 1976)

a. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak institusi lain yaitu kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang terbentuk institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain.

Kepemilikan institusional merupakan satu alat yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict*. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring secara efektif. Dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi maka akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik yang dilakukan oleh pihak manajer serta dapat meminimalisir tingkat penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan.

Definisi kepemilikan institusional adalah : “Merupakan proporsi saham yang dimiliki institusi pada akhir tahun yang diukur dengan presentase”. (Nabela, 2012:2)

Kepemilikan Institusional adalah : “Presentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiunan, atau perusahaan lain”. Jadi dengan kata lain kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki pihak institusi seperti perusahaan asuransi, dana pensiunan atau perusahaan lain yang diukur dengan presentase yang dihitung pada akhir tahun. (Nuraina, 2012:116)

b. Kepemilikan Publik

Kepemilikan publik merupakan presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak luar (*outsider ownership*). Tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan maka di perlukan pendanaan yang diperoleh baik melalui pendanaan internal maupun pendanaan eksternal. Sumber pendanaan eksternal diperoleh dari saham masyarakat (publik) Kepemilikan publik adalah proporsi atau jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh publik atau masyarakat umum yang tidak memiliki hubungan istimewa dengan perusahaan. (Wijayanti, 2009:20) Kepemilikan Publik adalah “Kepemilikan saham perusahaan oleh masyarakat umum atau oleh pihak luar”. (Febriantina, 2010)

c. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan. Kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer, karena manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan manajer yang menanggung risiko apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan akan dapat menyatukan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. (Jansen, 1986)

Definisi kepemilikan manajerial : ”Merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manager atau dengan kata lain manager juga sekaligus sebagai pemegang saham”. (Imanta dan Satwiko 2011:68)

Tingkat kepemilikan saham yang semakin besar oleh pihak manajemen akan meningkatkan tanggung jawab manajemen dalam pengambilan keputusan perusahaan. Manajemen akan lebih berhati-hati dalam menentukan keputusan karena manajemen akan merasakan dampak secara langsung dari keputusan yang diambil. Manajemen akan merasakan dampak kerugian jika keputusan yang mereka pilih salah dan akan merugikan perusahaan dan pemegang saham. (Mahadwartha, 2002)

Kepemilikan manajerial menunjukkan peran ganda seorang manajer dalam suatu perusahaan, yakni sebagai manajer dan pemegang saham. Perusahaan memberikan kesempatan kepada manajer untuk memiliki sebagian saham perusahaan. (Mahadwartha, 2002)

Keputusan ini dilakukan untuk mempertahankan manajer yang memiliki kinerja baik dan mengarahkan manajer untuk bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri. (Mahadwartha, 2002)

Dalam penelitian ini yang akan dibahas adalah kepemilikan manajerial karena manajer perusahaan selalu berupaya untuk meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer untuk mencapai tujuan tersebut. Namun, pihak manajer dan pemegang saham sering kali mempunyai tujuan berbeda yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan yang mengakibatkan terjadinya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hubungan manajer dengan pemegang saham pada *agency theory* digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al.2006). Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham, manajer dituntut untuk mengambil keputusan bisnis

terbaik. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah memaksimalkan sumber daya perusahaan. Namun, pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Hal ini akan menjadi suatu ancaman bagi pemegang saham apabila manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham.

6. Struktur Asset

Struktur asset adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen *aktiva*, baik *aktiva* lancar maupun *aktiva* tetap. Perusahaan dengan asset tetap yang tinggi dapat digunakan untuk jaminan akan lebih memilih untuk menggunakan penggunaan hutangnya lebih banyak. Struktur *aktiva* atau struktur kekayaan adalah perimbangan atau perbandingan baik dalam artian absolut maupun dalam artian relatif antara *aktiva* lancar dengan *aktiva* tetap. Yang dimaksud dengan artian absolut adalah perbandingan dalam bentuk nominal, sedangkan yang dimaksud dengan arti relatif adalah perbandingan dalam bentuk persentase. (Bambang Riyanto, 2008)

Aktiva tetap dapat dijadikan jaminan/*collateral* dalam melakukan pinjaman hutang, dan karenanya dapat mereduksi biaya dari kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) dan ini akan semakin meningkatkan kapasitas hutang yang dapat menguntungkan perusahaan. Hipotesis ini sesuai dengan teori *trade-off*, dimana perusahaan perlu menyeimbangkan antara manfaat dan biaya penggunaan hutang. (Elsas dan Florysiak, 2008)

Nilai likuidasi *aktiva* tetap biasanya akan lebih tinggi daripada *aktiva* tidak berwujud (*intangible asset*), sehingga ketika perusahaan mengalami kebangkrutan, biaya kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) yang ditanggung oleh perusahaan lebih kecil dibandingkan jika perusahaan tersebut memiliki *aktiva* tidak berwujud lebih tinggi. Penelitian ini menggunakan perhitungan *Asset Structure*. (Gaud *et al.*, 2003)

Asset structure diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap *total asset*. (Yeniatie dan Destriana, 2010 dalam Natasia dan Wahidahwati, 2015)

7. Risiko Bisnis

Perusahaan memiliki sejumlah risiko yang didapat langsung akibat dari jenis usaha dari perusahaan tersebut, hal inilah yang dimaksud dengan risiko bisnis. Risiko bisnis adalah seberapa berisiko saham perusahaan jika perusahaan tidak mempergunakan hutang (Brigham dan Houston, 2004). Risiko bisnis tidak hanya bervariasi dari industri ke industri, namun juga dapat bervariasi antar perusahaan dari industri tertentu, dan juga dapat berganti seiring waktu.

Beberapa faktor yang dapat memengaruhi risiko bisnis dari sebuah perusahaan menurut Brigham dan Houston (2004), antara lain:

- a. Variabilitas permintaan; semakin stabil sebuah permintaan produk dari perusahaan tertentu, *ceteris paribus*, akan menurunkan risiko bisnis perusahaan tersebut.

- b. Variabilitas harga jual; perusahaan yang produknya dijual pada pasar yang relatif *volatile* (mudah berubah), akan lebih memiliki risiko bisnis bila dibandingkan dengan perusahaan yang sama yang harga *output*nya lebih stabil.
- c. Variabilitas biaya *input*; perusahaan yang memiliki biaya *input* yang tidak pasti akan memiliki risiko bisnis yang tinggi.
- d. Kemampuan untuk menyesuaikan harga *output* dengan perubahan dalam biaya *input*; semakin mampu sebuah perusahaan dalam melakukan penyesuaian dalam hal harga dan biaya, maka perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis yang semakin rendah.
- e. Kemampuan untuk mengembangkan produk baru dalam waktu dan biaya yang efektif. Perusahaan seperti obat-obatan dan juga komputer sangat bergantung pada inovasi produk-produk baru. Semakin cepat sebuah produk menjadi tua atau usang, maka semakin besar pula risiko bisnisnya.
- f. Risiko dari perdagangan luar negeri; perusahaan yang pendapatannya sebagian besar datang dari luar negeri dapat membuat pendapatan perusahaan menurun, hal ini dikarenakan adanya fluktuasi nilai kurs mata uang. Hal lain yang dapat menambahkan risiko bisnis adalah lingkungan bisnis di mana perusahaan tersebut beroperasi.
- g. Proporsi biaya tetap terhadap keseluruhan biaya: *operating leverage*; jika sebagian besar biaya adalah tetap, yang tidak turun ketika

permintaan menurun, maka perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis yang tinggi.

Dalam konsep ekonomi, pemegang saham menanggung risiko tertentu yang diakibatkan oleh kegiatan operasi perusahaan, yakni risiko bisnis. Jika perusahaan menggunakan hutang, hal ini mengakibatkan seluruh risiko bisnis akan ditransfer kepada pemegang saham. Transfer seluruh risiko ini diakibatkan kreditur yang menerima pendapatan tetap (bunga hutang), tidak menanggung risiko bisnis yang ada. (Brigham dan Houston, 2004)

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Hasan dan Nurmawati (2013), menemukan hasil penelitian bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan, semakin rendah rasio hutang terhadap ekuitas. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (*debt to total assets ratio*). Hal ini menunjukkan bahwa makin besar ukuran perusahaan maka akan makin tinggi nilai *debt to total assets ratio* (DAR).

Bernice, dkk (2015), menunjukkan hasil penelitian bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien negatif pada kebijakan hutang, tetapi tidak signifikan. Kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan memiliki dampak positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Elva Nuraina (2012), menemukan hasil penelitian bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai konfirmasi, ukuran

perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Desmintari & Fitri Yetty (2017) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas dan *liquidity* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel lain, struktur asset, tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Fatimatul Zuhria & Riharjo (2016) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang negatif artinya perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar hutang.

Sheisarvian, dkk. (2015) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Lindrawati A. (2017) menunjukkan hasil penelitian bahwa struktur asset dan arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur asset, arus kas bebas, dan risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Hairul Anam, dkk. (2015) hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur asset mempengaruhi kebijakan hutang, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan hutang, sedangkan secara simultan

variabel struktur asset, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan hutang.

Rika Desiyanti, & Husna (2017) hasil penelitian menemukan bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial dan institusional tidak mempengaruhi secara signifikan pada kebijakan hutang.

Hansen Viriya & Suryaningsih (2017) menunjukkan hasil penelitian bahwa risiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Ni Made Dhyana Intan Prathiwi & I Putu Yadnya (2017) hasil penelitian menemukan bahwa variabel risiko bisnis dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Sementara variabel struktur asset tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang dan struktur asset berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Ivona Murtiningtyas (2012) hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang sedangkan, profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Lusia Insiroh (2014) hasil penelitian menemukan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan struktur asset berpengaruh negatif signifikan.

Anastasia (2007) hasil penelitian menemukan bahwa Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Return on Asset*, *Net Profit* dan

Keadaan Pasar berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan Struktur asset memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

C. Hipotesis

1. Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Semakin besarnya ukuran perusahaan maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar yang salah satunya dapat berasal dari pendanaan eksternal yaitu hutang. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Dalam penelitian Hasan dan Nurmayanti (2013) menjelaskan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (*debt to total assets ratio*). Hipotesis ini sejalan dengan hasil penelitian Bernice, *et. al* (2015), dimana ukuran perusahaan memiliki dampak positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

H₁: Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang

2. Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Berdasarkan *pecking order theory*, pilihan pertama dalam keputusan pendanaan adalah dengan menggunakan *retained earning*, baru kemudian menggunakan hutang dan ekuitas. Perusahaan akan lebih memilih menggunakan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan daripada menggunakan hutang jika perusahaan memiliki potensi profitabilitas yang tinggi. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Dalam penelitian Desmintari (2017) menjelaskan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hipotesis ini sejalan dengan hasil penelitian Andhika Ivona (2012) yang menyatakan semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan hutangnya.

H₂: Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

3. Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Jensen dan Meckling (2002) menyatakan *agency problem* akan terjadi atas saham perusahaan kurang dari 100%. Manajer cenderung bertindak melindungi dan memenuhi kepentingannya dahulu daripada

memenuhi kepentingan pemilik sehingga sudah tidak berdasarkan pada tujuan perusahaan, memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Dalam pengambilan keputusan pendanaan pihak manajemen akan lebih mengutamakan dana dari internal daripada hutang, karena penggunaan dana internal adalah sumber pendanaan yang paling murah. Semakin besar kepemilikan manajerial maka semakin kecil penggunaan hutang dalam operasional perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Dalam penelitian Wahidahwati dalam Irvan (2017) menemukan hasil penelitian bahwa kepemilikan manajerial, berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hipotesis ini sejalan dengan hasil penelitian Hasan dan Anastasia (2007) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

4. Struktur Asset terhadap Kebijakan Hutang

Struktur asset perusahaan memainkan peranan penting dalam menentukan pembiayaan. Perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya apabila dana internal tidak cukup dan akan lebih menggunakan sumber dana sumber dana berupa hutang dibanding saham, hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang mengurutkan pendanaan dari risiko yang paling kecil. Mujahir Triono (2011) menyatakan bahwa kebanyakan

perusahaan sebagian besar modalnya tertanam dalam asset tetap akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modalnya yang permanen yaitu modal sendiri. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur asset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Dalam penelitian Mujahir Triono menemukan hasil penelitian bahwa struktur asset berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hipotesis ini sejalan dengan hasil penelitian Lusia Insiroh, struktur asset berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₄: Struktur asset berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

5. Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang

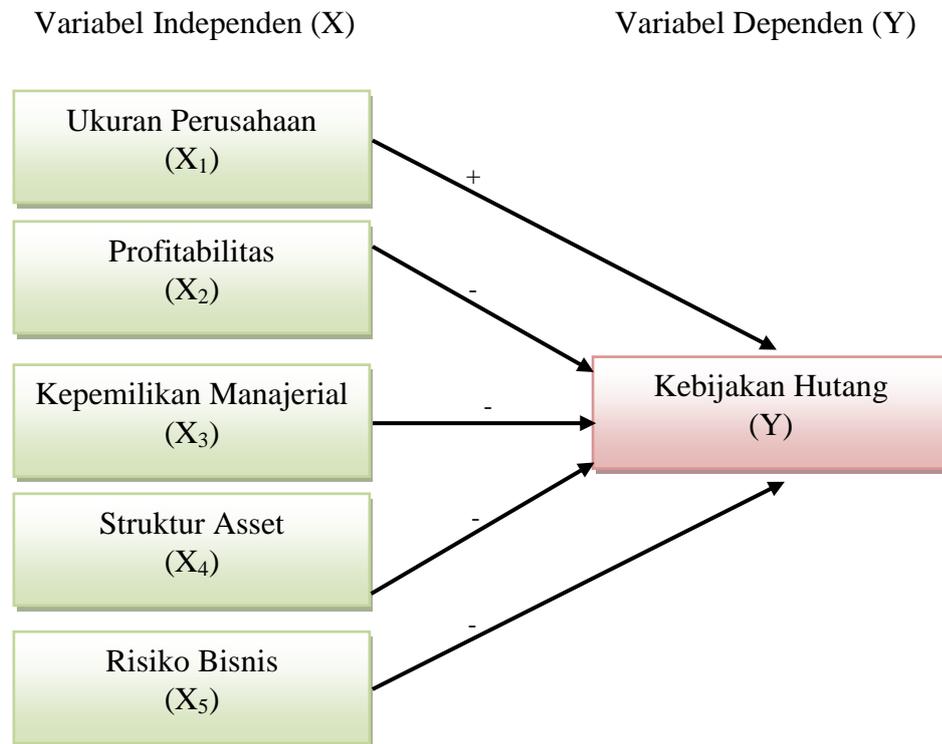
Setiap perusahaan dalam menjalankan operasinya akan menghadapi risiko bisnis. Semakin kecil risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki hutang yang besar. Hal ini berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang tersebut karena adanya ketidakpastian (*volatilitas*) keuntungan yang diterima oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang rendah tentunya akan mencari sumber penggunaan hutang dalam mendanai perusahaan karena dengan menggunakan hutang, risiko likuiditas perusahaan akan semakin meningkat. Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Dalam penelitian Desiyanti dan Husna (2017) yang meneliti di Perusahaan wholesale yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2013. Hasil penelitiannya menemukan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hipotesis ini sejalan dengan hasil penelitian Ni Made Dhyana (2017) bahwa Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₅: Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

D. Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel dependen. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan, profitabilitas, kepemilikan manajerial, struktur asset, dan risiko bisnis.



Sumber : Penulis, 2019

Gambar 2.1.
Kerangka Pemikiran